

**PROCESSOS DE ABERTURA DE CAPITAL NA B3 E SEUS REFLEXOS NA
ESTRUTURA DE CAPITAL SEGUNDO TEORIA DE PECKING ORDER**

**IPO PROCESSES AT B3 AND THEIR IMPACT ON THE CAPITAL STRUCTURE
ACCORDING TO THE PECKING ORDER THEORY**

Área Temática: 6. Finanças

Resumo

Este artigo analisou o efeito dos indicadores de endividamento nas empresas que concluíram a abertura de capital na bolsa de valores brasileira (B3 – Bolsa, Brasil, Balcão) nos anos de 2020 e 2021, comparativamente a um grupo de empresas consolidadas no mercado de capitais brasileiro. A análise foi focada na teoria de capital de *pecking order*, tendo em vista a necessidade de transformação das organizações estudadas para a obtenção de maior valorização durante o processo de IPO (*Initial Public Offering*).

Palavras-chave: *Estrutura de Capital; IPO, Abertura de Capital, Endividamento Total; B3.*

Abstract

This article analyzed the effect of debt indicators on companies that completed their IPO on the Brazilian stock exchange (B3 – Bolsa, Brasil, Balcão) in the years 2020 and 2021, compared to a group of companies consolidated in the Brazilian capital market. The analysis was focused on the theory of pecking order capital, bearing in mind the need to transform the organizations studied in order to obtain greater valuation during the IPO (Initial Public Offering) process.

Key words: *Capital Structure; IPO; Total Indebtedness; B3*

1. Introdução

Em relação a estrutura de capital, as empresas podem ser classificadas em dois tipos: as sociedades capital fechado e as sociedades abertas. As sociedades de capital fechado caracterizam-se por manter o seu controle dentro de um grupo reservado, conforme definido por Barbosa Filho (2004), e dessa forma não dão publicidade ao seu capital. As sociedades abertas, conforme definição de Lamy Filho e Pedreira (1997), são empresas autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a negociarem seus valores mobiliários em bolsa ou balcão. Essas possuem relações regulamentadas com todo o mercado investidor, e tais relações estão sujeitas às normas específicas para a proteção do mesmo.

O processo de abertura de capital, cuja sigla em inglês IPO (Initial Public Offering), representa uma transformação na organização das empresas em sociedades abertas. Esse processo demanda atender exigências de governança corporativa, abrangendo a implantação de controles internos mais robustos e transparentes. Em contrapartida, a abertura de capitais concede vantagens para a organização, face a essas mudanças culturais. Perobelli, Brandão e Soares (2014) elencam as principais vantagens: a governança corporativa minimiza os conflitos de agência, a necessidade de dar transparência às informações estratégicas da empresa aumenta o valor de mercado dessa e, além dessas, observa-se que uma reestruturação societária pode gerar mais liquidez para a empresa, permitindo maior acesso a fontes de financiamento.

Ainda sobre o conjunto dessas vantagens, Yan e Willians (2020) demonstram que o IPO contribui para a visibilidade das empresas no mercado, ajudando as empresas a construir e alavancar recursos para alcançar um melhor crescimento, para garantirem a sua sobrevivência no mercado e, até mesmo alcançar a internacionalização.

Como exposto por Pamplona e Silva (2020), a estrutura de capital e sua relação com o valor da empresa geram impacto nas decisões sobre quais fontes de financiamento serão priorizadas pela empresas, para garantir que elas tenham capacidade em lidar com seu ambiente competitivo. Como existem múltiplas fontes de financiamento disponíveis, as organizações devem escolher as melhores fontes de financiamento e com menor custo, a fim de alcançar a estrutura de capital ideal, refletindo positivamente no desempenho corporativo.

Diversas teorias financeiras sobre estrutura de capital dispõem que os gerentes agem racionalmente com relação ao processo de tomada de decisão nas empresas, também denominado como paradigma da racionalidade. (VIEIRA *et al.*, 2020). A estrutura de capital permite uma avaliação do estado atual da empresa, da sua estabilidade financeira e das perspectivas de desenvolvimento futuro. Por sua vez, conforme demonstrado por Agliardi (2019), os estudos dos determinantes da estrutura de capital permitem entender como uma empresa toma uma decisão sobre a formação de dívidas, e por conseguinte, como controla seu montante de dívida (AGLIARDI, 2019).

2. Base Teórica

Existem diversos trabalhos empíricos que buscam identificar os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas ou a existência de uma estrutura ótima, à luz de duas principais teorias estrutura de capital existentes: a teoria *pecking order* de Myers e Majluf (1984) e a teoria *trade-off*, dos teóricos Kraus e Litzenberg (1973). Sampaio *et. al.* (2021) esclarece que a aderência da estrutura de capital a uma dessas teorias pode estar relacionada a fatores externos à firma. Entre esses fatores

pode-se citar as oscilações econômicas e as especificidades do segmento de atuação das empresas.

Especificamente a teoria de pecking order (ou *pecking order theory*, abreviada como POT), utilizada com mais detalhes neste artigo, foi proposta inicialmente por Myers e Majluf (1984). Segundo os autores, havendo assimetria de informação, existirão preferências entre financiamento interno (capital) e externo (emissão de novas dívidas). Nguyen et. al. (2020) demonstram que, sob a ótica do investidor, tanto o patrimônio líquido quanto a dívida possuem riscos, mas o risco patrimonial é maior porque requer uma maior taxa de retorno, sendo a razão das preferências no tipo de financiamento.

Ainda conforme Nguyen et. al. (2020) sobre a POT, uma empresa irá preferir usar seus lucros retidos primeiro, em seguida, sua dívida e, em terceiro, novo patrimônio. É importante ressaltar que a POT não considera uma estrutura de capital ideal ou ajuste de uma empresa a uma estrutura de capital almejada.

Segundo Myers e Majluf (1984), o principal fundamento da *pecking order* é a ausência de um nível ótimo de endividamento. Em contrapartida, face a existência de assimetrias de informação, as políticas de financiamento das empresas seguem uma determinada ordem, tendo como preferência, em um momento inicial, a opção por financiamento interno em detrimento de externo e, posteriormente, a preferência por contrair dívidas ao invés de emitir ações.

Esta teoria, conforme observado em Shyam-Sunder e Myers (1999,) não sugere que haja uma meta de proporção entre dívida e patrimônio líquido, conforme apregoa a teoria do *trade-off*. Contudo, a proporção do endividamento da empresa é apenas resultado cumulativo da ordem das fontes de financiamento ao longo do tempo.

Murray (2020) defende que as grandes empresas dependem significativamente de financiamento interno para atender às suas necessidades, sendo que o autofinanciamento corresponde à retenção dos resultados gerados pelas próprias empresas. As emissões de dívida líquida externa financiam os pequenos déficits restantes. Portanto, o patrimônio líquido não é uma fonte significativa de financiamento para grandes empresas. As pequenas empresas, por outro lado, carecem de recursos internos suficientes necessitando de mais financiamento externo, razão pela qual existam emissões substanciais de dívida por parte de pequenas empresas.

Modigliani e Miller (1958) definem que na teoria de *pecking order* os gerentes têm mais informações sobre as perspectivas das empresas do que os investidores e, portanto, agem no melhor interesse dos proprietários.

3. Método

A pesquisa realizada para esse artigo classifica-se como descritiva pois foram observadas variáveis sem manipulá-las, expondo características e dados da população selecionada. Ela também é documental pois os dados, especificamente as demonstrações contábeis, foram obtidos por meio de base de dados da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), da B3 (Bolsa, Brasil, Balcão) e dos *sites* de relacionamentos com investidores das empresas estudadas, não tendo tratamento analítico algum, bem como podem ser reelaborados para calhar com os objetivos (GIL, 2008). A abordagem do problema caracteriza-se como quantitativa, pois utilizou variáveis com a aplicação das técnicas estatísticas.

A população do projeto da presente pesquisa compreendeu todas as empresas brasileiras listadas na B3 (Bolsa Brasil Balcão), que em dezembro/21 era composta

por 471 empresas (B3, 2022). A amostra da pesquisa é composta pelas empresas que concluíram o processo de IPO nos anos de 2020 e 2021, com exceção das empresas financeiras, totalizando 52 empresas.

Os dados financeiros foram obtidos em *cross-section* (corte transversal), obtendo-se observações antes e após a realização dos IPOs das empresas da amostra, a partir das demonstrações financeiras publicadas. Os dados foram obtidos das demonstrações financeiras auditadas e publicitadas (balanços patrimoniais, notas explicativas de financiamentos e empréstimos e demonstrações de resultado).

Nesse artigo foram analisadas as estruturas de capital das empresas que ingressaram na B3 nos anos de 2020 e 2021, verificando como eram os indicadores financeiros três anos antes do processo do IPO (2017 ou 2018, conforme o caso) e como ficaram no ano após a sua conclusão (2021), demonstrando a evolução ocorrida nos indicadores entre esses dois períodos.

As variáveis estudadas foram aquelas que representaram os principais fatores determinantes da estrutura de capital, segundo a literatura: (i) tamanho da empresa; (ii) lucratividade; (iii) perspectivas de crescimento; e (iv) tangibilidade dos ativos (CHIPETA, 2016). Em Simtupang, Purwanti e Mardiaty (2019), esses indicadores foram utilizados para correlacioná-los ao nível de endividamento das empresas testadas, e descrever a proporção da estrutura de capital atingida.

A análise da dinâmica da estrutura de capital entre os dois períodos (2017/8 a 2021), foi realizada conforme a evolução dos indicadores indicados em Chipeta (2016), e as fórmulas em Pinheiro *et.al.*, 2017:

- Estrutura de Capital

- △ Índice de Endividamento:

- $$\frac{(\text{Passivo Circulante} + \text{Não Circulante } 2021 / \text{Passivo Total } 2021)}{(\text{Passivo Circulante} + \text{Não Circulante } 2017 / \text{Passivo Total } 2017)}$$

- Tamanho das empresas

- △ Tamanho:

- $$\frac{\ln \text{Ativo Total } 2021}{\ln \text{Ativo Total } 2017}$$

- Lucratividade

- △ Lucratividade:

- $$\frac{(\text{EBTDA } 2021 / \text{Ativo Total } 2021)}{(\text{EBTDA } 2017 / \text{Ativo Total } 2017)}$$

- Perspectiva de crescimento

- △ Crescimento Vendas:

- $$\frac{(\text{Receita de Vendas } 2021)}{(\text{Receita de Vendas } 2017)}$$

- Tangibilidade de ativos

- △ Tangibilidade de Ativos:

- $$\frac{(\text{Ativos Tangíveis } 2021 / \text{Ativo Total } 2021)}{(\text{Ativos Tangíveis } 2017 / \text{Ativo Total } 2017)}$$

A pesquisa teve por objetivo avaliar se as empresas que realizaram IPOs obtiveram alterações significativas em seus indicadores financeiros e econômicos, conforme análise de variações dos índices estudados. Após a obtenção dos índices, realizou-se a análise da média entre esses índices para verificar se o comportamento destes foi modificado significativamente ao longo do período, ou seja, antes e depois do evento.

Para isto, executou-se o teste de *Wilcoxon*. Este teste é útil para comparar duas médias populacionais a partir de amostras emparelhadas com determinado valor teórico, conforme Fávero *et al.* (2009). O teste em questão pode ser usado mesmo se a amostra não apresenta distribuição normal, ao contrário do teste *t* de *Student*. Os testes foram realizados com a ferramenta estatística IBM SSPS versão 25, a partir de números índices calculados e tabulados em planilhas eletrônicas (excel).

Como forma de comparar as *performances* das empresas analisadas, selecionou-se uma segunda amostragem de empresas, com empresas que já estão no mercado de capitais há mais de cinco anos. Este grupo é constituído por 18 empresas, sendo 3 empresas para cada atividade: bens industriais, consumo cíclico, petróleo/ gás/ químico, saúde, tecnologia de informação e utilidade pública.

Conforme apresentado em Trivola (1999), o teste de Wilcoxon é um teste não-paramétrico que utiliza postos de dados amostrais compostos de pares combinados. Este teste é utilizado para testar diferenças nas distribuições populacionais, de modo que as hipóteses nulas e alternativa são:

H0: as duas amostras proveem de populações com a mesma distribuição (hipótese nula).

H1: as duas amostras proveem de populações com distribuições diferentes.

A um nível de significância inferior a 0,05 ($p < 0,05$), a hipótese H1 é aceita, quer dizer, as duas amostras proveem de populações com distribuições diferentes (houve alteração nas médias). Caso contrário ($p \geq 0,05$), a hipótese H1 é rejeitada, pois as amostras proveem de populações com a mesma distribuição, quer dizer, não houve alteração nas médias.

4. Análise de Dados

As empresas da amostra principal, como informado anteriormente, são constituídas por 52 empresas que abriram capital na B3 nos anos de 2020 e 2021. O processo de abertura de capital tem a obrigatoriedade mínima auditoria e publicidade das demonstrações financeiras dos três exercícios antes do IPO, as empresas supostamente buscam transformar seus indicadores e processos neste período para a melhor captação de recursos no mercado de capital primário

A seguir há um quadro resumo com os resultados dos testes estatísticos não paramétricos (Wilcoxon), realizados sobre os cinco índices estudados (lucratividade, crescimento, tamanho, tangibilidade e endividamento), antes e após o IPO deste grupo de estudo, e posteriormente estão alguns comentários esses resultados:

Amostra principal: 52 empresas

Indicador	Nível de Significância (p)	H0: p>0,05=> Rejeita H1: p<0,05=> Aceita	Média 2017	Média 2021	Observação
Endividamento	0,000	Aceita	0,6802	0,5016	41 empresas apresentaram classificação negativa (redução)
Lucratividade	0,010	Aceita	0,0469	0,0741	
Perspectiva de crescimento	0,004	Aceita	0,3865	0,5506	37 empresas apresentaram classificação positiva (aumento)
Tamanho	0,000	Aceita	12,9915	13,9919	49 empresas apresentaram classificações positivas (aumento)
Tangibilidade	0,001	Aceita	0,2439	0,1808	37 apresentaram classificações negativas (redução)

Dados: Elaborado pelo autor com a aplicação dos testes de Wilcoxon utilizando a ferramenta SSPS versão 25 (2022).

Endividamento: A um nível de significância de 0,000 ($p < 0,05$), aceita-se a hipótese de variação na média de endividamento das empresas da amostra principal entre os períodos de 2017 a 2021, apresentando redução na média de 2017/8 de 0,6802 para a média de 0,5016 em 2021: redução no índice de capital de terceiros (endividamento total) entre os dois anos. Entre as 52 empresas estudadas, 41 apresentaram classificações negativas (reduções de endividamento).

Conforme demonstrado nos resultados do teste não paramétrico de Wilcoxon, as empresas que abriram capital apresentaram redução no índice de endividamento total em média de 26% (de 0,6802 para 0,5016).

Quanto aos demais indicadores, houve aumento nas médias dos índices de lucratividade, perspectiva de crescimento e tamanho, apresentando comportamento inverso ao endividamento total observado entre o período antes e o período após IPO. Por outro lado, houve redução nas médias de tangibilidade dos ativos, sendo o mesmo comportamento observado quanto ao endividamento total.

O comportamento observado na amostra principal condiz com o esperado segundo a teoria de pecking order, pois essa teoria foi desenvolvida sob a ótica do gestor da empresa. Havendo a entrada de novos recursos na abertura de capital, esses recursos são utilizados tanto para amortização de dívidas quanto para o aumento de investimentos das empresas.

Análise das empresas pares:

Também foram analisados os resultados dos mesmos testes aplicados para as empresas do grupo de empresas pares construídas por empresas que estão consolidadas no mercado de capitais, ou seja, já abriram o capital há mais de cinco anos.

Para efeito comparativo, adotou-se o mesmo período de análise a amostra principal, isto é, apresentando a evolução dos indicadores entre os anos de 2017 e 2021. Os principais resultados estão demonstrados no quadro resumo a seguir:

Amostra empresas pares – 18 empresas

Indicador	Nível de Significância (p)	H0: p>0,05=> Rejeita H1: p<0,05=> Aceita	Média 2017	Média 2021	Observação
Endividamento	0,002	Aceita	0,5271	0,5944	15 empresas apresentaram classificação positiva (aumento)
Lucratividade	0,267	Rejeita (proposta nula)			
Perspectiva de crescimento	0,002	Aceita	-0,0062	0,2693	16 empresas apresentaram classificação positiva (aumento)
Tamanho	0,000	Aceita	14,4820	15,0552	17 empresas apresentaram classificações positivas (aumento)
Tangibilidade	0,199	Rejeita (proposta nula)	0,2439	0,1808	

Dados: Elaborado pelo autor com a aplicação dos testes de Wilcoxon utilizando a ferramenta SSPS versão 25 (2022).

Endividamento: A um nível de significância de 0,002 (abaixo de 0,05), aceita-se a hipótese de variação na média de endividamento das empresas do Grupo II entre os períodos de 2017 a 2021, apresentando aumento na média de 2017 de 0,5271 para a média de 0,5944 em 2021: aumento no índice de capital de terceiros (endividamento total) entre os dois anos. Entre as 18 empresas estudadas, 15 apresentaram classificações negativas.

Conforme demonstrado nos resultados do teste não paramétrico de Wilcoxon, as empresas do Grupo II, formada por listadas na B3 há mais de cinco anos, apresentaram aumento no índice de endividamento total em média de 12% (de 0,5271 para 0,5944).

Não houve alterações nas médias dos índices de lucratividade e de tangibilidade dos ativos (hipótese nula). Já os índices de perspectivas de crescimento e de tamanho das empresas apresentaram aumento, comportamento semelhante ao endividamento total.

A redução de endividamento observada no grupo II pode ser explicada pelo maior acesso a financiamentos às empresas consolidadas no mercado de capitais. Em tese, essas empresas possuem maior governança, maior transparência e, conseqüentemente, maior reputação no mercado para obtenção de financiamentos a custo mais baixo. A fase vivenciada por essas empresas condiz com o comportamento esperado segundo a teoria de trade-off, pois essa teoria é baseada na oferta e demanda de créditos a empresas.

Comparando-se os comportamentos dos indicadores dos dois grupos, temos os o resumo dos resultados:

Indicador	Grupo I	Grupo II
<i>Endividamento</i>	<i>Redução</i>	<i>Aumento</i>
Lucratividade	Aumento	Neutro
Crescimento	Aumento	Aumento
Tamanho	Aumento	Aumento
Tangibilidade	Redução	Neutro

Percebe-se que o comportamento do endividamento total foi diferente nos dois grupos, pois na amostra principal houve redução do endividamento; no grupo de empresas pares houve aumento do endividamento.

Não foi possível identificar relação direta entre os indicadores de crescimento e tamanho e endividamento, pois na amostra principal foi observado comportamento

inverso enquanto no Grupo II o comportamento foi semelhante (esses três indicadores aumentaram no período).

5. Considerações Finais

Este artigo teve como objetivo verificar as alterações dos indicadores de endividamento das empresas que realizaram a abertura de capital nos anos de 2020 e 2021, bem como se integraram outros indicadores financeiros relacionados ao endividamento, segundo a literatura: (i) tamanho da empresa, (ii) lucratividade, (iii) perspectivas de crescimento e tangibilidade dos ativos (CHIPETA, 2016).

Para tanto, foram comparados os resultados dos indicadores antes e após a abertura de capital com resultados de um segundo grupo composto por empresas listadas na B3 há mais de cinco anos, portanto, já consolidadas no mercado de capitais. Esses grupos de empresas foram selecionados de forma não probabilística, porém formando amostragem de empresas por setores de atuação com disponibilidade de demonstrativos nos anos de estudo (2017 a 2021). A comparação de resultados destina-se a verificar se houve um comportamento diferente entre os grupos no período de análise.

Ressalta-se que o período de análise, compreendido entre os anos de 2017 a 2021, entre os principais eventos macroeconômicos destacaram-se a retração dos níveis gerais da economia brasileira e a atuação das autoridades monetárias na redução das taxas de juros de referência Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC). Essa segunda, pode ter contribuído para o aumento significativo de empresas realizando abertura de capital a partir de 2020, após cerca de dez anos de estagnação nesses processos (IBGE, 2022).

Os dois grupos do estudo (amostra principal e amostra de empresas pares) apresentaram características comuns como portes, setores de atividade e mercados de atuação. Por outro lado, elas apresentam estruturas de capitais distintas, bem como formas de governança corporativa diversas. Dessa forma, é natural que o comportamento demonstrado em seus indicadores financeiros, sobretudo os relacionados à estrutura de capital das empresas, apresentem diferenças significativas.

Sobre as empresas da amostra principal, constituídas por empresas que realizaram a abertura de capital nos anos de 2020 e 2021, identificou-se, em linhas gerais, que houve uma redução nos índices de endividamentos totais. E esta redução foi bem significativa: 24%.

Aliando-se ao fato da maioria das empresas estudadas apresentarem crescimento de vendas e aumento de porte, tal redução nos percentuais de capital de terceiros indicou que a entrada das empresas no mercado de capitais garantiu uma redistribuição das fontes de financiamento. Isto pode ser indicador de que (i) houve uma reorganização financeira para atingir resultados economicamente mais favoráveis no processo de oferta de ações e (ii) que a entrada de recursos tenha sido utilizada em parte para redução da dívida existente.

Em estudo realizado por Rossi Júnior e Marotta (2010), foi verificado como se deu o impacto na estrutura de capital nas empresas usando dados de IPO no mercado brasileiro nos anos de 2004 a 2007. De acordo com as conclusões obtidas nesta pesquisa, observou-se que houve uma significativa redução no nível das alavancagens das empresas após as mesmas realizarem sua abertura de capital. Entretanto, os resultados indicaram que houve um retorno quase nos níveis anteriores em alguns trimestres após a emissão de ações (ROSSI JÚNIOR; MAROTTA, 2010).

No estudo atual, houve a constatação de que os níveis de endividamento das empresas que abriram capital em 2021 e 2021 também sofreram significativas reduções nos níveis de endividamento. Porém, somente se passou um breve período entre a abertura de capital e a data base para observações, portanto ainda não foi possível verificar se os níveis de endividamento irão ou não retornar às faixas anteriores.

Myers e Majluf (1984) consideram os IPOs como consequências naturais da teoria de *pecking order*, quer dizer, a possibilidade de as empresas realinharem a sua estrutura de acordo com as preferências identificadas. Loughran e Ritter (1995) sugerem que os IPOs ocorram durante determinadas janelas de oportunidade. Nessa mesma linha, Choe, Maulis e Nanda (1993) entendem que as empresas conduzam o IPO com base nas condições econômicas para aumentar o valor de mercado e, portanto, empresas evitam abrir seu capital quando poucas outras empresas lançam novas ações.

Ainda sobre os estudos realizados sobre o desempenho econômico-financeiro de empresas que abriram capital no mercado brasileiro, temos que grande parte de tais estudos identificaram redução nos indicadores de desempenho pós IPO, e que a abertura de capital pode trazer melhoras na alavancagem e levar ao crescimento das receitas líquidas (DAGOSTINI *et al.*, 2020).

Quanto aos demais indicadores estudados: lucratividade, perspectiva de crescimento, tamanho e tangibilidade, identificamos que a correlação existente com a redução de endividamento apresentado pelas empresas que realizaram abertura de capital, corresponderam ao comportamento esperado de acordo com a teoria de *pecking order*, com exceção da perspectiva de crescimento.

Sobre o segundo grupo, constituído por empresas que estão listadas em bolsa de valores há mais de cinco anos, identificou-se que houve aumento no nível de endividamento no período de estudo (2017 a 2021).

As empresas com maior tempo de experiência no mercado de capitais, possuem maior consolidação das boas práticas de governança corporativa. As boas práticas de governança são vistas como capazes de melhorar a gestão da empresa, o seu desempenho organizacional, além de incrementar seu valor de mercado por um processo de divulgação mais aprimorado (PINHEIRO *et al.*, 2017).

Vieira *et al.* (2011) indicam também que a alta qualidade da governança corporativa pode contribuir para melhorar o acesso a recursos externos, qualquer que seja o ambiente institucional (PINHEIRO *et al.*, 2017). Portanto, pode fazer sentido o fato das empresas do Grupo II terem aumentado os seus níveis de endividamento pelo fato de estarem com os processos de governança consolidados, com maior acesso a financiamentos externos.

A divergência observada entre os indicadores de endividamento dos dois grupos pode indicar que o estágio das empresas na captação de recursos no mercado de capitais também é um fator que deve ser levado em consideração para a análise do comportamento do endividamento e demais indicadores relacionados. A maturidade da empresa no mercado de capitais pode propiciar maiores oportunidades de financiamento (janelas de oportunidades conforme abordagem teórica de *market timing*), e desta forma, as expectativas por mudanças nos níveis de endividamento poderão não ser confirmadas.

A presente pesquisa teve como principal objetivo verificar o comportamento do índice de endividamento de empresas que realizam o processo de abertura de capital, tomando como base empresas brasileiras que concluíram seu processo nos anos de 2020, com análise antes e pós IPO. Em paralelo, houve o objetivo de comparar se

essas empresas apresentaram evolução no índice de endividamento distintos de empresas consolidadas no mercado de capital de empresas que não estão listadas na B3, utilizando o período de análise (os anos de 2017 a 2021).

Os resultados, em linhas gerais, apontaram que as empresas que abriram capital apresentaram redução nos índices de endividamento no ano após o IPO (2021).

Comparando-se a evolução do índice de endividamento com empresas consolidadas no mercado de capitais durante o mesmo período (2017 a 2021), identificou-se que tais empresas apresentaram comportamento distinto: em média apresentaram aumento nos níveis de endividamento.

Isto pode representar que empresas que abrem o capital visam à readequação na sua estrutura de capital para garantir maior sucesso na venda de ações com maior atratividade de investidores. Igualmente, pode indicar que empresas consolidadas no mercado de capitais possuem maior acesso a financiamentos, optando por alavancar o seu crescimento pelo endividamento.

O presente estudo apresentou algumas limitações, como exemplo, o curto período para avaliar se o endividamento das empresas após os IPOs, a fim de se verificar com maior certeza se o endividamento das empresas irá ou não retornar aos mesmos níveis de antes da abertura de capital. Recomenda-se, em estudos futuros, a utilização de um período mais longo pós abertura de capital ou realização de estudos específicos para determinados setores de atividade econômica, como tecnologia e bens de capital.

Adicionalmente, recomenda-se realizar estudos sobre as empresas que iniciaram os processos de abertura de capital no mesmo período, porém o cancelaram, verificando se houve ou não alguma alteração organizacional (governança) ou nos seus níveis de endividamento.

Referências Bibliográficas

AGLIARDI, E. Capital Structure of Innovative Companies in BRICS Countries. **Journal of Corporate Finance Research**, v. 13, n. 3, 2019.

BARBOSA FILHO, M. **Sociedade Anônima Atual**: Comentários e Anotações às inovações trazidas pela Lei nº 10.303/01 ao texto da Lei nº 6404/76. São Paulo: Atlas, 2004.

BRASIL BOLSA BALCÃO – B3. **Guia do IPO**. Disponível em: <https://b3.com.br>. Acesso em: 25 abr.2022.

CHIPETA, C. Post IPO dynamics of capital structure on the Johannesburg Stock Exchange. **Journal of Business Management**, Cape Town, South African, v. 47, pp. 23-31, 2016.

CHOE, H., MASULIS, R. W., NANDA, V. Common stock offerings across the business cycle: theory and evidence. **Journal of Empirical Finance**, v. 1, p. 3-31.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relatório de Ofertas Registradas – Ações IPO**. (Períodos 2020 e 2021). Disponível em: <<https://sistemas.cvm.gov.br/.html>>. Acesso em: 12 abr. 2022.

DAGOSTINI L. *et al.* O comportamento dos indicadores econômico-financeiros justifica a realização de IPO? **X SINCOF Simpósio de Contabilidade e Finanças de Dourados**, UFGD, 2020.

FÁVERO, L. P. *et al.* **Análise de dados**. Modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE) SCNT Sistema de Contas Nacional Trimestral – Séries Históricas. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/>. Acesso em: 12 abr. 2022.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911-922, 1973.

LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J.L. **A lei das S.A.** Renovar. v. 1, 2. ed., 1997.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MURRAY, Z. F. The Pecking Order Theory of Capital Structure **Oxford Research Enciclopedias** (online), 2020, Disponível em: <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190625979.013.606>, Acesso em: 28 jun. 2021.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NGUYEN, H.M.; VUONG, T.H.G.; NGUYEN, T. H.; WU, Y.; WONG, W. Sustainability of Both Pecking Order and Trade-OFF Theories in Chinese Manufacturing Firms. **Sustainability**, v. 12, p. 3883; 2020.

PAMPLONA E.; SILVA, T.P. da. Influência da estrutura de capital no desempenho de empresas brasileiras sob a ótica não linear. **Estudios Gerenciales**, v. 36, n. 157, p. 415-427, 2020.

PEROBELLI, F.C.; BRANDÃO, L.E.T.; SOARES, T.A. Qual o melhor momento para a abertura de capital? **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 337-358, maio-ago. 2014.

PINHEIRO, B.; VASCONCELOS, A.C.; DE LUCCA, M.; CRISÓSTOMO, V. Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&F Bovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, n. 4, outubro-diciembre, p. 451-466, 2017.

ROSSI JÚNIOR, J.L.; MAROTTA, M. Equity Market Timing: Testando através de IPO no Mercado Brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 1, p. 85–101, São Paulo, 2010.

SAMPAIO, T.S.M. *et al.* Aderência a teoria pecking order pelas firmas brasileiras: uma análise multisetorial, **Revista Ambiente Contábil-UFRN**, Natal-RN. v. 13, n. 1, p. 151-180, Jan./Jun. 2021.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. **Journal of financial economics**, v. 51, n. 2, p. 219-244, 1999.

SIMATUPANG, H.; PURWANTI, L.; MARDIATI, E. Determinants of capital structures based on the Pecking Order Theory and Trade-off Theory. **Jurnal Keuangan dan Perbankan**, v. 23, n. 1, p. 84-102. January, 2019.

TRIVOLA, M. Introdução à Estatística. Rio de Janeiro, **Editora Itc**, 1999.

VIEIRA, K. M.; *et al.* Minha empresa e eu: traços de personalidade do empreendedor e escolha da estrutura de capital. **Revista de Administração de Mackenzie**, (eRAMD200300, São Paulo, v. 21, n. 6, 2020.

YAN, J.; WILLIAMS, D.W. Timing is everything? Curvilinear effects of age at entry on new firm growth and survival and the moderating effect of IPO performance. **Journal of Business Venturing**, 2020.