



Concentração de Propriedade e Desempenho em Empresas Brasileiras em Períodos de Oferta Pública Inicial

RESUMO

Objetivo: investigar a relação entre a concentração de propriedade e a variação do desempenho antes e depois da *Initial Public Offering* (IPO) em empresas listadas na B3.

Método: foram utilizados dados do Formulário de Referência de 55 empresas. A variação do desempenho foi avaliada pela diferença entre as medianas do Retorno Sobre o Ativo (ROA) e do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE) dos dois exercícios anteriores e posteriores à IPO. A concentração de propriedade considerou a proporção de ações com direito a voto pertencente ao principal acionista e aos dois principais, e assim por diante, até alcançar a soma dos cinco principais acionistas.

Originalidade/relevância: além da contribuição para a literatura, o estudo diferencia-se de pesquisas nacionais anteriores ao abordar a variação do desempenho antes e depois da IPO, dados os impactos que os processos de abertura de capital podem trazer para as empresas.

Resultados: os resultados sugerem que o desempenho da empresa diminui após a IPO, com base no valor médio do ROA e no valor médio do ROE. No entanto, nenhuma influência estatisticamente significativa da concentração de propriedade foi detectada como determinante na variação de desempenho da empresa brasileira antes e após sua abertura de capital.

Contribuições teóricas/metodológicas: com base na amostra e na presença das variáveis inseridas nas estimações econométricas propostas, observa-se que grandes acionistas controladores parecem não determinar de maneira direta a performance das empresas em períodos próximos a IPO, não alinhando-se às proposições teóricas de estudos anteriores, sugerindo que outros fatores possam interferir nesse comportamento.

Palavras-chave: *Initial Public Offering*; Desempenho; Concentração de propriedade.

How to Cite (APA)

Viana, D. B. C., Jr., Morais, C. R. F. de, Luca, M. M. M. de, & Vasconcelos, A. C. de. (2020). Concentração de Propriedade e Desempenho em Empresas Brasileiras em Períodos de Oferta Pública Inicial. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23 (1), 19-37. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2020v23n1a2

Dante Baiardo Cavalcante Viana

Junior

Instituto Universitário de Lisboa ISCTE-IUL,
Distrito de Lisboa, Portugal
E-mail: dbcvj@iscte-iul.pt

Cinthy Rachel Firmino de Morais

Universidade Federal do Ceará, Ceará, Brasil
E-mail: cinthyarachelf@gmail.com

Márcia Martins Mendes De Luca

Universidade Federal do Ceará, Ceará, Brasil
E-mail: marciammdeluca@gmail.com

Alessandra Carvalho de Vasconcelos

Universidade Federal do Ceará, Ceará, Brasil
E-mail: alevasconcelos.ufc@gmail.com

Recebido: Outubro 30, 2018

Revisado: Fevereiro 24, 2019

Aceito: Novembro 24, 2019

Publicado: Abril 30, 2020



1 INTRODUÇÃO

A competitividade e a necessidade de crescimento levam as firmas a buscar financiamento externo. O mercado de capitais constitui uma fonte relevante desse financiamento, e desempenha papel essencial no crescimento e avanço econômico, especialmente nas economias em desenvolvimento, como o Brasil (Brito & Gartner, 2015; Steffen & Zanini, 2012). Nesse sentido, o processo de abertura de capital constitui proeminente decisão no contexto estratégico. As companhias de capital aberto têm acesso às alternativas que o mercado de capitais proporciona que não estão disponíveis para as empresas de capital fechado e usam as suas próprias ações como moeda para adquirir outras empresas (PWC, 2016). Dentre os benefícios da IPO (*Initial Public Offering* – oferta pública inicial de ações), destacam-se o acesso a novos mercados de crédito, mais poder de barganha com os bancos, mais liquidez e diversificação de portfólio (Biral, 2010).

Acerca dos reflexos da abertura de capital para as empresas, diversos estudiosos apontam mudanças na estrutura de propriedade, em especial no que tange à concentração de capital, em momentos *ex post* à oferta pública de ações (Bruton, Filatotchev, Chahine, & Wright, 2010; Foley & Greenwood, 2010; Helwege, Pirinsky, & Stulz, 2007). A relação entre a concentração de propriedade e o desempenho, também, é assunto amplamente discutido no meio científico. A ideia emerge dos impactos que os custos de agência, oriundos da concentração ou dispersão da propriedade, podem causar no desempenho. No entanto, as discussões acerca da relação, positiva ou negativa, da concentração de propriedade sobre o desempenho não são conclusivas (Okimura, Silveira, & Rocha, 2007). Sob esse enfoque, há evidente distinção entre os países desenvolvidos e os emergentes quanto aos reflexos da concentração de propriedade no desempenho das empresas, isso porque o contexto institucional em que operam os fatores de governança corporativa pode afetar o seu impacto como um sinal para potenciais investidores (Bruton *et al.*, 2010).

Dado o interesse dos investidores nas expectativas de desempenho futuro das empresas quando essas abrem seu capital (Kurtaran & Er, 2008), seria plausível indagar-se sobre o quanto a concentração de propriedade em períodos próximos de IPO poderia explicar o desempenho das companhias. Sob essa perspectiva, diversos estudiosos, apoiados no arcabouço da Teoria da Agência (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976), afirmam haver relação empírica entre a mudança de desempenho após a IPO e a concentração de propriedade no momento dessa operação (Kim, Kitsabunnarat, & Nofsinger, 2004; Kutsuna, Okamura, & Cowling, 2002; Mikkelsen, Partch, & Shah., 1997; Wang, 2005).

Em vista do exposto, este estudo pretende responder à seguinte questão de pesquisa: qual a relação entre a concentração de propriedade e a variação de desempenho nas empresas antes e depois da IPO? Para responder à questão de pesquisa ora proposta, o estudo tem como objetivo principal investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho, antes e depois da IPO, em empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão - B3 S.A. Adicionalmente, pretende-se realizar uma análise setorial do desempenho das empresas em períodos próximos à IPO.

De aspectos descritivos, com abordagem quantitativa, o estudo reúne uma amostra de 55 companhias listadas na B3 que realizaram IPO entre 2004 e 2015. Além de estatísticas descritivas e testes paramétricos e não paramétricos de diferenças de medianas, propõe-se um modelo econométrico adaptado de Wang (2005), considerando-se duas variáveis dependentes como *proxy* para a mensuração da variação do desempenho antes e depois da IPO: o ROA e o ROE. Como variável independente, levou-se em conta a proporção de votos dos maiores acionistas, e, também, foram adicionadas variáveis de controle (tamanho e endividamento).

O estudo justifica-se pela sua contribuição à literatura acerca da relação entre concentração de propriedade e desempenho nas firmas brasileiras, diferenciando-se de pesquisas nacionais anteriores ao abordar a variação do desempenho antes e depois da IPO, dados os impactos que os processos de abertura de capital podem trazer para as empresas. Também, justifica-se pela relevância da temática frente ao mercado, no que diz respeito aos investidores, interessados no desempenho futuro das empresas, especialmente em períodos de IPO.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Concentração de propriedade e desempenho em períodos de IPO

Os reflexos do nível de concentração de propriedade nas políticas de decisão e no desempenho é tema permanente na agenda de produção científica em diversos países. No que tange, especificamente, ao nível de concentração de propriedade e ao desempenho, diversos estudos estrangeiros apontam, empiricamente, uma relação significativa entre as duas variáveis, como demonstrado em pesquisas realizadas no Brasil (Caixe & Krauter, 2013; Campos, 2006; Okimura *et al.*, 2007), nos Estados Unidos (Demsetz & Villalonga, 2001; Fahlenbrach & Stulz, 2009; Gugler, Mueller, & Yurtoglu, 2008; Fahlenbrach & Stulz, 2009), na Espanha (Azofra & Santamaría, 2011; García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2011) e em outros países europeus (Claessens, Djankov, Fan & Lang, 2002).

Essa relação foi analisada, pioneiramente, por Jensen e Meckling (1976), que refletem sobre a Teoria da Agência, por eles considerada capaz de explicar os conflitos entre agente e principal. Carpes e Cunha (2018) explicam que o fator crítico dos conflitos decorre da necessidade, por parte do principal, de monitorar o comportamento do agente, pois, na prática, ao maximizar seu interesse, o agente pode afetar o valor da firma e, conseqüentemente, o retorno sobre o capital nela investido (Freitas, Silva, Oliveira, Cabral, & Santos, 2018). Assim, para as ações realizadas com o intuito de dirimir esses conflitos, decorrem os chamados custos de agência, que têm efeitos diretos no desempenho das empresas (Jensen & Meckling, 1976), os quais podem ser mitigados, inclusive, em função do nível de concentração de propriedade da organização.

Nessa discussão, acredita-se que as firmas com níveis mais altos de concentração de propriedade transmitem para o mercado a ideia de uma melhor governança corporativa, partindo-se do pressuposto de que os proprietários de grandes lotes de ações são mais exigentes na cobrança da adoção de eficientes mecanismos de governança para controlar as decisões administrativas (Hitt, Ireland, & Hoskisson, 2008). Segundo essa perspectiva, diversos estudiosos encontraram evidências empíricas de relações positivas entre concentração de propriedade e desempenho (Gugler *et al.*, 2008; Helwege *et al.*, 2007; Jain & Kini, 1994).

No entanto, outros pesquisadores, como Sonza e Kloeckner (2013), apontam resultados contrários, ou seja, relação inversa entre o nível de concentração de propriedade do capital da empresa e o seu desempenho. Haveria, dessa forma, evidente distinção entre os países desenvolvidos e os emergentes quanto à relação entre concentração de propriedade e desempenho. Nessa discussão, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) opinam que, em países desenvolvidos, geralmente ligados ao sistema *Common Law*, os problemas de agência dar-se-iam entre gestores e acionistas, enquanto em países de economia menos desenvolvida, classificados como emergentes, e comumente associados ao sistema *Code Law* – de direito codificado –, os problemas maiores ocorreriam entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, isso porque haveria baixa proteção legal a acionistas minoritários, o

que ocasionaria problemas de agência ligados a conflitos entre acionistas majoritários e minoritários.

Nesse cenário, os acionistas controladores podem expropriar o fluxo de caixa da empresa de várias formas, incluindo-se o pagamento de *pro-labores* excessivos, a autonegação em cargos executivos privilegiados, a ocupação de posições no conselho por eles próprios ou por familiares e a transferência de ações com desconto ou o ato de *insider trading*. Além disso, podem obter benefícios, como utilizar os ativos da empresa em garantia de transações pessoais e tomar empréstimos de fundos da empresa com vantagens especiais (Okimura *et al.*, 2007).

Dessa forma, a concentração de propriedade como variável capaz de explicar o desempenho teria duplo efeito sobre as empresas, atuando ora positivamente, ao conter problemas de agência entre principal e agente, ora negativamente, ao fomentar divergências entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Esses dois fenômenos são definidos como efeito-alinhamento e efeito-entricheiramento, respectivamente (Andrade & Rossetti, 2012).

O efeito-alinhamento pode ser entendido como o fato de a concentração acionária gerar um efeito positivo no desempenho da empresa, por meio de possível diminuição dos custos de agência. Assim, a elevação na concentração de propriedade em posse dos gestores poderia aumentar o valor de mercado da empresa, porque demonstraria para os investidores uma solução positiva para os custos de agência, devido ao maior alinhamento entre os interesses dos gestores e os dos acionistas (Andrade & Rossetti, 2012).

Por sua vez, para o efeito-entricheiramento, a alta concentração de propriedade pode permitir que os acionistas controladores, em função do seu poder de controle, expropiem a riqueza dos acionistas minoritários, por meio de práticas como o pagamento excessivo de *pro-labores* ou outros benefícios e a resistência a ações vantajosas para os demais acionistas. Assim, a partir de certa proporção de concentração acionária, os custos de agência intensificam-se, o que faz diminuir o valor da firma (Andrade & Rossetti, 2012).

Sob essa perspectiva, Bruton *et al.* (2010) alertam que diversos problemas de agência podem ocorrer no momento de uma IPO. Os autores comentam que a escassez de informações do histórico operacional da firma no momento da IPO, por exemplo, faz com que os julgamentos acerca da saúde econômico-financeira da empresa sejam limitados, o que poderia incentivar práticas de gerenciamento de resultados por parte da sua gestão, no sentido de “inflar” as expectativas sobre o real valor da empresa.

Assim, dada a complexidade dos processos de IPO, devem ser considerados fatores como (i) o nível de preparação da empresa para atender às exigências legais, (ii) a sua estrutura societária, (iii) a equipe interna que trabalhará no pré-IPO e no pós-IPO, (iv) a conjuntura do mercado e (v) os custos (PWC, 2016).

Para se compreender melhor esse processo e suas implicações, foram realizados alguns estudos nacionais e estrangeiros sobre a IPO, com diferentes enfoques (Al-Shammari, O'Brien, & Albusaidi, 2013; Boonchuaymetta & Chuanrommanee, 2013; Hanafi & Setiawan, 2018; Kalil & Benedicto, 2018; Kutsuna *et al.*, 2002; Otero & Iturriaga, 2018; Silva, Lucena & Paulo, 2017; Wang, Cao, Liu, Tang, & Tian, 2015).

Acerca da relação entre o nível de internacionalização e o desempenho em períodos de IPO, Al-Shammari *et al.* (2013) analisaram 298 empresas que realizaram IPO em 1997, 1998, 2001 e 2002, nas bolsas de valores dos EUA. Para a amostra e os períodos estudados, confirmou-se a hipótese de que o grau de internacionalização está positivamente associado à subavaliação da IPO. Ademais, os autores apontaram o nível de concentração de propriedade como forte influenciador para explicar o desempenho.

Com uma amostra de 137 companhias registradas na Bolsa de Valores de Tóquio que realizaram IPO em 1996 e 1997, Kutsuna *et al.* (2002) investigaram a influência da concentração de propriedade sobre o desempenho, antes e depois da operação. Os resultados revelaram que, quanto menor for a concentração de propriedade no ano de realização da IPO, menor será o desempenho da empresa após a IPO.

Wang *et al.* (2015) investigaram a relação entre estrutura de propriedade e desempenho das ações das empresas não estatais da China que realizaram IPOs nas bolsas de valores de Xangai e Shenzhen, no período de 2002 a 2010. Os resultados evidenciam que o conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários continua sendo o principal problema de agência, em consequência da prática de entrenchamento, o que afeta negativamente o desempenho das ações nos períodos pós-IPO.

Boonchuaymetta e Chuanrommanee (2013) analisaram a relação entre concentração de propriedade e desempenho, em períodos próximos às IPOs, em 153 IPOs na Bolsa de Valores da Tailândia, no período de 2001 a 2011. Os resultados apontam que, mesmo com alta concentração de propriedade pós-IPO, não foi constatada influência no *underpricing* das IPOs, sendo a maioria das ações controlada por empresas familiares, fato que impede a livre concorrência no mercado tailandês.

Com base em uma amostra de 72 firmas, Otero e Iturriaga (2018) analisaram a influência da estrutura de propriedade na valorização dos IPOs no mercado de capitais espanhol, no período de 1998 a 2013. As análises da pesquisa sinalizam que a concentração de propriedade resulta em *underpricing* das IPOs.

Hanafi e Setiawan (2018) investigaram o efeito da concentração de propriedade e da propriedade institucional sobre a *underpricing* da IPO de 182 empresas listadas na Bolsa de Valores da Indonésia, entre os anos de 2006 a 2015, e identificaram que o efeito negativo da propriedade institucional sobre a *underpricing* da IPO é mais forte quando o nível de propriedade institucional é baixo.

No cenário brasileiro, Silva, Lucena e Paulo (2017) verificaram o desempenho econômico-financeiro após a abertura de capital de todas as empresas que realizaram IPO durante o período de 2004 a 2012. Os achados da pesquisa apontaram relação positiva entre o retorno anormal das IPOs e o desempenho econômico-financeiro das empresas analisadas.

Ainda, no cenário brasileiro, Kalil e Benedicto (2018) discutiram os impactos da IPO no desempenho econômico-financeiro de empresas listadas na B3, por meio da avaliação de 28 empresas que realizaram IPO durante o período de 2008 a 2013. As análises da pesquisa sinalizaram que a realização da IPO gerou impacto positivo no crescimento das receitas líquidas de vendas. Em contrapartida, a IPO resultou em impacto negativo no desempenho das empresas em termos de rentabilidade dos ativos e patrimônio líquido.

2.2 Hipótese do estudo

Wang (2005) apresenta evidências empíricas de que a concentração de propriedade no ano em que a empresa realiza IPO é determinante na variação do desempenho antes e depois dessa operação. Considerando-se os problemas de agência ocorridos no Brasil referentes à concentração de propriedade como sinal crítico dos embates entre acionistas majoritários e minoritários, Bruton *et al.* (2010) entendem ser possível supor uma preocupação dos investidores acerca da estrutura de propriedade por ocasião da IPO, o que diverge do cenário de países desenvolvidos, onde a concentração de propriedade surge como solução para a redução dos conflitos de agência entre gestores e acionistas.

Nesse sentido, Campos (2006) aponta uma relação inversa entre desempenho e concentração de propriedade nas empresas brasileiras, também corroborando resultados

empíricos obtidos por Okimura *et al.* (2007), ou seja, quanto mais concentrada é a empresa, e, conseqüentemente, maiores são os problemas de agência, no caso brasileiro, menor seria o seu desempenho.

Na esteira dos achados de Campos (2006) e Okimura *et al.* (2007), Kim *et al.* (2004) identificaram resultados empíricos de correlações negativas entre desempenho e concentração de propriedade em empresas da Tailândia – país considerado de baixa proteção legal a acionistas minoritários – e concluíram que as empresas de propriedade mais concentrada no ano de IPO tendem a piorar seus desempenhos depois da operação. No mesmo sentido, e analisando dados de 371 empresas presentes no *ranking* Fortune 500, Morck, Shleifer e Vishny (1988) encontraram evidências empíricas de correlação inversa entre desempenho e concentração de propriedade.

Tais resultados contrariam aqueles apresentados por Gugler *et al.* (2008), Helwege *et al.* (2007) e Jain e Kini (1994), que apontam correlações positivas entre a mudança positiva de desempenho em empresas dos EUA depois de IPO e a concentração de propriedade no momento de sua implementação, o que também se observa em resultados encontrados em pesquisas envolvendo empresas britânicas, segundo Leech e Leahy (1991).

Dessa forma, poder-se-ia supor que as empresas brasileiras que apresentam menor concentração de propriedade no momento da IPO sinalizariam para o mercado menos problemas de agência e, conseqüentemente, obteriam maiores volumes de arrecadação financeira, ajudando a melhorar seu desempenho futuro. Em acréscimo, conforme argumentam Andrade e Rossetti (2012), no atual cenário brasileiro, haveria menos custos de agência em empresas com estrutura de propriedade menos concentrada, também impulsionando o desempenho após a implementação da IPO.

Diante do exposto, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese: A concentração de propriedade é capaz de influenciar a variação de desempenho em empresas brasileiras antes e depois da IPO.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa classifica-se, quanto aos objetivos, como descritiva, pois objetiva descrever a variação do desempenho antes e depois das IPOs das empresas e sua relação com a concentração de propriedade no momento da operação (Gray, 2012). No que tange a sua natureza, classifica-se como quantitativa, e, quanto aos procedimentos, como documental, em que se adota a coleta de dados secundários, extraídos do banco de dados Economatica®, das Demonstrações Financeiras Padronizadas e de informações disponíveis nos sítios eletrônicos da B3 e da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Com foco no objetivo de investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho em períodos de IPO, o estudo adota como variável dependente a variação do desempenho antes e depois da operação, sendo o desempenho mensurado por meio de dois indicadores de rentabilidade: o ROA (*Return on Asset*) e o ROE (*Return on Equity*). Como variável independente, utilizou-se a concentração de propriedade no momento t-1 em relação à IPO – ano anterior mais próximo antes da abertura de capital. Para se garantir mais robustez aos resultados, adicionalmente, foram selecionadas as seguintes variáveis de controle, referentes ao ano em que as empresas abriram seu capital: tamanho (TAM), endividamento (ENDIV), rentabilidade (LL), volume de negociações (VOLNEG) e crise financeira (CRISE), além de efeitos fixos dos setores econômicos das empresas.

A população do estudo compreende as 134 companhias listadas que realizaram IPO entre 2004 e 2015. Desse grupo, foram excluídas aquelas que não apresentaram os dados

necessários para a operacionalização das variáveis, na Economatica[®] e no Formulário de Referência, principais fontes de dados desta pesquisa. Nesse sentido, ressalte-se a restrição de dados das empresas antes da abertura de capital, que dificultou o acesso a informações econômico-financeiras de anos anteriores à operação, necessárias para o cálculo da variação do desempenho de um espaço temporal anterior mais ampliado. Assim, a amostra reúne 55 empresas, considerando-se os dados obtidos de dois anos anteriores e de dois anos posteriores à ocorrência da IPO.

A Figura 1 apresenta a operacionalização das variáveis, o embasamento de estudos anteriores que fundamentam a *proxy* de cada variável, os efeitos fixos do setor e as fontes dos dados.

Tipo de variável	Métrica	Operacionalização	Referência	Fonte
Dependente	Varição do ROA (Δ ROA)	Diferença entre as medianas do ROA dois anos antes e dois anos depois da IPO	Bruton <i>et al.</i> (2010) Kurtaran e Er (2008) Wang (2005)	Economatica [®] e <i>website</i> da CVM
	Varição do ROE (Δ ROE)	Diferença entre as medianas do ROE dois anos antes e dois anos depois da IPO	Bruton <i>et al.</i> (2010) Kurtaran e Er (2008) Wang (2005)	
Independente	Concentração de propriedade (CONC ₁₋₅)	Proporção de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista e aos dois principais acionistas, e assim por diante, até alcançar os cinco principais acionistas somados	Caixe e Krauter (2013) Crisóstomo e Pinheiro (2016) Crisóstomo e Freire (2015) Li, Lu, Mittoo e Zhang (2015) Farooq e Zaroauli (2016)	
Controle	Tamanho (TAM)	Logaritmo neperiano do ativo	Abdullah, Percy e Stewart (2015) Braam, Weerd, Hauck e Huijbregts (2016) Ji, Lu e Qu (2015) Muttakin e Khan (2014)	Economatica [®]
	Endividamento (ENDIV)	Passivo / Ativo	Crisóstomo e Pinheiro (2016) Teixeira, Nossa e Funchal (2011)	Economatica [®]
	Rentabilidade (LL)	Lucro Líquido / Ativo	Martinez e Martins (2016)	Economatica [®]
	Volume de negociações (VOLNEG)	Logaritmo natural do volume total de negociações na IPO	Jain e Kini (1995) Mauad e Forte (2017)	<i>Website</i> da CVM
	Crise (CRISE)	<i>Dummy</i> com valor 1 para os anos 2008 e 2009, e zero nos demais casos	Oreiro (2017) Paula e Pires (2017)	
	Setor (SETOR)	<i>Dummies</i> de setores		<i>Website</i> da B3

Figura 1. Variáveis dependentes, independentes e de controle: *proxies*, referências e fonte dos dados

Inicialmente, realizaram-se estatísticas descritivas das variáveis dependentes, independentes e de controle. Para a análise da influência da concentração de propriedade sobre a variação de desempenho antes e depois da IPO, estimou-se um modelo de regressão

múltipla em mínimos quadrados ordinários (MQO), adaptado de Wang (2005), conforme Equação 1.

$$\Delta\text{DESEMP}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONC}_{1-5i} + \beta_2\text{TAM}_i + \beta_3\text{ENDIV}_i + \beta_4\text{LL}_i + \beta_5\text{VOLNEG}_i + \beta_6\text{CRISE}_i + e_i \quad (\text{Equação 1})$$

em que:

ΔDESEMP representa a variação do ROA (ΔROA) e do ROE (ΔROE) dois anos antes e dois anos depois da IPO;

CONC_{1-5} representa a proporção de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista, aos dois principais acionistas, e assim por diante, até alcançar os cinco principais acionistas somados, no momento t-1 em relação à IPO;

TAM representa o tamanho;

ENDIV representa o endividamento;

LL representa a rentabilidade do ativo;

VOLNEG representa o volume total de recursos captados pelas empresas na data da IPO;

CRISE representa a crise financeira internacional do *subprime*;

β representa os coeficientes do modelo;

e representa o termo de erro; e

i representa a empresa.

Ressalte-se a atenção dada pelo estudo quando da não violação dos pressupostos básicos (i) da normalidade dos dados, (ii) da não presença do efeito de multicolinearidade e (iii) da ausência de heterocedasticidade. A normalidade dos dados foi alcançada com base nos pressupostos do Teorema do Limite Central, devido ao considerável número de observações (Gujarati & Porter, 2011). No que diz respeito à multicolinearidade, foram aplicados testes de correlação entre as variáveis, e, também, foi calculado o fator de inflação da variância (VIF - *Variance Inflation Factor*) para cada variável, estipulando-se como regra geral o descarte de variáveis com VIF superior a 10. Por fim, procedeu-se ao teste de Breusch e Pagan (1979) para o diagnóstico de heterocedasticidade dos resíduos. Os modelos com presença de heterocedasticidade foram ajustados por meio da correção de White (1980).

Saliente-se que todas as análises estatísticas foram realizadas com o auxílio do *software* Stata, versão 12.0.

4 RESULTADOS

Com a finalidade de ajudar a compreender melhor os dados, a Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis dependentes, independentes e de controle adotadas na pesquisa.

No que tange às variáveis dependentes (ΔROA e ΔROE), observa-se, na Tabela 1, que ambas apresentaram médias negativas, indicando que, em média, as empresas da amostra sofreram queda de desempenho após a IPO. No mesmo sentido, observa-se, ainda, uma média negativa da variável de controle LL, indicando que, em média, as empresas da amostra apresentam resultados negativos no ano da IPO.

Ainda na Tabela 1, destaca-se a média 43,8808 da variável CONC1, referente à proporção de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista, que mostra a elevada concentração acionária do mercado brasileiro, fato esse reforçado pelas demais variáveis representantes da concentração de propriedade (CONC2 a CONC5), corroborando estudos nacionais sobre a temática (Crisóstomo & Pinheiro, 2016).

Tabela 1

Estatística descritiva das variáveis dependentes, independentes e de controle

Variável	Número de empresas	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão	Coefficiente de variação
Δ DESEMP – ROA	55	-0,0227	0,1115	-0,1815	0,0649	-2,8547
Δ DESEMP – ROE	55	-0,0581	1,1565	-0,7874	0,2468	-4,2450
CONC 1	55	43,8808	100,00	3,2900	24,1402	0,5501
CONC 2	55	58,1738	100,00	18,350	22,8699	0,3931
CONC 3	55	64,8470	100,00	26,530	20,4481	0,3153
CONC 4	55	69,2670	100,00	26,530	19,6260	0,2833
CONC 5	55	72,1432	100,00	26,530	19,1747	0,2658
TAM	55	1,1359	1,2933	1,0181	0,0473	0,0417
ENDIV	55	0,6550	0,9472	0,0464	0,1998	0,3050
LL	55	-0,4498	0,4941	-26,4759	3,57553	-7,9501
VOLNEG	55	20,1572	23,3021	17,8666	0,72540	0,0359

Ressalte-se que, em estudo sobre o valor médio de concentração de propriedade em países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru), no período de 2007 a 2014, Gonzalez, Molina, Pablo e Rosso (2017) verificaram que os acionistas majoritários possuem 44% do capital das empresas. Porém, em mercados desenvolvidos, como nos Estados Unidos, os *blockholders* detêm, em média, 35% das ações das empresas (Holderness, 2006) e, no Canadá, os acionistas majoritários detêm 25,2% das ações das empresas listadas em bolsa (Erickson, Park, Reising, & Shin, 2005).

As variáveis TAM, ENDIV e VOLNEG apresentaram coeficientes de variação 0,0417, 0,305 e 0,0359, respectivamente, o que confirma a homogeneidade da amostra quanto a esses atributos.

Almejando-se um nível mais alto de detalhamento da rentabilidade das empresas em períodos próximos à IPO, a Tabela 2 apresenta as medianas do ROA das empresas da amostra dois anos antes e dois anos depois da operação. Os dados foram segregados por setor econômico, conforme metodologia de classificação adotada pela [B]³, para maior detalhamento nas análises.

Tabela 2

Teste *u* de Mann Whitney: ROA das empresas da amostra, por setor

	Setor (1)	Setor (2)	Setor (3)	Setor (4)	Setor (5)	Setor (6)	Total
Número de empresas	13	3	12	14	5	8	55
Mediana 2 anos antes da IPO	0,0571	0,0776	0,0622	0,0225	0,0312	0,0109	0,0354
Mediana 1 ano antes da IPO	0,0250	0,1013	0,0352	0,0313	0,0841	0,0931	0,0385
Mediana total antes da IPO	0,0456	0,0965	0,0399	0,0243	0,0426	0,0336	0,0365
Mediana 1 ano depois da IPO	0,0526	0,0644	0,0159	0,0289	0,0055	0,0426	0,0308
Mediana 2 anos depois da IPO	0,0715	0,0737	0,0253	0,0344	-0,0332	0,0649	0,0480
Mediana total depois da IPO	0,0658	0,0690	0,0209	0,0318	0,0039	0,0586	0,0375
Diff. ROA	0,0202	-0,0275**	-0,0190**	0,0075	-0,0387*	0,0250	0,0010

Nota. Setor (1): Construção e transporte; Setor (2): Consumo cíclico; Setor (3): Consumo não cíclico; Setor (4): Financeiro e outros; Setor (5): Materiais básicos; Setor (6): Utilidade pública.

* Significância de 10%; ** Significância de 5%; *** Significância de 1%.

Na Tabela 2, observa-se, no geral, redução do desempenho no momento pós-IPO, ao se comparar a mediana antes e após a IPO para os setores (2), (3) e (5), confirmando-se com o teste de comparação entre medianas, em que foram verificadas diferenças significativas entre as distribuições dos valores da amostra nos dois momentos. Para os demais setores, (1), (4) e (6), embora seja observado movimento oposto – aumento do ROA no período pós-IPO –, os resultados do teste *u* não revelam diferenças significativas entre as medianas. Assim, não é possível afirmar que houve aumento do desempenho para tais empresas.

Na mesma linha de raciocínio, a Tabela 3 explicita as medianas do ROE das empresas da amostra, por setor, dois anos antes e dois anos depois da IPO.

Tabela 3

Teste *u* de Mann Whitney: ROE das empresas da amostra, por setor.

	Setor (1)	Setor (2)	Setor (3)	Setor (4)	Setor (5)	Setor (6)	Total
Número de empresas	13	3	12	14	5	8	55
Mediana 2 anos antes da IPO	0,1000	0,0735	0,0846	0,0175	0,1841	0,0664	0,0776
Mediana 1 ano antes da IPO	0,1435	0,0132	0,1661	0,1559	0,0025	0,1857	0,1331
Mediana total antes da IPO	0,1056	0,0433	0,1169	0,0799	0,0931	0,0948	0,0917
Mediana 1 ano depois da IPO	0,0604	0,0004	0,0830	0,0638	0,0558	0,1049	0,0655
Mediana 2 anos depois da IPO	0,0623	-0,1297	0,1080	0,0790	0,0908	0,1500	0,0912
Mediana total depois da IPO	0,0614	-0,0060	0,0971	0,0711	0,0619	0,1263	0,0825
Diff. ROE	-0,0442	-0,0493***	-0,0198	-0,0088	-0,0312	0,0315	-0,0091*

Nota: Setor (1): Construção e transporte; Setor (2): Consumo cíclico; Setor (3): Consumo não cíclico; Setor (4): Financeiro e outros; Setor (5): Materiais básicos; Setor (6): Utilidade pública.

* Significância de 10%; ** Significância de 5%; *** Significância de 1%.

Na Tabela 3, nota-se, assim como ocorreu com o ROA (Tabela 2), também, redução do desempenho ao se comparar as medianas do ROE do período pré-IPO com as do período pós-IPO, considerando-se as medianas totais, visto que se mostraram significativamente inferiores, ao nível de 10%. Ressalte-se que, individualmente, apenas o setor Consumo cíclico apresentou diferença significativa ao nível de 1%, mas é o setor com menor número de empresas em relação à amostra total.

Diante disso, este estudo levanta indícios de prática de gerenciamento de resultados das empresas em períodos próximos à IPO, já que tais empresas exibem melhor desempenho para o mercado antes da IPO e, por conseguinte, pioram seus resultados posteriormente, corroborando os resultados apresentados por Domingos (2014).

Com o propósito de investigar os efeitos do contexto econômico sobre a variação do desempenho das empresas em períodos antes e depois da IPO, apresenta-se a Tabela 4, com as medianas do ROA e ROE, por ano de IPO.

A partir da Tabela 4, não foram observadas diferenças estatisticamente significantes, segundo o teste empregado, ao se comparar as medianas do ROA de períodos antes da IPO com as medianas de períodos depois da IPO, embora esse índice tenha apresentado variações (positivas e negativas) nos diferentes anos da análise.

No que tange ao ROE, observam-se variações negativas das medianas estatisticamente significantes ao nível de 10%, nos anos de 2007 e 2010, períodos que antecedem e sucedem, respectivamente, a crise econômica internacional ocorrida nos anos de 2008 e 2009 (Oreiro, 2017).

Tabela 4

Teste *u* de Mann Whitney: ROA e ROE das empresas da amostra, por ano de IPO

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2013
Número de empresas	3	3	13	27	1	3	2	3
ROA								
Mediana total antes da IPO	0,0466	0,0171	0,0569	0,0305	-	0,0745	0,0335	0,0213
Mediana total depois da IPO	0,0644	0,0598	0,0416	0,0265	-	0,0726	0,1179	-0,0101
Diff. ROA	0,0178	0,0427	-0,0153	-0,0040	-	-0,0019	0,0844	-0,0314
ROE								
Mediana total antes da IPO	0,1709	0,0434	0,0307	0,1274	-	0,1008	0,0860	0,0399
Mediana total depois da IPO	0,1471	-0,0002	0,0996	0,0614	-	0,0402	-0,0051	0,1483
Diff. ROE	-0,0238	-0,0436	0,0689	-0,0660*	-	-0,0606	-0,0911*	0,1084

* Significância de 10%; ** Significância de 5%; *** Significância de 1%.

Ressalta-se, ainda, que 2008 foi o ano em que se observou o menor número de IPO no período analisado (1 observação). Paula e Pires (2017) retratam o ano de 2008, no Brasil, como o momento marcado pela saída de capitais estrangeiros aplicados em bolsa e redução da oferta de crédito externo para bancos e empresas, devido aos efeitos da crise financeira internacional sobre o mercado de capitais brasileiro.

No sentido de detectar problemas de multicolinearidade entre as variáveis, a Tabela 5 apresenta a matriz de correlação respectiva.

Na Tabela 5, observa-se uma correlação positiva da variável Δ ROA e da variável Δ ROE, em relação às cinco variáveis de concentração de propriedade das empresas da amostra, com destaque para o fato de que a correlação não foi estatisticamente significativa ao nível de 90% de confiança e, portanto, não confirma a relação evidenciada. Gaur, Bathula e Singh (2015), ao investigarem a relação entre concentração de propriedade e desempenho das empresas da Nova Zelândia, entre os anos de 2004 e 2007, e Machek e Kubíček (2018), ao explorarem o caso de empresas tchecas, no período de 2007 a 2015, também encontraram correlação entre o desempenho e a concentração de propriedade.

Após as estatísticas descritivas e outras análises, realizou-se a estimação dos parâmetros do modelo econométrico proposto, conforme a Tabela 6.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 6, constata-se que nenhuma das variáveis relativas à concentração de propriedade das empresas apresenta significância para explicar a variação de desempenho das empresas quanto ao ROA antes e depois da IPO. Esses resultados contrariam as evidências empíricas apontadas por Wang (2005), não se confirmando, portanto, a hipótese de pesquisa proposta de que a concentração de propriedade é capaz de influenciar a variação do desempenho antes e depois da IPO das empresas brasileiras.

Ainda com base nos resultados da Tabela 6, quanto às variáveis de controle selecionadas, apenas a variável LL apresentou significância, com coeficiente positivo. Assim, tendo por base as empresas da amostra selecionada, sugere-se que, em média, quanto maior for o nível de rentabilidade no ano de abertura do capital, maior será a variação do desempenho antes e depois da IPO. Por último, destaca-se ainda o R^2 com valores semelhantes para todas as estimações propostas.

Tabela 5
Matriz de correlação das variáveis do modelo

	AROA	AROE	CONC1	CONC2	CONC3	CONC4	CONC5	TAM	ENDIV	LL
AROA	10,0000									
AROE	-0,0828	10,0000								
CONC1	0,1453	0,1428	10,0000							
CONC2	0,1412	0,0965	0,9165***	10,0000						
CONC3	0,0942	0,0185	0,7477***	0,9179***	10,0000					
CONC4	0,1	0,0248	0,6702***	0,8541***	0,9707***	10,0000				
CONC5	0,1109	0,0206	0,5847***	0,7737***	0,9215***	0,9794***	10,0000			
TAM	0,0519	0,1191	0,0162	0,1372	0,1536	0,1074	0,1006	10,0000		
ENDIV	0,0017	-0,127	-0,0009	0,017	-0,0402	-0,0656	-0,074	0,4714***	10,0000	
LL	0,2580*	-0,041	0,2670**	0,2855**	0,1536	0,1297	0,1042	-0,0425	0,182	10,0000
VNEG	-0,1143	-0,125	0,0744	0,0774	0,0278	0,0316	0,0324	-0,1391	-0,0587	0,1098

* Significância de 10%; ** Significância de 5%; *** Significância de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 6

Efeito da concentração de propriedade sobre o desempenho antes e após a IPO (Δ ROA)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Cons</i>	0,0424 (0,26)	0,0026 (0,27)	-0,0095 (0,27)	-0,0152 (0,26)	-0,0178 (0,26)
CONC1	0,0005 (0,00)				
CONC2		0,0002 (0,00)			
CONC3			0,0002 (0,00)		
CONC4				0,0003 (0,00)	
CONC5					0,0003 (0,00)
TAM	-0,0064 (0,01)	-0,0070 (0,01)	-0,0070 (0,01)	-0,0069 (0,01)	-0,0070 (0,01)
ENDIV	0,0154 (0,05)	0,0175 (0,05)	0,0184 (0,05)	0,0190 (0,05)	0,0197 (0,05)
LL	0,0039*** (0,00)	0,0034*** (0,00)	0,0033*** (0,00)	0,0033*** (0,00)	0,0034*** (0,00)
VOLNEG	0,0002 (0,01)	0,0030 (0,01)	0,0034 (0,01)	0,0035 (0,01)	0,0034 (0,01)
CRISE	-0,0021 (0,02)	0,0039 (0,02)	0,0045 (0,02)	0,0041 (0,02)	0,0036 (0,02)
<i>Dummy Setor</i>	Inserida	Inserida	Inserida	Inserida	Inserida
<i>N</i>	55	55	55	55	55
<i>Teste F</i>	6,71***	6,64***	6,54***	6,49***	6,53***
<i>R²</i>	0,2119	0,1945	0,1935	0,1946	0,1960

* Significância de 10%; ** Significância de 5%; *** Significância de 1%.

Dessa forma, levando em conta todos os resultados apresentados, não se pode aceitar a hipótese de pesquisa, pois não foi observada uma influência estatisticamente significativa da concentração de propriedade na variação do desempenho das empresas antes e depois da IPO.

5 DISCUSSÃO

Quanto às análises descritivas, em geral, destaque-se que a variação negativa e significativa das variáveis de desempenho analisadas ratifica o achado em estudos anteriores. Assim, os resultados empíricos de Biral (2010), Kutsuna *et al.* (2002) e Wang (2005), por exemplo, apontam na mesma direção do comportamento dos dados apresentados nesta investigação. A explicação para esse fato emana da concepção de que as empresas gerenciam seus resultados antes da abertura de capital, na perspectiva de enviar sinais de melhor desempenho para o mercado, com o objetivo de conseguir melhor negociação na IPO (Bruton *et al.*, 2010; Domingos, 2014).

Entretanto, no que se refere às estimações econométricas, sinaliza-se que a concentração de propriedade não é capaz de influenciar a variação do desempenho antes e depois da IPO das empresas brasileiras, não se alinhando às proposições teóricas de estudos anteriores, também no cenário brasileiro (Campos, 2006; Okimura *et al.*, 2007; Kim *et al.*, 2004). Dessa forma, com base nas empresas da amostra e na presença das variáveis de controle inseridas nas estimações, sugere-se que a presença de grandes controladores parece não interferir no desempenho futuro da empresa brasileira após a sua abertura de capital.

Ao se analisar um conjunto maior de variáveis de controle na relação principal avaliada, os resultados apresentados neste estudo abrangem um conjunto de fenômenos além daqueles sugeridos teoricamente pela literatura nacional sobre a temática, o que, em parte, poderia explicar a divergência frente a estudos com empresas brasileiras que analisaram situações semelhantes.

6 CONCLUSÃO

O estudo teve como objetivo geral investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho nas empresas listadas na [B]³, antes e depois da implementação da IPO. Desse modo, com o desígnio de atingir tal objetivo, realizou-se uma pesquisa quantitativa, a partir de dados secundários coletados na Economatica®, nas Demonstrações Financeiras Padronizadas e em informações disponíveis no sítio eletrônico da B3 e da CVM. Com isso, chegou-se a uma amostra de 55 empresas que realizaram IPO entre 2004 e 2015 e que apresentaram todos os dados econômico-financeiros para o período analisado.

Inicialmente, os dados das empresas sugerem que, em geral, o desempenho medido pelo ROA diminui depois da IPO. No mesmo sentido, constatou-se, também, redução do desempenho tendo por base o valor médio do ROE do período anterior à IPO e do período a ela posterior.

A fim de investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho nas empresas em períodos de IPO, tomou-se como variável dependente a variação do desempenho antes e depois da IPO, medido pelo ROA e pelo ROE. Como variável independente, empregou-se a concentração de propriedade nas empresas no exercício anterior mais próximo antes da IPO, além das variáveis de controle tamanho, endividamento, rentabilidade, volume de negociações na IPO, crise financeira e, ainda, efeitos fixos de setor.

Alinhando-se aos resultados das estatísticas descritivas e dos coeficientes de correlação, os resultados da regressão não apontaram influência na variação de desempenho das empresas antes e depois da IPO, ao se considerar as variáveis de desempenho ROA e ROE analisadas.

Portanto, com base nas empresas da amostra que realizaram IPO no período de 2004 a 2015, e a partir do modelo estatístico utilizado, observa-se que, de fato, grandes acionistas controladores parecem não determinar, de maneira direta, o desempenho das empresas em períodos próximos à abertura de capital, contrariando as expectativas apresentadas pela literatura científica. Dessa forma, sugere-se que outros fatores, não analisados neste estudo, sejam capazes de interferir nesse comportamento, como variáveis macroeconômicas ou ambiente institucional.

Assim, os achados da pesquisa contribuem para a ampliação da literatura que trata de IPO, no que diz respeito a concentração de propriedade e a desempenho nos períodos anteriores e posteriores à IPO, haja vista que as pesquisas que abordam o tema ainda são escassas na atual agenda de produção científica brasileira.

Para pesquisas posteriores, sugere-se a inclusão de outros índices de desempenho que melhor possam explicar a relação desse com a concentração de propriedade, como, por exemplo, métricas relacionadas ao valor de mercado das empresas ou, mesmo, indicadores de aspectos financeiros. Nesse sentido, sugere-se, ainda, a realização de estudos *cross-countries*, que envolvam o Brasil e outros países, na perspectiva de melhor entender os impactos oriundos de ambientes institucionais, econômicos e culturais distintos sobre concentração de propriedade e desempenho.

REFERÊNCIAS

- Abdullah, W. A. W., Percy, M., & Stewart, J. (2015). Determinants of voluntary corporate governance disclosure: evidence from Islamic banks in the southeast Asian and the gulf cooperation council regions. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 262-279. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2015.10.001>.
- Al-Shammari, H. A., O'Brien, W. R., & Albusaidi, Y. H. (2013). Firm internationalization and IPO firm performance: the moderating effects of firm ownership structure. *International Journal of Commerce and Management*, 23(3), 242-261. <https://doi.org/10.1108/IJCoMA-03-2013-0029>.
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2012). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Azofra, V., & Santamaría, M. (2011). Ownership, control, and pyramids in Spanish commercial banks. *Journal of Banking & Finance*, 35(6), 1464-1476. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.029>.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Biral, R. A. F. (2010). *A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas? Evidência da onda de IPOs 2004-2008*. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Boonchuaymetta, E., & Chuanrommanee, W. (2013). Management of the IPO performance in Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 273-284. <http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.05.004>.
- Braam, G. J. M., Weerd, L. U., Hauck, M., & Huijbregts, M. A. J. (2016). Determinants of corporate environmental reporting: the importance of environmental performance and assurance. *Journal of Cleaner Production*, 19(12), 1306-1314. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2011.00330.x>.
- Brito, B. M. B., & Gartner, I. R. (2015). Underpricing nas ofertas públicas iniciais: evidências empíricas no Brasil (2002-2013). *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 12(3), 168-182.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1979). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Bruton, G. D., Filatotchev, I., Chahine, S., & Wright, M. (2010). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, 31(5), 491-509. <https://doi.org/10.1002/smj.822>.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>.
- Campos, T. L. C. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração*, 41(4), 369-380.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>.
- Carpes, A. M. da S., & Cunha, P. R. (2018). Mecanismos de Governança Corporativa nos Diferentes Ciclos de Vida de Cooperativas Agropecuárias do Sul do Brasil. *Revista*

- Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 80-99. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a5
- Crisóstomo, V. L., & Freire, F. S. (2015). The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. *Review of Business Management*, 17(55), 987-1006. <http://dx.doi.org/10.7819/rbgn.v17i55.2026>.
- Crisóstomo, V. L., & Pinheiro, B. G. (2016). Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, 4(1), 1-30.
- Demsetz, H., & Villalong, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-33. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.26610>.
- Domingos, S. R. M. (2014). *Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil.
- Erickson, J., Park, Y. W., Reising, J., & Shin, H.-H. (2005). Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 387-410. [10.1016/j.pacfin.2004.11.002](https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.11.002)
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2009). Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 342-361. <http://dx.doi.org/10.3386/w13202>.
- Farooq, O., & Zaroauli, I. (2016). Financial centers and ownership concentration: when is ownership concentration value relevant? Evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, (38), 236-245. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.017>.
- Freitas, G. A.; Silva, E. M.; Oliveira, M. C.; Cabral, A. C. de A.; & Santos, S. M. (2018). Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos Listados na B3 em Ambiente de Crise Econômica. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 100-119. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a6
- Foley, C. F., & Greenwood, R. (2010). The evolution of corporate ownership after IPO: the impact of investor protection. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1231-1260. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp069>.
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2011). Firm value and ownership structure in Spanish capital market. *Corporate Governance*, 11(1), 41-53. <http://dx.doi.org/10.1007/s10672-005-6939>.
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance. *Management Decision*, 53(5), 911-931. <http://dx.doi.org/10.1108/md-08-2014-0519>
- Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30, 1-18. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.018>
- Gray, D. E. (2012). *Pesquisa no mundo real*. (2.ed.). Porto Alegre: Penso.
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2008). Insider ownership, ownership concentration and investment performance: an international comparison. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 688-705. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.007>.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. (5. Ed). Porto Alegre: Bookman.
- Hanafi, M. M., & Setiawan, A. (2018). Ownership concentration, institutional ownership, and IPO underpricing: evidence from Indonesia Stock Exchange. *International Journal Of Governance and Financial Intermediation*, 1(1), 3-17. <https://doi.org/10.1504/IJGFI.2018.091476>.
- Helwege, J., Pirinsky, C., & Stulz, R. M. (2007). Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership. *The Journal of Finance*, 62(3), 995-1028. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01229.x>.

- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. (2008). *Administração estratégica*. (2.ed.). São Paulo: Cengage Learning.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1994). The post-issue operating performance of IPO firms. *Journal of Finance*, 49(5), 1699-1726.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1995). Venture Capitalist Participation and the Post-issue Operating Performance of IPO Firms. *Managerial and Decision Economics*, 16, 593-606. <http://10.1002/mde.4090160603>.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Ji, X., Lu, W., & Qu, W. (2015). Determinants and economic consequences of voluntary disclosure of internal control weaknesses in China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 1-17. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.001>.
- Kalil, J. P. A., & Benedicto, G. C. (2018). Impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras na B3. *Race - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 17(1), 197-224. <http://dx.doi.org/10.18593/race.v17i1.16314>.
- Kim, K., Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J. R. (2004). Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 355-381. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00019-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00019-6).
- Kurtaran, A., & Er, B. (2008). The post-issue operating performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 5(4), 50-62. <http://dx.doi.org/10.1002/mde.4090160603>.
- Kutsuna, K., Okamura, H., & Cowling, M. (2002). Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of Nasdaq companies. *Pacific Basin Finance Journal*, 10(2), 163-181. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(01\)00041-5](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(01)00041-5).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Leech, D., & Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418-1437. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00420.x>.
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance: Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, 41, 165-175. <https://doi.org/10.1108/CMS-05-2016-0094>.
- Martinez, A. L., & Martins, V. A. M. (2016). Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 5-22.
- Mauad, R. P., & Forte, D. (2017). Private Equity gera valor ao acionista? Uma análise comparativa de retorno e risco após o IPO. *Revista Brasileira de Finanças (online)*, Rio de Janeiro, 15(1), 26-58.
- Machek, O., Kubíček, A. (2018). The relationship between ownership concentration and performance in Czech Republic. *Journal of International Studies*, 11(1), 177-186. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2018/11-1/13>
- Mikkelsen, W. H., Partch, M. M., & Shah, K. (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *Financial Economics*, 44(3), 281-307. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00006-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00006-8).
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7).

- Muttakin, M. B., & Khan, A. (2014). Determinants of corporate social disclosure: empirical evidence from Bangladesh. *Advances in Accounting*, 30(1), 168-175. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.03.005>.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(1), 119-135.
- Oreiro, J. L. (2017). A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudos Avançados*, 31(89), 5-88. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890009>
- Otero, S. A., & Iturriaga, F. J. L. (2018). Does corporate governance affect the valuation of Spanish IPOs? The role of ownership structure and the board of directors. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 47(2), 214-241. <https://doi.org/10.1080/02102412.2018.1429556>.
- Paula, L. F. de, & Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, 31(89), 125-44. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890013>
- PWC. (2016). *Abertura de capital: IPO*. Recuperado em maio, 2016, de <http://www.pwc.com.br/pt/servicos/mercado-capitais/abertura-capital-ipo.html>.
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. O. (2013). Influência da estrutura de propriedade na eficiência das menores e maiores empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1(1), 1-19.
- Silva, L. F., Lucena, W. G. L., & Paulo, E. (2017). Uma análise do desempenho econômico e financeiro das IPOs no Brasil. *Revista Capital Científico*, 15(1), 1-18.
- Steffen, H. C., & Zanini, F. A. M. (2012). Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(59), 102-115.
- Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 29-44. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>.
- Wang, C. (2005). Ownership and operating performance of Chinese IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1835-1856. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.003>.
- Wang, X., Cao, J., Liu, Q., Tang, J., & Tian, G. G. (2015). Disproportionate ownership structure and IPO long-run performance of non-SOEs in China. *China Economic Review*, 32, 27-42. <http://dx.doi.org/10.1016/j.chieco.2014.11.004>.
- White, H. A (1980). Heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817-838.

Ownership Concentration and Corporate Performance of Brazilian Firms before and after Initial Public Offerings

ABSTRACT

Objective: To evaluate the influence of ownership concentration on variation in corporate performance before and after initial public offerings (IPO) in firms launched on B3.


Method: Economic and financial information was obtained from the reference forms of 55 firms. Variation in performance was proxied by ROA and ROE two years before vs. two years after IPO. Ownership concentration was proxied by the proportion of shares with voting rights belonging to the single-largest, two largest, three largest, four largest or five largest shareholders.

Originality/relevance: In addition to contributing to the literature, this is the first Brazilian study on the topic to analyze variation in performance before and after IPO, in light of the potential impact of IPO on firms.


Results: Our results suggest that performance proxied by mean ROA and ROE tends to decrease in the post-IPO period. However, in our sample, ownership concentration did not significantly influence variation in corporate performance before and after IPO.


Theoretical and methodological contributions: Based on our sample and the control variables used in the proposed econometric model, the presence of large controlling shareholders at the time IPO does not seem to influence the level of corporate performance following IPO, suggesting other factors are responsible for the observed behavior.


Keywords: Initial Public Offering; Corporate performance; Ownership concentration.

Dante Baiardo Cavalcante Viana
Junior 

Instituto Universitário de Lisboa ISCTE-IUL,
Distrito de Lisboa, Portugal
E-mail: dbcvj@iscte-iul.pt

Cinthya Rachel Firmino de Moraes 
Universidade Federal do Ceará, Ceará, Brasil
E-mail: cinthyarachelf@gmail.com

Márcia Martins Mendes De Luca 
Universidade Federal do Ceará, Ceará, Brasil
E-mail: marciammdeluca@gmail.com

Alessandra Carvalho de Vasconcelos 
Universidade Federal do Ceará, Ceará, Brasil
E-mail: alevasconcelos.ufc@gmail.com

Received: October 30, 2018

Revised: February 24, 2019

Accepted: November 24, 2019

Published: April 30, 2020

