

A INFLUÊNCIA DO MARKET TIMING E DO ESTÁGIO DO CICLO DE VIDA NA REALIZAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

THE INFLUENCE OF MARKET TIMING AND THE LIFECYCLE STAGE IN CARRY OUT EQUITY PUBLIC OFFERING

Data de submissão: 12-07-2013

Aceite: 15-12-2014

Vilma Sousa Ismael Da Costa¹

Márcio André Veras Machado Correio²

RESUMO

Este trabalho teve por objetivo averiguar, por meio da regressão logística, se a ocorrência do *market timing* e o estágio do ciclo de vida influenciam na decisão de realizar uma oferta pública de ações em empresas brasileiras. A análise centra-se em saber se a probabilidade de uma empresa realizar uma oferta pública de ações está negativamente relacionada com o índice *book-to-market* (B/M), retornos futuros, número de anos de vida e tamanho. A amostra foi composta pelas empresas não financeiras com ações negociadas na BM&FBovespa. Como resultados principais, pode-se concluir que existe relação inversa entre a probabilidade de realização de oferta pública de ações e o estágio do ciclo de vida. Por outro lado, não foram observadas evidências que confirmem a relação entre o índice B/M e a decisão de realizar uma oferta pública de ações, conforme prevê a teoria *market timing*. Por fim, não foram encontradas evidências, de curto prazo, que as empresas aproveitam as oportunidades de mercado para emitir ações. Entretanto, foram encontradas evidências que a maioria das ofertas públicas de ações foi realizada por empresas consideradas jovens e pequenas.

Palavras-Chaves: *Market timing*. Estágio do Ciclo de Vida. Oferta Pública de Ações.

1 Possui Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba, UFPB e Mestrado em Administração pela Universidade Federal da Paraíba, UFPB. João Pessoa. Paraíba. Brasil. E-mail: vilma_ismael@hotmail.com

2 Possui graduação em Ciências Contábeis, mestrado e doutorado em Administração. Atualmente, é Professor Adjunto do Departamento de Administração e do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Federal da Paraíba e do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - UnB/UFPB/UFRN. João Pessoa. Paraíba. Brasil. E-mail: mavmachado@hotmail.com

ABSTRACT

This study aimed to determine, by logistic regression, if the occurrence of market timing and the lifecycle stage influence the decision to carry out an equity public offering in Brazilian companies. The analysis focuses on whether the probability of a company making an equity public offering is negatively related to the BM index, future returns, number of years of life and size. The sample was composed by non-financial companies with stock traded on BMFBovespa. As main results, can be concluded that there is a inverse relationship between probability of equity public offering and the lifecycle stage. On the other hand, there were no evidence confirming the relationship between the BM index and the decision to carry out a equity public offering, as required by the market timing theory. Finally, no evidence was found that companies take advantage of market opportunities to issue stocks. However, evidence was found that the majority of equity public offerings was carried out by young and small companies.

Keywords: Market Timing. Lifecycle Stage. Equity Public Offering.

1 INTRODUÇÃO

Os projetos de investimento das empresas podem ser financiados de duas formas: por fontes externas e internas de recursos. No geral, empresas com altas taxas de retorno e de expansão recorrem menos às fontes externas de financiamento de capital e, portanto, elencam prioridades em suas decisões de financiamentos, que se apresentam respectivamente nesta ordem: retenção dos resultados, por meio de sua política de dividendos, endividamento por capital de terceiros, também chamado passivo oneroso, e, por fim, a emissão de novas ações (MYERS, 1984). Por outro lado, as empresas com menor taxa de retorno geram menos recursos internos e, com isso, recorrem às fontes externas de financiamento de capital.

Os financiamentos das empresas por fontes de recursos próprios ocorrem por meio da retenção de lucros (autofinanciamento) e da integralização de novas ações, atividades que se desenvolvem no mercado acionário. Os mercados de capitais podem afetar as empresas por vários meios. Primeiro, as empresas podem vender ações para captar recursos e financiar projetos de investimentos. Segundo, os preços das ações podem ser aumentados à custa de capital. Por fim, as empresas ao venderem ações pela primeira vez, ampliarão a liquidez das carteiras de *insiders* e o acesso ao capital da empresa. Assim, há pelo menos três possíveis motivos, não necessariamente mutuamente excludentes, para as empresas emitirem ações: financiar investimentos, transferência de riqueza dos acionistas recentes para os acionistas existentes e para aumentar a liquidez da empresa e dos *insiders* (KIM; WEISBACH, 2008).

Segundo Ritter (1998), a maioria das empresas jovens que busca financiamento externo não procura utilizar imediatamente o mercado de capitais, mas sim busca captar recursos de fontes privadas. As empresas em estágio inicial do seu ciclo de vida, muitas vezes, têm seu valor representado por ativos intangíveis, dificultando, assim, sua avaliação pelos investidores externos.

Sob a ótica das principais teorias, Kim e Weisbach (2008) expuseram as principais motivações para as ofertas de ações. Pela teoria *tradeoff*, as empresas devem emitir ações, quando o índice de alavancagem da empresa for maior do que sua taxa alvo. Já pela teoria *pecking order*, as empresas emitirão ações como última fonte de financiamento, após a sua capacidade de endividamento estiver esgotada. Em contraste, pela teoria *market timing*, as empresas farão ofertas de ações para tirar proveito dos preços elevados das ações, adotando, assim, um comportamento oportunista.

Dittmar e Thakor (2007) apresentam uma teoria alternativa sobre a emissão de capital. Os autores partem da ideia de que a decisão do gestor de emissão de segurança depende de como essa decisão pode afetar a seleção de investimento da empresa e como essa, por sua vez,

pode afetar o preço das ações pós-investimento. Sendo assim, a empresa emite ações quando os preços delas forem elevados e emite dívidas quando os preços das ações forem baixos. Além disso, se a empresa não possui um projeto de investimento, o gerente não vai emitir ações, mas pode emitir dívidas. Para os autores, as empresas emitirão ações quando seus preços forem altos, uma vez que os investidores estarão mais propensos a concordarem com as decisões gerenciais.

Dadas às deficiências das teorias *tradeoff* e *pecking order*, a teoria *market timing* tornou-se a explicação teórica de destaque para as ofertas públicas de ações. A referida teoria prevê que as empresas desalavancam aqueles que levantaram financiamento externo - em parte em resposta ao preço de mercado percebido e, em parte, em resposta às boas oportunidades de investimento - quando seu patrimônio era altamente valorizado e que empresas alavancadas serão aquelas que levantaram fundos, quando seu patrimônio não era muito valorizado (BAKER; WURGLER, 2002).

Empresas que realizam ofertas subsequentes de ações (SEO – *Seasoned Equity Offerings*) costumam ter avaliações de ações altas, aumentando acentuadamente antes da SEO (ASQUITH; MULLINS, 1986; MASULIS; KORWAR, 1986). Os gestores emitem ações quando eles acreditam que estas estão sobrevalorizadas e emitem dívidas ou recompram ações quando eles acreditam que as ações estão subvalorizadas. Os ganhos com o *market timing* dependem da quantidade de capital sobrevalorizado emitido. Os gerentes podem emitir ações além do que eles precisam, armazenando o excesso de saldos de caixa (BAKER; WURGLER, 2002).

Assim, quando uma empresa é substancialmente sobrevalorizada, é provável que emita ações, aproveitando o momento oportuno para aumentar sua folga financeira (LOUGHRAN; RITTER, 1997). O armazenamento de caixa proveniente da SEO é a exceção e não a regra, tendo em vista que a maioria dos emissores teria ficado sem dinheiro até o ano após a SEO, se não tivessem recebido o produto oferecido, e uma esmagadora maioria teria saldos de caixa abaixo do normal sem esses recursos. A principal razão para que as empresas conduzam SEO's é suprir uma necessidade financeira de curto prazo, enquanto a oportunidade de vender ações a um preço elevado e estágio do ciclo de vida são considerações secundárias (DEANGELO; DEANGELO; STULZ, 2010).

Kim e Weisbach (2008) sugerem que as ofertas públicas de ações são utilizadas tanto para levantar capital para financiar os investimentos, quanto, em tempos de valorização das ações pelo mercado acionário, para tirar proveito das valorizações elevadas. Nesse sentido, Eid Jr. (1996) encontrou evidências que as empresas brasileiras são oportunistas em sua maioria, ou seja, captam recursos que, no momento, for economicamente mais proveitoso sem se preocupar com a estrutura de capital. O autor destaca uma sequência do comportamento das empresas: primeiro, as empresas têm comportamentos oportunistas; seguido pela hipótese da ordem de captação; e, por fim, pelos modelos de relação estáticas.

Baker e Wurgler (2002), em estudo da estrutura de capital em tempos de IPO (*Initial Public Offering*), encontraram evidências que o poder explicativo da rentabilidade é pequeno para as empresas jovens e o poder de outros determinantes potenciais da estrutura de capital, tais como, tamanho, tangibilidade dos ativos e reserva atual de mercado, diminui drasticamente com a idade das empresas. Pagano, Patena e Zingales (1998) encontraram evidências de que a probabilidade de uma determinada empresa realizar um IPO está relacionada aos fatores como avaliação no mercado de ações do segmento a qual ela pertence, idade e tamanho. Deangelo, Deangelo e Stulz (2010) encontraram evidências de que 55% dos emissores de SEO possuem um tempo de listagem menor que cinco anos.

A lógica subjacente é que empresas maduras possuem facilidade e diversidade de acesso às fontes de financiamento, sobretudo ao financiamento por capital de terceiros, que tem um custo menor. Por outro lado, empresas com alto índice *market-to-book* tendem a emitir SEO para aproveitar a valorização da empresa pelo mercado.

Embora a teoria *market timing* pareça ter uma influência significativa sobre a decisão de realizar uma oferta pública de distribuição de ações, a literatura brasileira contém poucas evidências sobre sua importância econômica e os seus efeitos. Dessa forma, o presente artigo visa contribuir, preenchendo essa lacuna, no cenário brasileiro.

Este trabalho tem por objetivo averiguar se a ocorrência do *market timing* e o estágio do ciclo de vida influenciam na decisão de realizar uma oferta pública de ações em empresas brasileiras. Especificamente, buscou-se avaliar o poder explicativo da relação de *market timing* à teoria do ciclo de vida, que prediz que empresas jovens, com baixo *book-to-market* (B/M) e baixos fluxos de caixa operacional vendem ações para financiar os investimentos, enquanto as empresas maduras, com altos B/M, pagam dividendos e financiam investimento internamente. A análise centra-se em saber se a probabilidade de uma empresa realizar uma oferta pública de ações está negativamente relacionada com o índice B/M, com os retornos futuros, com o número de anos de vida e relacionados positivamente com o tamanho.

Além desta, o presente artigo possui cinco partes. Na seguinte, apresenta-se o referencial teórico, onde será abordada a discussão sobre a oferta pública de distribuição de ações à luz das principais teorias e dos estudos de diversos autores referenciados sobre a temática. Na terceira parte, abordar-se a metodologia. Na quarta, os resultados da pesquisa. Na quinta, a conclusão. E, por fim, as referências.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Asquith e Mullins (1986) investigaram o efeito do anúncio das ofertas públicas subsequentes sobre os preços das ações em uma amostra de 531 ofertas, entre primárias e secundárias. Os resultados apontaram uma redução significativa nos preços das ações após o anúncio e que as ofertas primárias de ações são mais prováveis de acontecer após um aumento dos preços das ações. Corroborando, assim, com a hipótese de que as vendas de ações por corporações e investidores informados são interpretados pelo mercado como um sinal desfavorável a respeito do desempenho atual e futuro da empresa.

Loughran e Ritter (1997), ao estudarem o desempenho operacional pós-emissão de empresas que conduziram SEO, totalizando uma amostra de 1.338 ofertas de ações, durante o período de 1979 a 1989, documentaram que o desempenho operacional de empresas emissoras demonstrava uma melhora substancial antes da oferta, mas depois se deteriorava. A deterioração subsequente no desempenho operacional se reflete no baixo retorno das ações pós-emissão. Enquanto os retornos das ações subsequentes são mais baixos para os pequenos emissores, tanto grandes emissores quanto pequenos exibem deterioração do desempenho operacional pós-emissão em relação às empresas não emissoras.

Pagano, Patena e Zingales (1998) buscaram entender os motivos pelos quais empresas italianas realizam IPO, em uma amostra de 2.181 empresas, no período entre 1982 e 1992. Os autores observaram que a probabilidade de uma determinada empresa realizar um IPO está relacionada a fatores como avaliação no mercado ações do segmento a qual ela pertence, a idade e ao tamanho. No estudo, destacam que as empresas italianas que ofertam IPO são grandes e possuem mais tempo de vida. Para os autores, as empresas italianas realizaram IPO não para levantar capital para financiar seus investimentos, mas sim para reequilibrar sua estrutura de capital e para explorar *mispricing*. Baker e Wurgler (2002) formalizaram um modelo que considera o valor de mercado, em particular a empresa dentro de variação de séries temporais no valor de mercado, como um indicador da percepção de oportunidades de tempo do mercado, conhecida

na literatura como *equity market timing*. Essa teoria foi baseada no trabalho de Sten (1996) e não assume que os mercados de capitais realmente são ineficientes, basta que os gestores acreditem que eles são. Muitas decisões de financiamento das empresas dependem de avaliações de mercado e, nesse sentido, os autores encontraram evidências que as empresas tendem a emitir ações em vez de dívida, quando o seu valor de mercado é alto, em relação ao valor contábil e ao valor de mercado passado, e recomparam ações, quando o valor de mercado é baixo.

Os resultados de Alti (2006) demonstram que o *market timing* é um importante determinante do financiamento da atividade no curto prazo, mas seus efeitos de longo prazo são limitados. Deangelo, Deangelo e Stulz (2010) evidenciam que os emitentes tendem a ter baixos retornos anormais para período de 36 meses subsequentes. Loughran e Ritter (1995) apontam que os padrões de retornos de ações são compatíveis com as teorias em que os gerentes realizam conduta a tomar vantagem de momento de oportunidades no mercado de ações.

Kim e Weisbach (2008), sob uma perspectiva internacional, examinaram as motivações para oferta pública de ações. Usando uma amostra de 16.958 IPO e 12.373 SEO de 38 países, para o período de 1990 a 2003, os autores encontraram evidências de que empresas com alto Q de Tobin são mais propensas a fazer ofertas para tomar vantagem, enquanto as empresas com baixo Q de Tobin as fazem para financiar investimentos. Os autores concluem que, em todas as regiões do mundo, o motivo para se levantar capital, por meio das ofertas públicas, não é apenas para financiar investimentos, mas, também, as empresas tiram proveito da situação favorável de mercado para emitir ações.

Deangelo, Deangelo e Stulz (2010) analisaram uma amostra de 4.291 SEO's, referente ao período de 1973 a 2001. Os autores mediram a importância do *market timing* para a decisão da empresa em realizar SEO. Especificamente, testaram se as empresas realizam SEO devido a oportunidades de tempo ou devido ao estágio do ciclo de vida em que a empresa se encontra, onde as empresas vendem ações principalmente na fase inicial do ciclo de vida, momento em que as oportunidades de crescimento excedem o fluxo de caixa gerado internamente. Para mensurar as oportunidades de tempo, os autores utilizaram o índice *market-to-book* retorno passado e futuro das ações. Já para mensurar o estágio do ciclo de vida, os autores utilizaram o número de anos que as empresas estavam listadas na bolsa.

Os resultados sugerem que tanto oportunidade de *market timing* quanto estágio do ciclo de vida influenciam significativamente a decisão de uma empresa em realizar SEO, sendo o efeito do ciclo de vida qualitativamente mais forte. Para os autores, a principal razão para as empresas realizarem SEO é para atender uma necessidade de caixa de curto prazo, enquanto a oportunidade de vender ações a um preço elevado e o estágio do ciclo de vida são considerações secundárias.

Hong, Zhongnan e Changyun (2011) analisaram a importância das teorias sobre financiamento para investimento e crescimento, *tradeoff*, *market timing* e teoria da agência para explicar a razão das empresas realizarem ofertas públicas subsequentes no mercado chinês. Os autores utilizaram uma amostra de 848 SEO's, referente ao período de 1994 a 2008, e as seguintes *proxies* para representarem as teorias: investimento fixo e taxa de crescimento anual de vendas para, respectivamente, a teoria de financiamento de investimento e crescimento; alavancagem para a teoria *tradeoff*; *market-to-book* para *market timing*; despesas administrativas extras para a teoria da agência.

Algumas variáveis de controle foram selecionadas, como tamanho da empresa, rentabilidade, dívida e volatilidade do mercado de ações. Hong, Zhongnan e Changyun (2011) encontraram evidências de que as razões para uma empresa realizar SEO são: necessidade de uma maior quantidade de recursos para despesas administrativas adicionais e supervalorização da empresa no mercado de ações, corroborando com a teoria de *market timing*. Já não são motivos para uma empresa realizar SEO: financiamento para investimento e crescimento e ajuste da estrutura de capital.

Quanto às evidências empíricas de estudos brasileiros, Mendes, Basso e Kayo (2009), baseados no trabalho de Baker e Wurgler (2002), testaram a teoria de *equity market timing* para o mercado de ações brasileiro, partindo da suposição de que empresas emitem ações quando seu valor de mercado está em alta e as recompram quando o valor é baixo. Sobretudo objetivaram testar se o *market timing* é persistente ao longo de cinco anos após a realização da IPO, uma vez que os estudos desenvolvidos por Baker e Wurgler (2002) trazem evidências de que, nos Estados Unidos, esse fenômeno é persistente.

Mendes, Basso e Kayo (2009) analisaram empresas não financeiras que realizaram IPO, no período compreendido entre 1996 a 2002, e fizeram uso de regressão múltipla, usando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Os autores concluíram que o trabalho de Baker e Wurgler (2002) aplicado à realidade brasileira não obteve o mesmo resultado ao constatado por empresas norte americanas e as variáveis de controles para alavancagem financeira, tangibilidade, lucratividade e porte da firma não apresentaram significância estatística.

Rossi Jr. e Marotta (2009) tiveram como foco as IPO's, seguindo a metodologia de Alti (2006), separando o mercado em momentos quentes e frios, com o objetivo de verificar se o *market timing* afeta o volume de ações emitido na IPO, bem como o efeito na estrutura de capital das empresas. Analisaram todas as empresas, excetuando as financeiras, holding e seguradoras, que realizaram IPO entre janeiro de 2004 e dezembro 2007. Encontraram evidências que em tempos considerados quentes há maior volume de ações emitidas durante IPO e que empresas que realizaram IPO em períodos quentes têm uma rentabilidade menor. Os autores encontram indícios que parte do volume extra de recursos levantados por empresas caracterizadas como quentes no IPO são mantidos em caixa e que alterações em estrutura de capital de empresas que realizaram IPO são temporárias, portanto, não encontram evidências de persistência no *market timing*.

Aldrichi *et. al.* (2010) contribuem para o entendimento do movimento recente de IPO's na BM&FBovespa. No trabalho, foram analisadas: variáveis tamanho, grau de endividamento, rentabilidade, taxa de crescimento da receita bruta, taxa de investimento, setor e oportunidades de crescimento no setor. Os principais resultados encontrados pelos autores foram: pode-se inferir que, na média, houve uma queda no coeficiente de investimento das empresas após as IPO's; as evidências não corroboram com a suposição de que a reestruturação financeira tenha sido uma motivação relevante para a realização das IPO's; os resultados dos modelos econométricos levam à conclusão de que empresas maiores, mais lucrativas, com coeficientes de investimento mais elevados e com maiores taxas de crescimento são mais propensas a realizarem IPO; e, embora não captado pelos modelos econométricos, há evidências de *market timing* nas IPO's.

Oliveira (2011), no seu estudo, visa identificar determinantes para abertura de capital e verificar se está relacionada ao tamanho, ao nível de preços do mercado (*market timing*), à geração de caixa e à característica como idade. O período analisado foi de 2004 a 2010 com empresas fechadas e abertas, totalizando 351 empresas. O método utilizado foi regressão logística com dados agrupados e em painel. As principais contribuições do trabalho são: empresas que realizaram IPO são aquelas que estavam mais endividadas, não podendo atestar que as que abriram o capital foram aquelas que vinham se endividando para realização dos investimentos; as empresas realizaram IPO em momentos em que a mediana do valor das ações de todas as empresas da BM&FBovespa estava superior aos seus respectivos valores patrimoniais por ação, remetendo evidências sobre a existência de *market timing*; as empresas que abriram seu capital foi em momento altamente rentável; o tamanho e tempo de mercado não teve significância estatística; empresas localizadas na região sudeste são mais propensas a realizar IPO.

Gianechini e Decourt (2012) verificaram se a presença de capital de *Private Equity* ou *Venture Capital* (PE/VC) na empresa antes da abertura de capital resulta em um melhor desempenho operacional desta. A amostra foi composta por 116 IPO's, no período de janeiro de 2004 a dezembro de 2009. Os resultados encontrados pelos autores indicam que a influência dos fundos de PE/VC tende a melhorar alguns índices de rentabilidade e mercado das empresas após a abertura de capital. Concluindo, assim, que fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* influenciam de forma positiva o desempenho das empresas investidas.

3 METODOLOGIA

3.1 População e Amostra

A população consistiu de todas as empresas não-financeiras com ações listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo - BM&FBovespa, no ano de 2007. A escolha do ano base para análise (2007) se deu de forma não probabilista, entretanto, levou-se em consideração a relevância desse ano para as ofertas públicas de distribuição de ações no Brasil. O Quadro 1 evidencia a evolução das ofertas registradas na BM&FBOVESPA.

Quadro 1: Quantidade de Ofertas Públicas de Distribuição de Ações registradas na BM&FBOVESPA.

Ano	2011	2010	2009	2008	2007
Quantidade	36	27	25	18	79

Fonte: CVM, 2012.

Os dados necessários para análise foram extraídos do banco de dados da Economática. As seguintes empresas foram excluídas: as classificadas como finanças, seguros e fundos; as que apresentaram Patrimônio Líquido negativo, o que distorceria a análise, tendo em vista que várias medidas foram expressas como um percentual desse valor; as que apresentaram retornos nos últimos 12 meses e retornos nos 12 meses posteriores iguais à zero por três ou mais meses consecutivos; as sem dados de anos de constituição; e as que não apresentaram os dados necessários para a pesquisa.

Assim, a amostra final foi constituída de 142 empresas, considerando apenas as ações ordinárias. Para o conjunto de empresas que compõe a amostra da presente pesquisa, observou-se que 52 empresas realizaram ofertas públicas de distribuição de ações e 90 não realizaram. Os valores levantados pelas realizações das ofertas foram coletados no site da BM&FBovespa, por meio dos avisos de encerramento.

3.2 Modelo Econométrico

O modelo seguiu a metodologia utilizada por Deangelo, Deangelo e Stulz (2010). Analisou-se se há uma relação logística entre a empresa realizar uma oferta pública de ações e a variável índice B/M, estágio de vida, retornos futuros e tamanhos. Em função de a variável dependente ser dicotômica, fez-se uso da estatística multivariada regressão logística, por meio do modelo representado na Equação 1:

$$P(ROPDA) = \frac{1}{1 + e^{-g(x)}} \text{ em que,} \quad (1)$$

$$g(x) = \beta_0 + \beta_1 B/M + \beta_2 CV + \beta_3 RetF + \beta_4 TAM + \mu_i \quad (2)$$

Onde:

ROPDA - Realização de oferta pública de distribuição de ações, variável dependente, representada na presente pesquisa por uma variável dicotômica, recebendo 0 (zero) se a empresa não realizou oferta e 1 (um) se a empresa realizou oferta. Foram consideradas apenas ofertas de natureza primária ou mista.

β_0 a β_4 – representam os coeficientes a estimar;

B/M - variável independente representada pelo índice B/M médio do setor, mensurada pelo valor patrimonial do patrimônio líquido dividido pelo valor de mercado, no semestre anterior ao da realização da oferta, para as empresas que realizaram oferta, e primeiro semestre de 2007, para as empresas que não realizaram oferta.

CV - Variável independente representada pelo estágio de vida da empresa, mensurada por meio do tempo de listagem da empresa na bolsa, em relação ao ano de referência, nesse caso 2007, (ano de referência menos ano da primeira listagem na bolsa), coletada no site da BM&FBovespa;

RetF – Variável independente representada pelo retorno das ações no período de 12 meses posteriores à realização da oferta ou da data de corte, dezembro/2007;

Tamanho - Variável independente representada pelo tamanho da empresa, mensurada pelo logaritmo natural do ativo total.

O Quadro 2 apresenta as variáveis explicativas estudadas e suas relações esperadas com a realização de uma SEO.

Quadro 2: Resumo das variáveis estudadas e suas relações esperadas

Variável Explicativa	Descrição/Fórmula	Relação com a realização da SEO
Índice B/M	Valor contábil / Valor de mercado	Negativa
Retorno acionário futuro (12 meses)	(Retorno das ações nos 12 meses posteriores à realização da SEO) – (Índice Ibovespa do período)	Negativa
Estágio do ciclo de vida	Tempo de listagem = (ano de referência) – (ano da primeira listagem na bolsa)	Negativa
Tamanho	Ativo total	Positiva

Fonte: Elaboração própria

A utilização das referidas variáveis tem motivação teórica, uma vez que já foram utilizadas em trabalhos anteriores. Loughran e Ritter (1995, 1997), em sua análise de tempo de mercado de ofertas públicas, utilizaram o retorno das ações. O índice B/M foi utilizado na análise de momento de mercado de Baker e Wurgler (2002). Deangelo, Deangelo e Stulz (2010) utilizaram os retornos passados e futuros percebidos, usando como horizonte de tempo o período de 36 meses, como *proxy*, para testar se os gestores realizam ofertas públicas subsequentes, quando uma janela de financiamento está prestes a fechar e ainda para testar a teoria *market timing*, por meio do qual os gestores podem prever retornos de ações com mais precisão do que os investidores. Essa *proxy* é análoga à utilizada por Baker, Stein e Wurgler (2003) e Huang e Ritter (2008).

Para Hair Jr. *et. al.* (1998), a regressão logística foi especificamente elaborada para prever a probabilidade de um evento ocorrer. Na regressão logística, assim como na regressão linear múltipla, permite múltiplas variáveis independentes e uma única variável dependente. A variável dependente na regressão linear múltipla é métrica, enquanto na regressão logística a variável dependente é não-métrica. Tecnicamente, utiliza-se uma função logística para se determinar o logaritmo neperiano da razão de chances do evento em questão (HAIR JR. *et. al.*, 1998). Assim, será utilizada a regressão logística em dados para todo o conjunto de empresas, com o objetivo de avaliar se a probabilidade

de uma empresa realizar uma IPO é negativamente relacionada com a sua razão B/M, seu estágio de vida, com os retornos futuros e relacionados positivamente com o tamanho da empresa.

As principais vantagens da regressão logística são: lidar com praticamente qualquer quantidade de variáveis independentes; não requer que as variáveis envolvidas apresentem propriedades especiais como distribuição normal e variâncias homocedásticas ou ser intervalar/razão; poder trabalhar com praticamente qualquer tipo de variável independente (dicotômica, ordinal ou contínua), incluindo combinações de tipos diferentes; como ocorre com qualquer tipo de análise de regressão com múltiplas variáveis, os efeitos de interação entre as variáveis são matematicamente eliminados (HAIR JR. *et. al.*, 1998).

4 RESULTADOS OBTIDOS

4.1 Análise Univariada dos Dados

A amostra investigada apresenta heterogeneidade significativa no tamanho, estágio do ciclo de vida e várias outras características financeiras, conforme se pode verificar no Quadro 3.

O Quadro 3 mostra as variações das ofertas públicas subsequentes no volume arrecadado, ciclo de vida, índice *book-to-market* (B/M) e retornos passados e futuros. As ofertas realizadas pelas empresas com menos de 5 anos de vida representaram o percentual de 30% do volume arrecadado de todas as ofertas da amostra. As empresas que possuem de 5 a 10 anos de vida levantaram um volume em reais que representou o percentual de 19% do volume total levantado. Sendo assim, 49% do volume total levantado por meio das ofertas foram realizadas por empresas que possuem até 10 anos de constituição. 28% dos recursos foram levantadas por empresas que estão na faixa de 11 a 20 anos e somente 22% do total levantado está relacionado às empresas que possuem mais de 20 anos de constituição.

No tocante à realização de ofertas públicas, ao comparar a composição do perfil das empresas da amostra quanto à participação no total das empresas com as ofertas realizadas, observa-se que, embora as empresas com mais de 20 anos representem 47% do total das empresas da amostra, esse grupo foi responsável por apenas 29% do número de realizações das ofertas. Já as empresas que possuem menos de 5 anos de vida, apesar de representar um percentual de 19% na amostra, obtiveram uma participação de 33% no total das ofertas realizadas. Os dados indicam que, proporcionalmente, o maior volume de ofertas foi realizado por empresas com até 10 anos de constituição, cerca de 52%.

Quadro 3: Resumo dos dados relativos ao índice B/M, ciclo de vida, retornos passados, retornos futuros e tamanho.

	Amostra	%no total das empresas	Empresas que realizaram ofertas públicas de distribuição de ações	%no total das empresas que realizaram ofertas públicas de distribuição de ações	Volume em milhões	%no volume total	Média de anos de vida das empresas	Média de anos de vida das empresas que realizaram ofertas públicas de distribuição de ações
A. Índice Book-to-Market (B/M)								
Quartil 1 (até 0,2)	18	13%	5	10%	3.845	10%	20	15
Quartil 2 (de 0,3 a 0,4)	17	12%	9	17%	4.633	12%	30	8
Quartil 3 (de 0,5 a 0,6)	8	6%	4	8%	6.618	17%	44	35
Quartil 4 (de 0,7 a 0,8)	59	42%	6	12%	3.410	9%	33	15
Quartil 5 (acima de 0,89)	40	28%	28	54%	19.508	51%	19	18
Total	142		52		38.014			
B. Ciclo de Vida								
Menos de 5 anos	27	19%	17	33%	11.556	30%	1	1
de 5 a 10 Anos	31	22%	10	19%	7.399	19%	9	8
de 11 a 15 anos	8	6%	4	8%	6.861	18%	13	13
de 16 a 20 Anos	9	6%	6	11,5%	3.927	10%	18	17
Mais de 20 anos	67	47%	15	29%	8.271	22%	50	41
Total	142		52		38.014			
C. Retornos Últimos 12 meses Antes da realização da Oferta								
R<-75%	0	0%	0	0%	-	0%	0	0
-75%<R<-50%	1	1%	0	0%	-	0%	1	0
-50%<R<-25%	8	8%	1	7%	666	6%	16	0
-25%<R<0%	16	15%	3	21%	2.689	25%	31	13
0%<R<25%	22	21%	5	36%	3.928	37%	22	24
25%<R<50%	25	24%	1	7%	2.069	19%	46	51
50%<R<75%	14	13%	0	0%	-	0%	32	0
75%<R	18	17%	4	29%	1.352	13%	35	19
Total	104		14		10.704			
D. Retornos 12 meses Posteriores à realização da Oferta								
R<-75%	27	19%	10	19%	5.163	14%	28	16
-75%<R<-50%	24	17%	6	11%	3.695	10%	24	7
-50%<R<-25%	27	19%	5	10%	2.821	7%	33	17
-25%<R<0%	30	21%	12	23%	7.705	20%	27	25
0%<R<25%	25	18%	13	25%	11.508	30%	28	13
25%<R<50%	5	4%	4	8%	5.984	16%	14	14
50%<R<75%	2	1%	1	2%	490	1%	38	45
75%<R	2	1%	1	2%	648	2%	27	9
Total	142		52		38.014			
E. Tamanho								
Log<12	3	2%	0	0%	-	0%	44	0
12<Log<14	51	36%	27	52%	12.629	33%	23	18
14<Log<16	59	42%	21	40%	16.340	43%	30	14
16<Log<18	25	18%	4	8%	9.045	24%	25	21
Log>18%	4	3%	0	0%	-	0%	51	0
Total	142		52		38.014			

Fonte: Dados da pesquisa

A participação do número de ofertas é compatível com a participação no volume arrecadado, para empresas com até 10 anos de vida e aquelas da faixa de 16 a 20 anos. Dentre as incompatibilidades, destacam-se as das empresas com perfil de 11 a 15 anos de vida, que tiveram uma participação de 8% no total de ofertas realizadas, no entanto obtiveram um percentual de 18% no volume levantado, e aquelas que possuem mais de 20 anos de vida, que tiveram uma participação de 29% no total das ofertas realizadas e, por outro lado, obtiveram uma participação de 22% no total do volume arrecadado. Nesse sentido, os resultados apontam que 78% do volume levantado por meio das ofertas foram provenientes de empresas com até 20 anos de vida. Os resultados divergem dos apresentados por Deangelo, Deangelo e Stulz (2010), uma vez que, no referido estudo, os autores constataram que as empresas maduras realizam pequenas quantidades de SEO's, entretanto levantam uma grande parcela da receita total.

As empresas que se apresentam no Quintil 1, do Painel A (*Book-to-Market*), do Quadro 3, corresponderam a 10% na participação do total de ofertas realizadas no ano de 2007. As maiores participações nas realizações de ofertas estão representadas pelas empresas que estão nos quintil 5 e 2, com participação de 54% e 17%, respectivamente. Os dados apontam que o maior volume levantados nas ofertas, cerca de 78%, foi realizado por empresas com índice B/M superior a 0,5. Ressalta-se que esse grupo representou um percentual de 76% no número de empresas da amostra. A maioria dos emissores possui alto índice B/M, somente 22% das ofertas foram realizadas por empresas com índice B/M inferior a 0,5.

Observa-se que 94% dos emissores de ofertas possuem médias de anos de constituição entre 10, 18 e 19 anos. O painel A documenta que 10% das ofertas são realizadas por empresas localizadas no mais baixo quintil do índice B/M e 27% são realizadas por empresas pertencentes aos dois primeiros quintis do índice B/M. Fama e French (2001, 2004) documentam que empresas em crescimento têm menor B/M. Diante disso, buscou-se analisar a relação entre o ciclo de vida das empresas e seus índices B/M. Assim, o painel A evidencia que há um efeito do ciclo de vida associados às proporções de baixo índice B/M na amostra, com a média no mais baixo quintil do índice B/M de 15 anos de constituição e uma média de 8 anos de vida para emissores que se encontram no segundo quintil, que tem um índice B/M variando entre 0,3 e 0,4. A distribuição de anos de vida, listados no Painel B, mostra a mesma associação, 33% dos emissores são constituídos por empresas que possuem menos de cinco anos de vida e 60% das ofertas realizadas foram efetuadas por empresas que possuem até 15 anos de constituição.

No horizonte de retorno de curto prazo, os dados relativos aos retornos passados ficaram comprometidos, tendo em vista que foram obtidas informações de apenas 14 das 52 empresas da amostra que realizaram ofertas. Os dados demonstram que 72% das empresas que realizaram ofertas possuíam retornos passados (últimos 12 meses antes da realização da oferta) positivos. 36% das ofertas foram realizadas por empresas que estão na faixa de retornos que varia de 0% a 25% e apresentam uma média de 24 anos de constituição.

Em relação ao retorno dos 12 meses posteriores à realização das ofertas, 63% das empresas que realizam ofertas tiveram retornos negativos nos 12 meses seguintes à sua realização. Somente 37% das empresas que emitiram ações obtiveram retornos positivos nos 12 meses subsequentes da sua realização. Esses resultados estão alinhados aos relatados por Deangelo, Deangelo e Stulz (2010), onde evidenciam que os emitentes tendem a ter baixos retornos anormais para o período de 36 meses subsequentes, e com o que Loughran e Ritter (1995) apontam, que os padrões de retornos de ações desse tipo são compatíveis com as teorias em que os gerentes realizam conduta a tomar vantagem de momento de oportunidades no mercado de ações.

Outra evidência consistente com as explicações da teoria do ciclo de vida observa-se, no

painel A, que 27% das ofertas são realizadas por empresas com índice B/M abaixo de 0,5. Adicionalmente, 71% das ofertas são realizadas por empresas que possuem até 20 anos de constituição. Como previsto pela teoria do ciclo de vida, a probabilidade estimada da realização de uma oferta diminui significativamente com o aumento do número de anos da empresa.

Uma variável significativa tomada no estudo foi o tamanho da empresa. Os dados demonstram que 95% das empresas da amostra possuem tamanhos (log do ativo) variando de 12 a 18 e que todas as realizações de ofertas foram efetuadas por empresas dessa mesma faixa. Mais da metade das realizações das ofertas (52%) foi feita por empresas que se apresentam na mais baixa faixa de tamanho, fornecendo evidências que a maioria das ofertas é realizada por empresas de menor porte. Quando comparado ao tempo de vida, tem-se que esse grupo tem, em média, 18 anos de vida, ou seja, a maioria das ofertas é realizada por empresas jovens e menores. Agregando-se a isso o volume de recursos levantados, pode-se destacar que as empresas que estão na faixa de tamanho (log do ativo) de 12 a 18, levantaram o percentual de 33% do volume total. Cerca de 76% dos recursos foram levantados por empresas que possuem tamanho (log do ativo) menor que 16. Apesar de todas as comparações do Quadro 3, sua natureza univariada determina que elas devam ser vistas apenas para fornecer suporte preliminar.

4.2 Análise Multivariada dos Dados

A análise de regressão logística foi efetuada considerando as seguintes opções: Classification plots; Hosmer-Lemeshow goodness-of-fit; Include constant in model; Classification cutoff: 0,5; Maximum interation: 20; CI of exp (B): 95%.

A Tabela 1 evidencia como as empresas seriam classificadas sem considerar as variáveis independentes. *A priori*, o modelo está sendo guiado apenas pelo *status* predominante. 52 empresas realizaram ofertas públicas de distribuição de ações (OPDA), sendo classificadas na categoria “sim”, e 90 não realizaram, sendo classificadas na categoria “não”. Desse modo, a classificação estaria correta em aproximadamente 63,4% dos casos. Inicialmente, o modelo inclui apenas a constante, conforme Tabela 2.

Tabela 1 – Classificação a Priori ^{a, b}

N Step 0	Observado		Predito		
			Realizou OPDA		Percentual Correto Não
			ão S	im	
	Realizou OPDA	Não	90		
		Sim	2		
	Percentual Geral		63,4		

a: Constante é incluída no modelo

b: Valor de corte é 5,0

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 2 - Variáveis Consideradas a Priori

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0 Constant	-0,549	0,174	9,918	1	0,02	0,578

Fonte: Dados da pesquisa

O objetivo da análise é fornecer parâmetros para verificar se a inclusão das variáveis independentes fornece uma classificação mais próxima da realidade, ao tempo que permite analisar quais variáveis explicam a realização de ofertas públicas de distribuição de ações em empresas brasileiras. Conforme Tabela 1, classificando as observações apenas em função do *status* predominante na amostra, pode-se acertar aproximadamente 36,6% das vezes. É possível observar então que, se, ao incluir as variáveis independentes do nosso modelo, observa-se uma melhora na acurácia da classificação.

A validação estatística do modelo é feita por meio dos testes e indicadores evidenciados nas Tabelas 3, 4 e 5. Os Testes Step, Block e Model são utilizados para avaliar a hipótese de nulidade de todos os coeficientes. Os resultados indicam rejeição da hipótese nula a um nível de significância de 1%, ou seja, pelo menos uma variável tem coeficiente significativamente diferente de zero comprovando a adequação do modelo, conforme Tabela 3. Portanto, o modelo pode ser utilizado para verificar os determinantes na realização de oferta pública de distribuição de ações em empresas brasileiras.

Tabela 3 – Teste Omnibus Para os Coeficientes do Modelo

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	30,094	4	,000
	Block	30,094	4	,000
	Model	30,094	4	,000

Fonte: Dados da pesquisa

O teste $-2 \log$ likelihood ($-2LL$) indica o grau de ajustamento do modelo. Esse número não é interpretado diretamente, mas participa do cálculo do Model, Black e Step. Contudo, alguns autores, como Hair *et. al.* (1998), consideram que, quanto menor o $-2LL$, maior a capacidade preditiva do modelo. No modelo em análise, encontrou-se um valor de 156,466, conforme Tabela 4.

Tabela 4 – Sumário do Modelo^a

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	156,466 ^a	0,191	0,261

^a Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001

Fonte: Dados da pesquisa

O poder explicativo do modelo é dado pelo indicador Nagelkerke R^2 , que representa uma adaptação do Cox & Snell, fornecendo resultados compreendidos no intervalo de 0 a 1. No presente estudo, tem-se o valor de 0,261, indicando que 26,1% das variações registradas na variável dependente são explicadas pelo conjunto das variáveis independentes utilizadas.

A precisão do modelo é avaliada pelo Teste Hosmer e Lemeshow. Ele testa a hipótese nula de que não existem diferenças significativas entre os resultados preditos pelo modelo e os observados. Conforme Tabela 5, o nível de significância obtido é superior ao nível de 5%, não se podendo rejeitar a hipótese nula, concluindo-se que inexistem diferenças significativas entre os resultados observados e os previstos pelo modelo.

Tabela 5 – Teste de Hosmer e Lemeshow

Step	Chi-square	df	Sig.
1	9,567	8	0,297

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 6 evidencia que, com a inclusão das variáveis independentes, 73,9% das observações são classificadas corretamente, melhorando consideravelmente em relação ao modelo *a priori* (63,4%). O passo seguinte foi averiguar quais variáveis apresentaram significância estatística, segundo o teste de Wald.

Tabela 6 – Classificação Final

Step 0	Observado		Predito		
			Realizou OPDA		Percentual Correto
			Não	Sim	
Realizou OPDA	Não	78	12	86,7	
	Sim	25	27	51,9	
Percentual Geral					73,9

a The cut value is 0,500

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com a Tabela 7, as variáveis: estágio do ciclo de vida, tamanho das empresas e retornos futuros apresentaram significância estatística, as duas primeiras ao nível de 1% e a última a 5%, conforme teste de Wald. Portanto, de acordo com os resultados obtidos, pode-se concluir que existe relação entre a realização de oferta pública de distribuição de ações e o estágio do ciclo de vida, tamanho das empresas e retornos futuros, com a probabilidade estimada da realização de uma IPO sendo negativamente relacionada com o ciclo de vida e tamanho e positivamente relacionada aos retornos futuros.

Tabela 7 – Significância das Variáveis do Modelo

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	B/M	0,285	0,355	0,647	1	0,421	1,330
	Tamanho	-0,424	0,149	8,106	1	0,004	0,655
	RetF	0,009	0,004	5,230	1	0,022	1,009
	AnosVida	-0,035	0,010	12,878	1	0,000	0,965
	Constant	6,512	2,269	8,236	1	0,004	673,436

a. Variable(s) entered on step 1: BM, Tamanho, RetF, AnosVida.

Fonte: Dados da pesquisa

A teoria do ciclo de vida prevê que a probabilidade estimada de realização de uma oferta pública de distribuição de ações diminui significativamente com o aumento do número de anos listados, sugerindo uma relação negativa entre as variáveis, conforme observado na Tabela 7. A variável Tamanho também segue o mesmo comportamento, quanto maior a empresa, menor a probabilidade de realização de oferta.

De acordo com os resultados obtidos, não foram observadas evidências que confirmem a relação entre o índice B/M e a decisão de realizar uma oferta pública de ações, conforme prevê a teoria *market timing*. Esses resultados refletem uma realidade brasileira, um mercado acionário em desenvolvimento. Mendes, Basso e Kayo (2009, p.98) também enfatizam os fatores conjunturais intrínsecos à realidade brasileira:

Vale ressaltar que a não comprovação das hipóteses de Baker e Wurgler (2002) para o Brasil pode ser devida às imensas diferenças encontradas em relação aos mercados de capitais dos dois países. A não comprovação de uma teoria que relaciona momentos de valorização de mercado com a composição da estrutura de capital das empresas pode ser explicada por diversos fatores conjunturais intrínsecos à realidade brasileira.

Deangelo, Deangelo e Stulz (2010) analisaram os determinantes da decisão de emitir ou não ações para uma população total de empresas, observando se as empresas com excelentes oportunidades de mercado aproveitavam ou não essas oportunidades por meio da emissão de ações e lançam mão do seguinte questionamento: por que tantas empresas com oportunidades atraentes de *market timing* deixam de tirar proveito dessas oportunidades? Uma explicação sugerida pelos autores, para o pouco proveito das oportunidades de mercado pelos gestores, é que estes têm pouca capacidade real para prever retornos de ações.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve por objetivo averiguar se a ocorrência do *market timing* e o estágio do ciclo de vida influenciam na decisão de realizar uma oferta pública de distribuição de ações em empresas brasileiras. A análise centra-se em saber se a probabilidade de uma empresa realizar uma oferta está negativamente relacionada com o índice B/M, retornos futuros, número de anos de vida e positivamente relacionada com o tamanho.

De acordo com os resultados obtidos, pode-se concluir que existe relação entre a realização de oferta pública de distribuição de ações e o estágio do ciclo de vida, tamanho das empresas e retornos futuros, com a probabilidade estimada da realização de uma oferta sendo negativamente relacionada com o ciclo de vida, conforme prevê a teoria do ciclo de vida, tamanho e positivamente relacionado aos retornos futuros. Por outro lado, não foram observadas evidências que confirmem a relação entre o índice B/M e a decisão de realizar uma oferta, conforme prevê a teoria *market timing*. Esses resultados refletem uma realidade brasileira, um mercado acionário em desenvolvimento, um mercado de capitais com uma realidade muito diferente do norte americano onde a teoria foi testada por Baker e Wurgler (2002).

Embora as fases do ciclo de vida e tamanho influenciem significativamente a decisão para conduzir uma oferta, essas motivações estão muito aquém de fornecer uma explicação completa para as decisões de realizar uma oferta pública de distribuições de ações. Os resultados obtidos apontam na direção a favor da teoria do ciclo de vida como explicação para a realização de ofertas, ou seja, a grande maioria das ofertas (60%) foi realizada por empresas que possuem até 15 anos de constituição, o que nos remete que são empresas que estão em processo de expansão e com dificuldades de levantar caixa internamente. Assim, para atender suas necessidades de investimento, buscam recursos externos. As empresas consideradas maduras, que possuem mais de 20 anos de constituição, tiveram participação de 29% nas realizações das ofertas. As empresas analisadas nesse subconjunto de nossa amostra apresentaram uma média de anos de vida de 50 anos, e aquelas que realizaram as ofertas apresentaram uma média de anos de vida de 41 anos, o que nos remete a evidências da teoria do ciclo de vida, onde empresas consideradas maduras, devido sua capacidade de geração de caixa interno, emitem proporcionalmente menos ofertas de distribuição de ações. Adicionalmente, a maioria das ofertas (52%) foi realizada por empresas que se encontraram no mais baixo quintil (\log do ativo < 14). As empresas do mais alto quintil tiveram participação de 8% nas realizações das ofertas.

Os resultados nos colocam sob a indagação: as oportunidades de mercados são aproveitadas indistintamente por todas as empresas independentemente de seu estágio do ciclo de vida? No presente trabalho, não foram encontradas evidências, de curto prazo, que as empresas aproveitam as oportunidades de mercado. Entretanto, foram encontradas evidências que a maioria das ofertas públicas de distribuição de ações foi realizada por empresas consideradas jovens e pequenas.

O presente estudo tem implicações importantes para os estudiosos, administradores, investidores e todos os operadores do mercado de capitais, uma vez que visa contribuir para pesquisas sobre o tema, ao contemplar um conjunto de empresas que estão sob as mesmas perspectivas e conjunturas econômicas e que realizam ou não SEO's, permitindo, dessa forma, averiguar a influência do *market timing* e do estágio de ciclo de vida na decisão de realização de uma SEO. Os resultados desta pesquisa ficam limitados à amostra utilizada, ao período de tempo e ao método adotado. Para estudos futuros, sugere-se que seja investigado o quanto o estágio do ciclo de vida influencia na decisão de uma empresa realizar uma oferta subsequente de ações.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D. M. ET. AL. As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho. In: ANPEC, 38, 2010, Salvador. **Anais...** Salvador, 2010.
- ALTI, A. How persistent is the impact of market timing on capital structure? *Journal of Finance*, v. 61, p. 1681–1710, 2006.
- ASQUITH, P.; MULLINS JR., D. W. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, v. 15, p. 61-89, 1986.
- BAKER, M.; STEIN, J., & WURGLER, JEFFREY. (2003). When does the stock market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 969–1005.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structures. *Journal of Finance*, v.57, p. 1-30, 2002.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R. M. Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle. *Journal of Financial Economics*, v. 95, p. 275-295, 2010.
- DITTMAR, A.; THAKOR, A. Why do firms issue equity? *Journal of Finance*, v. 57, p. 1-54, 2007.
- EID JR., W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresa*, v. 36, n. 4, p- 51-59, 1996.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, v. 60, p. 3-43, 2001.
- _____. The capital asset pricing model: theory and evidence. *Journal of Economic*, v. 18, n. 3, p. 25-46, 2004.
- GIANECHINI, C.; DECOURT, R. F. Impactos e influências de fundos *private equity* e *venture capital*: evidências dos IPOs no Brasil. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, v. 6, n. 3, p. 481-496, 2013.
- HAIR JR., J. F. ET. AL. *Multivariate Data Analysis: with Readings*. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.
- HONG, B; ZHONGNAN, H; CHANGYUN W. Understanding seasoned equity offerings of Chinese firms. *Journal of Banking & Finance*, v 35, p.1143–1157, 2011.
- HUANG, R.; RITTER, J. R. Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 44, p. 237–271, 2008.
- KIM, W.; WEISBACH, M. S. Motivations for public equity offers: an international perspective. *Journal of Financial Economics*, v. 87, p. 281-307, 2008.
- LOUGHRAN, T.; RITTER, J. The new issues puzzle. *Journal of Finance*, v. 50, p. 23-51, 1995.
- _____. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance*, v. 52, p. 1823-1850, 1997.

MASULIS, R.; KORWAR, A. Seasoned equity offerings: an empirical investigation. *Journal of Financial Economics*, v. 15, p. 91-118, 1986.

MENDES, E. A.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital e janelas de oportunidade: testes no mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, n. 6, p. 78-100, 2009.

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

OLIVEIRA, B. C. *Fatores determinantes para a abertura de capital de empresas brasileiras*. 2011. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, 2011.

PAGANO, M.; PANETA, F.; ZINGALES, L.. Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, v. 53, p. 27-64, 1998.

RITTER, J. Initial public offering. *Contemporary Finance Digest*, v. 2, n. 1, p. 05-30, 1998.

ROSSI JR., J. L.; MAROTTA, M. *Equity market timing: testando através de IPO no mercado brasileiro*. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 8, p. 85-101, 2009.

STEIN, J. C. Rational capital budgeting in an irrational world. *Journal of Business*, v. 69, p. 429-455, 1996.