



Fabício Ribeiro Rodrigues D’Almeida

**Informações Financeiras de Ofertas Públicas Iniciais de
Ações: Uma Avaliação do Uso de Rubricas Discricionárias**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-
Graduação em Economia da PUC-Rio.

Orientadores: Walter Novaes
João Manoel Pinho de Mello

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



Fabício Ribeiro Rodrigues D'Almeida

Informações Financeiras de Ofertas Públicas Iniciais de Ações: Uma Avaliação do Uso de Rubricas Discricionárias

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Walter Novaes

Orientador
PUC-Rio

João Manoel Pinho de Mello

Co-orientador
PUC-Rio

Juliano Junqueira Assunção

PUC-Rio

Alexandre Lowenkron

Banco BBM

Nizar Messari

Coordenador(a) Setorial do Centro de Ciências Sociais - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 02 de abril de 2008

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Fabício Ribeiro Rodrigues D'Almeida

Graduou-se em Economia pela PUC-Rio (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro) em 2005, tendo cursado dois trimestres na UCLA (University of California, Los Angeles).

Ficha Catalográfica

D'Almeida, Fabício Ribeiro Rodrigues

Informações Financeiras de Ofertas Públicas Iniciais de Ações: Uma Avaliação do Uso de Rubricas Discricionárias/ Fabício Ribeiro Rodrigues D'Almeida; orientadores: Walter Novaes e João Manoel Pinho de Mello – Rio de Janeiro: PUC-Rio. Departamento de Economia. 2008.

42f.;30cm

Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

Inclui referências bibliográficas.

1. Economia - Teses. 2. Ofertas Públicas Iniciais de Ações (IPOs), 3. Rubricas Discricionárias, 4. Bancos Coordenadores 5. Balanços Pró-Forma. I. Novaes, Walter . II. João Manoel Pinho de Mello III. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. IV. Título.

CDD:330

À minha família

Agradecimentos

Ao meu orientador, professor Walter Novaes, pela dedicação, perseverança e determinação em transformar seus alunos em profissionais.

Ao meu co-orientador, professor João Manoel Pinho de Melo, pelas inserções sempre oportunas.

Aos professores do Departamento de Economia da PUC-Rio, em particular, ao prof. Juliano Assunção, prof. Leonardo Rezende e prof. Vinicius Carrasco, pelas oportunidades e ensinamentos.

Ao Alexandre Lowenkron, pelo reforço nos meus conhecimentos econômicos.

Aos funcionários do Departamento de Economia, em especial, à Graça e à Bianca, pelo suporte com a burocracia.

Aos meus colegas de mestrado da PUC-Rio, em particular, ao Dimitri Martins, pela ajuda dispensada durante o curso.

À CAPES e à PUC-Rio, pelo auxílio financeiro.

Ao meu amigo Leonardo Kruter Quintanilha, por seu carácter e sabedoria.

A toda minha família, em especial, à minha mãe Marcia e ao meu pai Edson, pelo seu amor incondicional e pelos valores que me transmitiram.

Resumo

D'Almeida, Fabrício Ribeiro Rodrigues ; Walter Novaes e João Manoel Pinho de Mello(orientadores). **Informações Financeiras de Ofertas Públicas Iniciais de Ações: Uma Avaliação do Uso de Rubricas Discricionárias.** Rio de Janeiro, 2008. 42p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Em uma oferta inicial de ações, uma das dificuldades dos investidores é avaliar que preço pagar pela ação lançada. Para diminuir tal dificuldade, a Comissão de Valores Imobiliários exige que as empresas emissoras apresentem demonstrativos financeiros dos últimos três anos de operações. Esta dissertação avalia a precisão desses demonstrativos financeiros, através de uma amostra de 67 emissões de ações na Bovespa entre 2002 e 2007. A análise dos dados mostra que as emissões com um único banco coordenador apresentam uma maior incidência de rubricas discricionárias, que aumentam os lucros acumulados. Tais rubricas aparecem mais freqüentemente em demonstrativos no formato pró-forma, que não impõem uma responsabilidade legal sobre os auditores, consistente com a hipótese de que as rubricas discricionárias têm por finalidade inflar os lucros contábeis.

Palavras-chave

Ofertas Públicas Iniciais de Ações (IPOs), Rubricas Discricionárias (Accruals), Bancos Coordenadores, Balanços Pró-Forma

Abstract

D'Almeida, Fabrício Ribeiro Rodrigues ; Walter Novaes e João Manoel Pinho de Mello(orientadores). **Assessing accruals in Brazilian IPOs.** Rio de Janeiro, 2008. 42p. MSc Dissertation - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Investors face the challenge to value the price of a share during an IPO. With the purpose of improving their ability, the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) demands companies to present financial statements for the last three years of continuing operations. This dissertation assesses the quality of these financial statements using a sample of 67 IPOs that took place at São Paulo Stock Exchange between 2002 and 2007.

The analysis of the prospectuses gives us evidence that IPOs with only one investment bank on their syndicate present higher discretionary accruals and by consequence, reported earnings. The use of discretionary accruals is more common in pro forma financial statements which exempt auditing companies from legal responsibility and therefore enhance the hypothesis that discretionary accruals are used in order to inflate earnings.

Keywords

Initial Public Stock Offering (IPOs), Accruals, Syndicate, Pro forma Financial Statements

Sumário

1 Introdução	9
2 Seleção de Amostra e Base de Dados	12
3 Modelo Estatístico	15
4 Há evidência de que a falta de mecanismos disciplinadores infla os resultados nos IPOs?	19
4.1. Placebo	20
4.2. Comparabilidade entre as empresas que utilizaram mecanismos disciplinadores e as que o não fizeram.	21
4.2.1. Determinantes do Número de Coordenadores	22
4.2.2. Suporte Comum	25
4.2.3. Evidência de Inflação de Resultados - Suporte Comum	25
4.2.4. Evidência de Inflação de Resultados - Reponderação	26
5 Conclusão	30
6 Referências	32
7 Apêndice	34

1

Introdução

Em um dos artigos mais influentes em Economia, Akerlof (1970) usou o mercado de carros usados para explicar como problemas de informação podem dificultar o funcionamento dos mercados. Diferentemente dos potenciais compradores, os antigos proprietários têm, em geral, um bom conhecimento da qualidade de seus carros, tendo, por isso, incentivos para vendê-los quando se tornam problemáticos. Antecipando tal comportamento, os potenciais compradores exigem um desconto no preço, ou simplesmente se afastam do mercado.

O mercado de carros usados não é o único em que problemas de assimetria de informação são potencialmente importantes. Um segundo candidato para tais problemas é o de ofertas iniciais de ações. Em uma oferta inicial de ações, os responsáveis pelo gerenciamento da empresa contratam um ou mais bancos de investimento para montar uma estratégia de venda de um bem – a ação – cujo valor depende, em grande parte, de fatores não observados por investidores externos: a capacidade de gestão dos administradores existentes, a qualificação pessoal dos trabalhadores, o estado das máquinas etc. Assim como no mercado de carros usados, um receio natural é que os acionistas iniciais se neguem a prosseguir com a oferta sob um preço que eles considerem como baixo, dadas as características não observadas da empresas – mas, por outro lado, levem a oferta adiante sob preços acima do valor que eles considerem representativo do potencial da empresa. Tal receio tende a afastar os investidores iniciais, dificultando o desenvolvimento do mercado acionário.

Ciente de tais problemas, os órgãos reguladores dos mercados de capitais – entre eles o órgão regulador brasileiro (Comissão de Valores Mobiliários – CVM) – exigem que empresas de capital aberto periodicamente divulguem demonstrativos financeiros, com o intuito de diminuir a assimetria de informações entre os gestores das empresas e os investidores externos. E, no caso das empresas

que buscam uma venda inicial de ações, a exigência de divulgação de informações se estende a anos anteriores. Ou seja, o órgão regulador do mercado de capitais se preocupa em oferecer aos investidores uma visão de como o negócio está progredindo.

Apesar dos esforços dos órgãos reguladores, há evidência de que, nas ofertas iniciais de ações, as empresas emissoras freqüentemente usam contas discricionárias para inflar a lucratividade de suas operações. Teoh, Wong e Rao (1998), entre outros, mostram que contas a receber, contas de estoque e contas a pagar apresentam, em média, uma elevada variação no ano da oferta pública inicial. Presumivelmente, tais contas são mais facilmente manipuladas para inflar resultados do que as contas do ativo permanente. Por exemplo, um acréscimo artificial de vendas pode ser obtido através de extensões de prazos de recebimento que reduzem o preço efetivo de venda, sem impactar, em um primeiro momento, a lucratividade registrada nos demonstrativos financeiros. Analogamente, as empresas podem apresentar uma redução artificial de custos ao comprar insumos de menor qualidade. Essas duas táticas de manipulação inflam as avaliações dos resultados da empresa.

O objetivo desta dissertação é procurar evidência de manipulação de demonstrativos financeiros do ano que antecede ofertas públicas iniciais da Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa. Tal estudo é relevante por, pelo menos, duas razões. A primeira é o grande número de ofertas iniciais de ações que têm sido feitas na Bovespa. Entre 2002 e 2007, foram 105 ofertas iniciais de ações, totalizando investimentos de 85 bilhões de reais, que levaram a Bovespa à quarta bolsa de ações do mundo em ofertas iniciais, no ano de 2007 (Thompson Financial).

A segunda motivação do estudo é que a quase totalidade dessas emissões foi feita no âmbito do Novo Mercado, o segmento especial da Bovespa que exige regras mais rígidas de governança corporativa. Em tese, regras rígidas de governança corporativa implicam um grau de transparência que deveria revelar tentativas de manipulação de dados pelos gestores. Uma análise da precisão dos demonstrativos financeiros anteriores à oferta inicial das ações é, portanto, uma forma de avaliar a eficácia das regras do Novo Mercado.

A base do nosso estudo são 67 das 105 ofertas iniciais de ações feitas na Bovespa entre 2002 e 2007. Tais ofertas representam todas aquelas realizadas

por empresas privadas não financeiras com operações no Brasil. A análise dos demonstrativos financeiros apresentados pelas empresas nessas 67 ofertas mostra que o indicador de manipulação contábil usado por Jones (1991) – a variação do capital de giro próprio não disponível (ativo circulante menos passivo circulante não disponíveis) como proporção do ativo permanente – não é significativamente maior no exercício fiscal anterior à oferta inicial, quando, presumivelmente, os incentivos para manipular são mais fortes.

Entretanto, encontramos diferenças significativas no indicador de manipulação contábil em um grupo 20 empresas, cujas ofertas de ações foram lideradas por um único banco coordenador ou cujos demonstrativos financeiros foram apresentados em formato pró-forma (auditado sem valor legal). Mais especificamente, no ano anterior à oferta, o indicador de manipulação contábil das empresas com um único banco coordenador excedeu ao das empresas com múltiplos coordenadores em 13,3 pontos percentuais do ativo total, uma diferença estatisticamente significativa ao nível de 1%. E, nas empresas com demonstrativos no formato pró-forma, o indicador de manipulação excedeu ao das empresas com dos demonstrativos legalmente auditados em 18,9 pontos percentuais do total de ativos, uma diferença significativa a 5%.

Os dados mostram, portanto, que uma parcela significativa de empresas – 20, de 67 – teve variações anormais de rubricas discricionárias nos demonstrativos financeiros apresentados na oferta inicial de ações. Tais variações são consistentes com tentativas de inflacionar os lucros contábeis das empresas, e as suas magnitudes sugerem que as regras de governança dos segmentos especiais da Bovespa não são suficientes para garantir transparência, sem mecanismos adicionais de certificação como a existência de múltiplos coordenadores e legislação específica para balanços no formato pró-forma.

O restante desta dissertação está organizado da seguinte forma. A seção 2 descreve os dados da amostra, discute as contas dos demonstrativos financeiros consideradas mais sujeitas a usos discricionários e apresenta estatísticas da amostra. Na seção 3, descreve-se a abordagem empírica para comparar o uso das contas discricionárias entre sub-amostras, discutindo-se, também, os possíveis problemas de endogeneidade e as hipóteses de identificação dos parâmetros de interesse. Por fim, a seção 4 apresenta os resultados, e a seção 5 conclui.

2

Seleção de Amostra e Base de Dados

O ponto de partida para a seleção da amostra são todas as 105 empresas que realizaram ofertas públicas iniciais de ações na Bovespa entre janeiro de 2002 e dezembro de 2007, isto é, desde as primeiras listagens nos segmentos especiais de governança. Dessa amostra inicial, foram retiradas 15 ofertas de empresas do setor financeiro ou do setor segurador. Foram também excluídas oito empresas sediadas no exterior que fizeram oferta inicial através de Brazilian Depositary Receipts (BDR), duas ofertas de empresas estatais, uma que não apresentava o prospecto no modelo padrão e 12 ofertas cujas empresas são resultado de fusões ou que possuíam menos de três anos de atividade. Após essas exclusões, a amostra final consiste de 67 ofertas iniciais.

Os dados dos demonstrativos financeiros das 67 empresas da amostra foram compilados do prospecto definitivo da oferta inicial de ações. Esses demonstrativos foram divulgados sob três diferentes tipos de metodologia contábil: 46 no formato consolidado, 11 no formato combinado e 10 no formato pró-forma.

A diferença principal entre os formatos consolidado e combinado está na agregação dos demonstrativos financeiros de empresas de um mesmo grupo. Enquanto o primeiro agrega o balanço de empresas que estiveram sob o controle de uma única pessoa jurídica, o segundo aglutina as firmas que eram controladas pela mesma pessoa física. Para os pontos de interesse desta dissertação, não há diferenças relevantes entre os formatos combinado e consolidado. Em contraste, há diferenças relevantes no formato pró-forma. Tais diferenças se referem ao tratamento contábil de transações de grande impacto econômico para a empresa. De forma sucinta, o formato pró-forma permite que os demonstrativos das empresas incorporem transações importantes – por exemplo, aquisições – antes que elas ocorram. O objetivo da antecipação é facilitar a comparação dos demonstrativos financeiros de anos diferentes. No Brasil, os demonstrativos pró-

forma não impõem responsabilidade legal sobre os auditores, o que, em tese, aumenta o espaço de manobra para manipulações contábeis.

Para 60 empresas que fizeram ofertas iniciais, dispomos de demonstrativos financeiros para pelo menos três anos imediatamente anteriores à oferta inicial. Para outras seis empresas existem três demonstrativos consecutivos, mas o do ano imediatamente anterior à oferta não está disponível. Por fim, para uma empresa só dispomos de dois anos de demonstrativos auditados consecutivos, sendo que nenhum deles se refere ao ano imediatamente anterior ao da oferta inicial.

A primeira linha do painel A da Tabela I mostra que 54 das 67 ofertas iniciais na amostra aconteceram nos anos de 2006 e 2007. Por sua vez, a segunda linha do painel apresenta o número de balanços disponíveis em cada ano, para a amostra de empresas que fizeram ofertas iniciais. Esses balanços são as fontes usadas para calcular indicadores de usos anormais de contas discricionárias de balanço.

Intuitivamente, um indicador de tentativa de inflar lucros deve crescer com variações nominais de contas de balanço que são mais suscetíveis a manipulação contábil. Nesta dissertação, seguimos Jones (1991) ao usar a seguinte *proxy* para variações de contas que são mais suscetíveis a manipulação:

$$Accruals_{i,t} = \frac{\left(\frac{\Delta [duplicatas a receber_{i,t} + estoques_{i,t} + outros ativos circulantes_{i,t}]}{\Delta [fornecedores_{i,t} + outros passivos circulantes_{i,t}]} \right)}{Ativo Total_{i,t-1}}. \quad (1)$$

A idéia da medida acima é que contas de ativo circulante e passivo circulante são mais fáceis de manipular, pois podem ser mais facilmente revertidas do que contas que refletem obrigações ou direitos de longo prazo. O numerador da equação (1), portanto, é a variação do capital de giro próprio não disponível (ativo circulante menos passivo circulante não disponível), enquanto o denominador é a normalização pelo ativo total do período anterior. Segundo essa medida, os resultados contábeis seriam manipulados inflando os ativos circulantes ou diminuindo artificialmente o passivo circulante.¹ Daqui por diante nos referiremos à medida (1) de *accruals*.

¹ Outra medida de manipulação usada na literatura é a diferença entre o lucro e o fluxo de caixa operacional. Hribar e Collins (2002) demonstram que essa medida é mais correlacionada com reversões futuras de lucratividade – como deve acontecer no caso de manipulações – do que a

O painel B da tabela I apresenta os *accruals* médios das empresas na amostra. A convenção usada no painel é que cada ano se refere ao último da variação temporal em questão. Por exemplo, o *accrual* médio de 2002 é construído a partir da variação de contas de balanço dos exercícios de 2002 e 2001. A média dos *accruals* é positiva em todos os anos, considerando todos os anos da amostra, e os *accruals* médios das empresas que fizeram ofertas iniciais é de 4,4%.

Obviamente, uma tentativa de manipulação não é a única razão para que os *accruals* sejam positivos. Empresas em fase de crescimento de vendas aumentam suas necessidades de capital de giro, pois vendas mais elevadas, em geral, implicam crescimento de estoques e contas a receber. De fato, o painel B da tabela I mostra que, no período amostral total, as vendas das empresas que realizaram ofertas iniciais de ações cresceram em média 34,2%. Para incorporar características das firmas na análise dos *accruals*, precisamos de um modelo multivariado que nos permita separar tentativas de manipulação de outros determinantes dos *accruals*. A próxima seção apresenta o modelo multivariado que usamos em tal análise.

medida de Jones (1991). Entretanto, não usamos a medida de Hribar e Collins porque fluxos de caixa não eram informados por algumas empresas brasileiras até dezembro de 2007.

3

Modelo Estatístico

Duas são as dificuldades principais para identificar tentativas de manipulação a partir de variações de contas discricionárias de balanço (*accruals*). A primeira, já discutida na seção anterior, refere-se ao controle de variáveis que afetam os *accruals* independentemente dos incentivos de manipulação. Pelo menos uma dessas variáveis pode ser facilmente incorporada na análise como variável independente de uma regressão multivariada: as variações de vendas.

Há, entretanto, variáveis não observáveis que são potenciais determinantes dos *accruals*. Por exemplo, empresas com fortes relacionamentos políticos podem se sentir mais confiantes em manipular dados. Supondo que esses fatores são invariantes no tempo, um método usual para controlá-los é utilizar dados em painel que exploram a variabilidade dos *accruals* ao longo do tempo.

De fato, a estrutura de painel sugere uma estratégia natural para separar tentativas de manipulação de variações de *accruals* determinadas por mudanças nas operações das firmas. Em tese, os incentivos para manipular balanços devem ser maiores no período que antecede às ofertas iniciais. Nesse momento, uma tendência de lucros crescentes sinaliza um potencial de ganhos, que facilita a colocação das ações a preços mais elevados. A hipótese de identificação que seguimos, portanto, é que tentativas de manipulação estão associadas a um crescimento dos *accruals* no período que antecede à oferta inicial. Para captar variações anormais nos *accruals* no período que antecede à oferta, o método de diferenças-em-diferenças aparece como candidato natural, quando adotamos como grupo de controle as mesmas empresas da amostra em outros períodos. Segue, então, que o modelo de regressão básico é:

$$Accruals_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_{1j} \Delta Receita \text{ Líq. Ajustada}_{i,t} + \rho IPO_{i,t+1} + \sum_t \alpha_{1+t} ano_t + \mu_i + \varepsilon_{it}. \quad (2)$$

Na equação (2), a data t se refere ao ano final do período de variação das rubricas discricionárias normalizadas pelos ativos (*accruals*). Tal variação, $Accruals_{i,t}$, é a variável dependente da regressão, indexada pela firma i e pelo ano t . IPO_{it+1} é a variável de interesse, sendo uma indicadora que possui valor igual a um, caso a firma i realize uma oferta pública inicial de ações no período exatamente posterior ao dos *accruals*, $t+1$. $\Delta Receita Líquida Ajustada_{i,t}$ é a variação da receita líquida menos a variação das duplicatas a receber. Os parâmetros α_{j1} são estimados para cada setor econômico j .

Seguindo Schipper e Vincent (2003) acrescentamos um efeito fixo nas empresas, μ_i , pois se assume que os determinantes não observados dos *accruals* são constantes ao longo do tempo. A variável ano_t é uma *dummy* de tempo comum a todas as empresas no ano t . O erro ε_{it} varia ao longo das firmas e com o tempo, supondo-se que seja distribuído independentemente de μ_i .

Em princípio, o parâmetro ρ seria nossa estimativa da importância de tentativas de manipulação contábil. Entretanto, não é razoável esperar que todas as firmas que façam ofertas iniciais tenham incentivos para inflar resultados. Em pelo menos parte delas, os custos de manipular devem ser excessivamente altos, o que lhes estimularia a procurar mecanismos que sinalizem para o mercado que tais manipulações não acontecerão. Existem pelo menos dois mecanismos que podem dar tais garantias.

O primeiro mecanismo está associado à contratação de mais de um banco coordenador da oferta inicial. A idéia é que é mais fácil para uma empresa convencer um banco coordenador a divulgar demonstrativos inflados do que convencer dois ou mais coordenadores. O segundo mecanismo explora os balanços no formato *pró-forma*. Tais balanços são, em tese, mais suscetíveis a manipulação por não imporem responsabilidade legal aos auditores. Das 67 ofertas, 47 utilizaram ao menos um dos dois mecanismos disciplinadores, 14 foram coordenadas somente pelo banco líder, 10 apresentaram balanços no formato *pró-forma* e quatro não utilizaram nenhum dos dois mecanismos disciplinadores.

No painel A da Tabela II comparamos os *accruals* do último balanço disponível antes da oferta inicial de ações, para as empresas emissoras com um único coordenador líder (14) e para aquelas com coordenadores múltiplos (53). A

média dos *accruals* das empresas com múltiplos coordenadores, 3,5% do ativo, é quase um quarto da média das empresas com um único coordenador, 12,3%. Mas essa diferença, apesar de economicamente relevante, não é estatisticamente significativa (p-valor de 0,18). Em contraste, a mediana dos *accruals* das empresas com múltiplos coordenadores, 0,6%, é estatisticamente menor do que a mediana dos *accruals* de empresas com coordenador único, 10,6%, com p-valor de 0,001 para o teste de diferença de medianas. Portanto, há indícios de que a presença de um coordenador adicional inibe do uso das contas discricionárias.

No painel B da Tabela II repetimos a comparação univariada dos *accruals* para as empresas com formato pró-forma (10) e para aquelas com formato legalmente auditável (57). Enquanto que a média dos *accruals* das empresas com balanços pró-forma é de 11,5% do ativo, a média daquelas com balanços legalmente auditáveis é de 4,3% do ativo, entretanto a diferença não é estatisticamente significativa (p-valor de 0,3434). Por outro lado, a análise das medianas dos *accruals* totais dos dois grupos nos mostra que a mediana dos *accruals* dos balanços legalmente auditados, 1,5%, é estatisticamente menor que a dos formato pró-forma, 11,0% (p-valor de 0,007). Ou seja, os resultados indicam que o formato pró-forma acompanha uma maior utilização das rubricas discricionárias.

Para levar em conta esses dois mecanismos na análise multivariada, consideraremos a seguinte regressão:

$$Accruals_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_{1j} \Delta Receita\ Líq.\ Ajustada_{i,t} + \beta IPO_{i,t+1} + \sum_{k=1}^3 \theta_k (Coord.\ Adic._k * IPO_{i,t+1}) + \delta (ProForma_{i,t} * IPO_{i,t+1}) + \sum_t \alpha_{1+t} ano_t + \mu_i + \varepsilon_{i,t}. \quad (3)$$

$ProForma_{it} * IPO_{i,t+1}$ é uma variável indicadora que possui valor igual a um se a empresa em t+1 faz uma oferta com apresentação de balanços no formato pró-forma em t. $Coord.\ Adic._k * IPO_{i,t+1}$ é uma variável indicadora que toma valor igual a um se a firma realizou a oferta em t+1 com pelo menos k coordenadores extras. O coeficiente θ_k é a estimativa do impacto médio do k-ésimo coordenador adicional na oferta nos *accruals*. O parâmetro δ é a estimativa do modelo de diferenças-em-diferenças do efeito médio de se reportar os balanços no formato pró-forma nos *accruals*.

Na estimação da equação (3), a hipótese de que a diferença nos *accruals* para o grupo de controle é um estimador não-viesado do contra-factual é a chave identificadora para a nossa interpretação. Entretanto, é possível que os erros ϵ_{it} sejam correlacionados no tempo e espaço. Por exemplo, uma empresa pode reconhecer um imposto a ser pago em um ano, mas, devido à demora na sentença judicial, esse mesmo imposto estará presente nos *accruals* por alguns períodos, levando a uma correlação temporal nos resíduos. Por outro lado, as regras contábeis diferem significativamente entre os setores econômicos, enquanto em alguns a contabilização dos estoques é feita pelo valor entrada, em outros o é pelo valor de venda. A fim evitar que os desvios-padrão não sejam mensurados corretamente, permitiremos que haja correlação entre os erros de cada setor, calculando os erros-padrão ao nível setorial.

Outra fonte de preocupação com a identificação é que existe uma dimensão extra de variabilidade nos demonstrativos financeiros da amostra. Das 67 ofertas da amostra, sete foram realizadas sem que os balanços do ano fiscal imediatamente anterior ao da listagem estivessem disponíveis. Nessas empresas, a análise também é feita sobre o último demonstrativo financeiro anual completo apresentado na oferta, ou seja, sobre o segundo ano anterior ao da oferta.

4

Há evidência de que a falta de mecanismos disciplinadores infla os resultados nos IPOs?

O objetivo desta seção é verificar a hipótese segundo a qual na véspera da oferta inicial de ações (referida daqui em diante pela sigla IPO) as variações das contas discricionárias, *accruals*, são maiores nas empresas emissoras que não utilizam múltiplos coordenadores ou não emitem demonstrativos financeiros que imponham responsabilidade legal aos auditores. Em caso positivo, consideraremos que há evidência de manipulação contábil com o intuito de inflar o preço do IPO.

O painel A da tabela III se concentra no papel disciplinador da multiplicidade de coordenadores. Ou seja, o painel mostra o resultado da estimação da equação (3), relegando os indicadores de balanço no formato pró-forma. Aqui, a presença de múltiplos coordenadores é o único mecanismo disciplinador. Como a coluna (1) do painel A mostra, nos IPOs com pelo menos dois bancos coordenadores, o total dos *accruals* no ano anterior à oferta é 17,2 pontos percentuais inferior aos que têm um único coordenador, uma diferença estatisticamente significativa a 1%. Tal resultado sugere fortemente que a presença de múltiplos coordenadores inibe o uso de contas discricionárias de balanço, com o fim de inflar o preço do IPO.

Obviamente, é sempre possível que alguma característica não observada que varie com o tempo seja o principal determinante do sinal estimado para o coeficiente da indicadora de multiplicidade de coordenadores. Em tal caso, a interpretação de que múltiplos coordenadores disciplinam os demonstrativos financeiros é espúria. Em particular, Hribar e Collins (2002) e Rees e Gore (1996) mostram que IPOs são freqüentemente seguidos (ou precedidos) por fusões, aquisições e reavaliações de ativos. Se esses eventos forem correlacionados com o número de coordenadores da oferta, então as estimações da coluna (1) são inconsistentes.

Identificamos, nas 67 ofertas da amostra, aquelas que foram precedidas de um evento de aquisição/fusão ou de alguma reestruturação de ativos, que, em geral, implica uma reavaliação dos ativos. Adicionamos então uma indicadora para cada um desses dois eventos. Na coluna (2) do painel A, pode-se ver que a diferença de *accruals* não se altera quando controlamos pelas ofertas de empresas que posteriormente passaram por processos de aquisição ou reestruturação de ativos.

O foco do painel B da tabela III é o papel disciplinador de demonstrativos financeiros que impõem responsabilidade legal aos auditores. Nesse painel, a equação (3) é estimada ignorando-se o número de bancos coordenadores do IPO. A coluna (1) do painel B mostra que, na véspera do IPO, o total dos *accruals* das empresas cujos balanços estão no formato pró-forma é 23,5 pontos percentuais acima (como proporção dos ativos) do que os *accruals* das empresas cujos balanços impõem responsabilidade legal aos auditores, uma diferença significativa a 1%. A coluna (2) do painel mostra que a diferença entre os *accruals* desses dois grupos de empresas se mantém quando incluímos indicadores de aquisição e reestruturação de ativos.

Por fim, o painel C da tabela III mostra que os papéis disciplinadores da multiplicidade de coordenadores e da responsabilidade legal dos auditores – capturados pelas estimações dos painéis A e B – se mantêm relevantes quando consideramos os dois mecanismos simultaneamente. A coluna (1) do painel C mostra que a presença de um coordenador adicional reduz os *accruals* em 13,3 pontos percentuais dos ativos e que os balanços nos formatos pró-forma aumentam-nos em 18,9 pontos percentuais, ambas significativas ao nível de (pelo menos) 5%. E a relevância dos dois mecanismos disciplinadores se mantém quando incluímos os indicadores de aquisição e reestruturação, como a equação (2) do painel C mostra.²³

4.1. Placebo

²² Em vez de uma dummy para cada coordenador adicional também regredimos pelo número de coordenadores. Em todos os casos, a significância estatística permaneceu semelhante à da variável indicadora do primeiro coordenador adicional.

²³ Inserimos como controles adicionais ao modelo anterior uma variável indicadora referente as empresas com balanços defasados. Os resultados dos efeitos dos mecanismos disciplinadores nos *accruals* são similares.

Como os mecanismos disciplinadores que diminuem o uso de rubricas discricionárias nos demonstrativos somente foram escolhidos em t-1 do IPO, testamos a hipótese de que estes não são efetivos para datas de evento anteriores a t-1. Dessa forma, estimamos como placebo os modelos anteriores com foco em t-2 da data de oferta ao invés de t-1.⁴ Para a estimação foi retirado da amostra o ano t-1 das empresas que realizaram IPO. Além disso, as variáveis referentes às duas medidas de escrutínio agora se referem ao ano de t-2 da oferta. A tabela IV mostra nas colunas 1 e 2 as estimações para os efeitos de cada medida disciplinadora nos *accruals* em t-2, respectivamente, coordenadores adicionais e balanços legalmente auditados. A coluna 3 reporta as estimações quando as duas medidas são mensuradas conjuntamente.

Os efeitos dos dois mecanismos disciplinadores nos *accruals* são estatisticamente nulos para o ano em que ainda não tinham sido implementados. O primeiro coordenador adicional está associado a uma redução de 6,8 p.p. em t-2 nos *accruals* como proporção dos ativos, porém é estatisticamente insignificante (estatística-t de 0,96).⁵ Tampouco o formato pró-forma possui um efeito nos *accruals* em t-2, ele está associado a uma redução de 6,9 p.p., estatisticamente não significativa (estatística-t de 0,30). Portanto, não encontramos efeitos dos mecanismos disciplinadores em t-2, período em que não haviam sido implementados.

4.2.Comparabilidade entre as empresas que utilizaram mecanismos disciplinadores e as que o não fizeram.

As implicações dos mecanismos disciplinadores podem não ser homogêneas ao longo das empresas que realizaram um IPO, ou seja, podem variar como uma função das características das firmas. Por exemplo, o impacto nos *accruals* do primeiro coordenador adicional pode ser maior em empresas cujo volume da oferta é pequeno comparado às outras. Nesse caso, as estimativas comuns de

⁴ Como para mais da metade das empresas os balanços somente compreendem três anos anteriores ao da oferta, somente temos duas observações de *accruals* para cada uma dessas empresas. Portanto, não é possível estimar os modelos com foco em datas de evento anteriores à t-2.

⁵ A *dummy* de 3º coordenador adicional é colinear ao efeito fixo das 3 empresas que possuem 3 coordenadores adicionais pois estas somente possuem uma observação temporal quando retiramos a amostra da data de evento t-1.

diferenças-em-diferenças tendem a sofrer dois tipos de viés, ver Heckman, Ichimura e Todd (1997). O primeiro ocorre quando na amostra as companhias que realizaram o IPO com ao menos um segundo coordenador possuem um conjunto de características diferente daquelas que somente realizaram a oferta com o coordenador líder. O segundo viés surge caso a distribuição das características observáveis que afetam os *accruals* seja diferente entre tratados e controles.

O método de *Propensity Score Matching* elimina esses potenciais vieses ao emparelhar IPOs com múltiplos coordenadores com aqueles com somente um banco, através da comparação das suas características.⁶ O primeiro viés é suprimido ao estimar os impactos nos *accruals*, utilizando na amostra somente as firmas que estão em um suporte comum de probabilidade de possuir ao menos um coordenador adicional. Já o segundo viés é eliminado ao reponderar as observações do grupo de tratados e as do grupo de controles, utilizando como pesos a probabilidade de se ter ao menos um coordenador adicional. Para a reponderação, utilizamos o estimador generalizado de diferenças-em-diferenças por emparelhamento proposto por Heckman, Ichimura e Todd (1998).⁷

4.2.1. Determinantes do Número de Coordenadores

Analizamos os determinantes do número de coordenadores a fim de construir uma medida de propensão a ter ao menos um coordenador adicional. De acordo com Pichler e Wilhelm (2001), os esforços de cada banco na oferta podem ser difíceis de serem observados, resultando em potenciais problemas de agência. No Brasil, em geral, são as companhias emissoras que escolhem os coordenadores da oferta. Portanto, consideramos três mecanismos que possivelmente reduzem os

⁶ Apesar de (Heckman, Ichimura e Todd 1998) mostrarem que o emparelhamento por *propensity score* não reduz necessariamente o viés assintótico ou a variância dos estimadores comparado aos emparelhamentos tradicionais, eles apontam que o primeiro, ao reduzir o número de dimensões de emparelhamento a uma, é mais eficiente em amostras pequenas.

⁷ Em geral, os estimadores convencionais de emparelhamento assumem que, condicional às características observadas, a distribuição do resultado contra-factual dos tratados é igual à distribuição observada do resultado do grupo de controle. Dessa forma, estes estimadores somente são válidos se a hipótese de que não há seleção no tratamento a partir das características não observadas for verdadeira. Já o estimador generalizado de diferenças-em-diferenças por emparelhamento, tal como notado por Galiani, Gertler e Schargrodsky 2005, não requer esta hipótese, pois ao condicionar por efeitos fixos ao indivíduo, identifica o parâmetro de interesse sem descartar a hipótese de seleção no tratamento com base em características não observáveis fixas no tempo.

potenciais riscos de agência e, por conseguinte, os determinantes para as empresas na escolha dos bancos para coordenar a oferta. O primeiro é a facilidade do banco de investimentos na captação de clientes estrangeiros, o segundo, o fato de a firma possuir um histórico de relacionamento com o banco, e o terceiro a capacidade de gerar informação por cada banco.

Os investidores estrangeiros foram os responsáveis por 69,2% do volume de aquisição das 67 ofertas em análise. Possuir um canal de distribuição internacional é, portanto, umas das condições que facilitam o sucesso de vendas das ações. Visto que os bancos estrangeiros possuem naturalmente um acesso a uma rede de clientes estrangeiros, caso um banco comercial brasileiro seja escolhido pela empresa emissora para ser o coordenador líder, é provável que ao menos um banco estrangeiro seja incluído a fim de atingir tais investidores.

O painel A da tabela V apresenta a distribuição do número de IPOs pela quantidade de coordenadores. Todas as instituições que não compartilharam a coordenação (14 IPOs) são bancos estrangeiros. Mais que isso, todas as 67 ofertas analisadas possuem ao menos um coordenador estrangeiro, ou seja, sempre que um banco brasileiro foi o coordenador líder, ao menos um banco estrangeiro também participou da coordenação.

Algumas empresas possuem relacionamentos com os bancos antes da oferta, sejam eles de caráter de consultoria, de financiamento, de serviços bancários, de investimento etc. Ao longo do tempo, o relacionamento diminui a assimetria informacional entre banco e empresa, o que reduz os custos de agência e aumenta as chances de esse banco coordenar a oferta. Um relacionamento com um banco em períodos anteriores ao IPO é uma razão extra, independente das demais, para incluí-lo na coordenação. Dessa forma, dado que uma empresa insere um determinado banco na coordenação devido ao relacionamento, a escolha do número de bancos a serem escolhidos dentre o grupo dos restantes é a mesma. Logo, a presença de relacionamento deve aumentar o número de bancos a serem escolhidos.

Outro determinante da escolha dos bancos coordenadores é a possibilidade de haver especialização e ganhos de experiência pelos bancos que possuem um longo histórico de coordenação em IPOs (Corwin e Schultz (2005)). Como o processo

de diligência é um mecanismo de produção de informação sobre a companhia emissora, caso o coordenador líder seja um dos mais experientes em IPOs, as chances de se incluir outro banco são menores.

Utilizamos um modelo Logit adaptado de Corwin e Schultz (2005) para mensurar a probabilidade de a oferta ser coordenada por ao menos dois bancos:

$$1\{\text{Número de Coordenadores} > 1\}_i = \beta_1 + \beta_2 \ln \text{VolumeIPO}_i + \beta_3 \text{Coord. Líder Brasileiro}_i + \beta_4 \text{Experiência}_i + \beta_5 \text{Relacionamento}_i + \sum_t \beta_{5+t} \text{ano}_{i,t} + \varepsilon_i \quad (4).$$

$\ln \text{VolumeIPO}_i$ é o logaritmo natural do montante de recursos obtidos na oferta em milhões de reais. Geralmente, os coordenadores determinam um piso de comissões com o qual eles concordam em participar na sociedade. Portanto, ofertas menores, naturalmente, impossibilitam a participação de muitos bancos. $\text{Coord. Líder Brasileiro}_i$ é uma variável indicadora que possui valor igual a um para a empresa i caso o coordenador líder seja um banco de capital brasileiro e zero caso contrário. Relacionamento_i é uma variável indicadora que possui valor igual a um caso no prospecto definitivo seja divulgado que existia algum tipo de relacionamento entre o banco coordenador e a empresa ofertante antes do IPO. Experiência_i é uma *dummy* que possui valor um se o banco coordenador líder pertencer ao grupo dos bancos com maior experiência em IPOs no Brasil. $\text{Ano}_{i,t}$ são variáveis indicadoras que possuem valor igual a um caso a firma i tenha realizado o IPO no ano t e zero caso contrário.

As estimações da equação (4), descritas no painel B da tabela V, mostram que a presença de um banco brasileiro na liderança da coordenação prediz perfeitamente a presença de ao menos um coordenador adicional. Apesar de o valor das estimações pontuais para os outros parâmetros serem estatisticamente insignificantes, o sinal de cada um corresponde ao esperado. O montante da oferta aumenta a propensão estimada, a existência de relacionamento com o coordenador líder aumenta as chances preditas de haver mais coordenadores e ofertas lideradas por bancos mais experientes reduzem as probabilidades de coordenadores adicionais.

4.2.2. Suporte Comum

A partir dos valores preditos pela estimação da equação (4) construímos o suporte comum da probabilidade de ter ao menos um segundo coordenador. O suporte comum exclui as empresas com ao menos um coordenador adicional cujas propensões sejam maiores que a maior propensão do grupo das ofertas com somente o coordenador líder. A tabela VI apresenta as estatísticas descritivas relativas à probabilidade de se ter ao menos um coordenador adicional. No total, foram excluídas, para a construção do suporte comum, 13 das 67 empresas que realizaram IPO. Dessa forma, o suporte comum compreende os 54 IPOs que possuem uma probabilidade estimada de ter ao menos um coordenador adicional entre 62,6% e 87,5%.

4.2.3. Evidência de Inflação de Resultados - Suporte Comum

Para assegurar que os resultados dos efeitos dos mecanismos disciplinadores encontrados anteriormente não sejam fruto de uma comparação entre grupos distintos de empresas, realizamos as análises anteriores utilizando como amostra somente as empresas com probabilidade semelhante de terem ao menos um segundo coordenador.

O painel A da tabela VII apresenta as estatísticas descritivas dos *accruals* dos 54 IPOs que pertencem ao suporte comum. A diferença de médias dos *accruals* na véspera do IPO entre as empresas que utilizaram apenas um coordenador e aquelas com múltiplos coordenadores atinge 10,5 p.p., estatisticamente significativa a 10%. Corroborando com o resultado anterior, o teste de diferença de medianas aponta um uso de *accruals* 10,3 p.p. maior para as empresas com um único coordenador, valor estatisticamente significativo a 1%. A análise univariada nos provê uma primeira evidência que, mesmo limitando o estudo às empresas com características similares, os IPOs coordenados por apenas um banco apresentam uma proporção de rubricas discricionárias mais elevadas na véspera do IPO.

O painel B da tabela VII mostra que, quando realizamos a análise multivariada descrita pela equação (3) utilizando somente as empresas pertencentes ao suporte

comum, as conclusões dos resultados anteriores se mantêm. A coluna (1) mostra o resultado da equação (3). Foram relegados os indicadores de balanço no formato pró-forma com o intuito de enfatizar a presença de múltiplos coordenadores como único mecanismo disciplinador. Nesta análise, as empresas do suporte comum coordenadas por múltiplos bancos apresentaram *accruals* 17,1 p.p. menores na véspera do IPO se comparadas àquelas coordenadas por somente uma instituição, uma diferença estatisticamente significativa a 1%.

A coluna (2) do painel B apresenta os resultados da análise no suporte comum considerando os dois mecanismos disciplinadores simultaneamente, com o fim de expurgar os efeitos do balanço no formato pró-forma que podem estar sendo capturados pelo parâmetro do primeiro coordenador adicional. Os resultados mostram que a presença de um coordenador adicional reduz os *accruals* em 13,2 pontos percentuais dos ativos, estatisticamente significativo a (pelo menos) 1% e que os balanços no formato pró-forma os aumentam em 16,6 pontos percentuais, estatisticamente significativo a (pelo menos) 10%.

Portanto, os resultados mostram que, dentre as empresas que possuem a mesma tendência a ter coordenadores adicionais, aquelas que na prática utilizaram o mecanismo disciplinador apresentaram *accruals* menores.

4.2.4.Evidência de Inflação de Resultados - Reponderação

As análises anteriores partem do pressuposto que os efeitos dos mecanismos disciplinadores nos *accruals* são lineares. De forma a capturar mais precisamente as informações disponíveis da amostra e suavizar os valores, utilizamos uma ponderação pela densidade kernel do tipo Epanechnikov.

Além dos objetivos previamente descritos, esta ponderação concentra a comparação do uso de rubricas discricionárias entre as ofertas com coordenadores adicionais e com somente o coordenador líder naquelas empresas que tenham propensões elevadas a ter o coordenador adicional. Em particular, o efeito da presença dos coordenadores adicionais deve ser mais evidente quando focamos a análise nos IPOs mais propensos à contratação de múltiplos bancos, mas que, na prática, escolheram uma única instituição.

Com efeito, este estimador retira o viés que surge caso a distribuição das características observáveis que afetam os *accruals* seja diferente entre os IPOs coordenados por somente uma instituição e aqueles coordenados por múltiplos bancos.

A variável de interesse para essa análise são os *accruals anormais*. *Accruals normais* são os valores preditos pela regressão da equação (2) sem a *dummy* IPO e podem ser interpretados como a parcela de rubricas discricionárias que a empresa deveria ter apresentado na oferta. *Accruals anormais* são os resíduos desta mesma regressão e podem ser interpretados como o uso em excesso de rubricas discricionárias. Por construção, a soma dos *accruals normais* com os *accruals anormais* é idêntica aos *accruals* verificados (ou *accruals totais*).

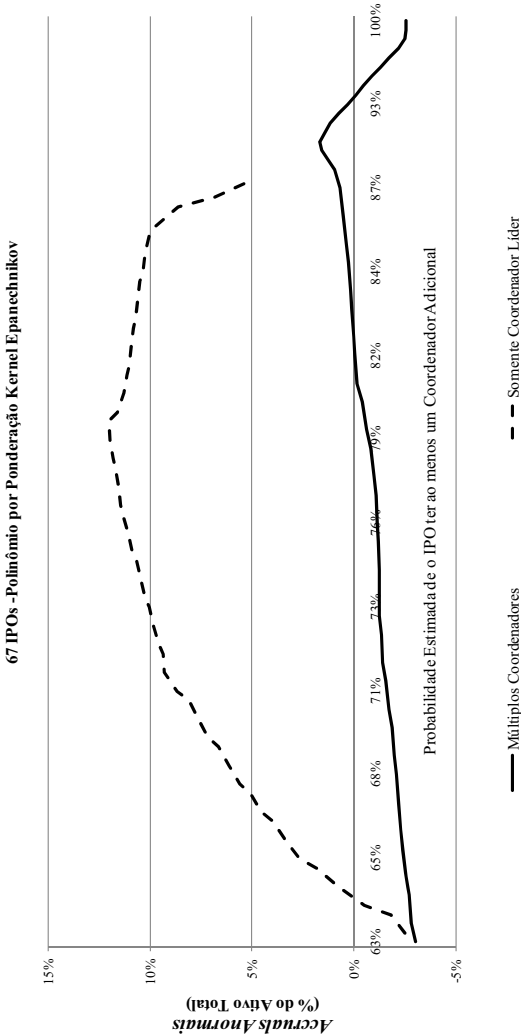
Dessa forma, estimar a diferença dos *accruals anormais* na véspera do IPO entre as empresas com somente um coordenador e aquelas com múltiplos bancos significa mensurar o efeito da presença de coordenadores adicionais no uso de rubricas discricionárias não previstas.

A tabela VIII apresenta o resultado do estimador generalizado de diferenças-em-diferenças por emparelhamento pela densidade kernel do tipo Epanechnikov no suporte comum para o efeito da presença de múltiplos bancos nos diferentes *accruals*. Os resultados mostram que os *accruals anormais* dos IPOs com ao menos um coordenador adicional são 10,2 pontos percentuais mais baixos comparados aos dos IPOs coordenados somente pelo coordenador líder, diferença estatisticamente significativa a (pelo menos) 1%. Quando realizamos a mesma análise nos *accruals totais*, os resultados são similares: a diferença entre os dois grupos atinge 12,6 p.p., estatisticamente significativa a (pelo menos) 5%. Portanto, a relevância da presença de coordenadores adicionais como mecanismo disciplinador se mantém sob os novos critérios de estimação.

Por outro lado, quando comparamos os *accruals normais* – *accruals* que as empresas deveriam ter apresentado de acordo com o modelo – a diferença entre os dois grupos (IPOs com somente um coordenador e IPOs com múltiplos coordenadores) é (de 2,1 p.p.) estatisticamente nula. Este fato evidencia que, apesar de os IPOs com um único coordenador apresentarem uma proporção de rubricas discricionárias como proporção do ativo maior que a dos IPOs coordenados por múltiplos bancos, elas deveriam ter sido semelhantes.

Finalmente, a Figura I apresenta a estimação de polinômios por kernel utilizando os *accruals anormais* para o ano de véspera de IPO. Diferentemente das análises anteriores em que comparamos somente médias, a Figura I mostra que para toda propensão estimada a ter ao menos um coordenador adicional (eixo horizontal) os *accruals anormais* (eixo vertical) dos IPOs coordenados apenas pelo banco líder são economicamente maiores que os *accruals anormais* dos IPOs coordenados por múltiplos bancos. Ou seja, para duas empresas com a mesma probabilidade de contratar múltiplos coordenadores, aquela que, de fato, o fez, apresentou balanços com uma menor proporção de rubricas discricionárias em relação ao ativo total.

Figura I
Accruals Anormais do Balanço do Último Exercício Anual Completo antes do IPO



5 Conclusão

A primeira observação a ser feita é que a questão da manipulação de informações contábeis não conta com uma resposta simples e direta. Por um lado, não podemos tomar como certo que rubricas discricionárias representem manipulações deliberadas que visem a dar benefícios privados aos acionistas (Chan, Chan e Jegadeesh (2006)). Por outro, podemos afirmar que rubricas discricionárias anormais, positivas e significantes, conjugadas com falta de responsabilidade legal são *proxies* fortes para erros intencionais nos demonstrativos.

Independentemente de haver manipulação deliberada das demonstrações, provemos evidência de que existem mecanismos que disciplinam a divulgação de informações financeiras. Em consequência, as demonstrações financeiras tornam-se mais fidedignas, e, refletindo melhor a real situação da empresa, contribuem para um processo de Oferta Pública de Ações em que os investidores iniciais se deparam com uma menor assimetria de informação.

Na prática, foram trabalhados dois vetores básicos neste procedimento: a coordenação feita por bancos de investimento e a formatação das demonstrações financeiras. Ofertas coordenadas por apenas um banco não passam por uma averiguação das informações apresentadas tão intensa como aquelas em que há vários bancos interagindo e discutindo os dados a serem divulgados aos investidores. Da mesma forma, a impossibilidade de se responsabilizarem legalmente as empresas de auditoria pelo formato e conteúdo dos balanços apresentados diminui o esforço das mesmas em fornecer informações mais acuradas sobre as empresas.

A pesquisa revelou que as regras atuais de governança corporativa não são capazes de evitar o uso, pelas empresas emissoras, de mecanismos que diminuam a transparência ao apresentar demonstrativos financeiros com uma participação elevada de rubricas discricionárias.

Em uma perspectiva mais ampla, as discussões envolvendo esses mecanismos levam à reflexão em torno da regulamentação expedida pelo órgão regulador (a CVM) e das regras estabelecidas para segmentos especiais da bolsa, nomeadamente o Novo Mercado da Bovespa: são elas suficientes? Em que pontos poderiam ser aperfeiçoados para que se eliminem as distorções?

Em conclusão, a dissertação aponta para a importância da adoção daqueles mecanismos disciplinadores nos processos de IPO. Esta medida resulta em uma maior proteção aos investidores, ao permitir que façam uma melhor avaliação da empresa, contribuindo, por fim, para o desenvolvimento do mercado de capitais.

6

Referências

- Akerlof, G. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *The Quarterly Journal of Economics*, 488-500, 1970
- Chan, K., L. Chan, N. Jegadeesh, e J. Lakonishok. "Earnings Quality and Stock Returns." *Journal of Business*, 1041-1082, 2006
- Corwin, S. A., e P. Schultz. "The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition." *Journal of Finance*, 443-486, 2005
- Galiani, S., P. Gertler, e E. Schargrodsky. "Water for Life: The Impact of the Privatization of Water Services on Child Mortality." *Journal of Political Economy*, 83-120, 2005.
- Healy, P., e J. Wahlen. "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standart Settings." *Accountigs Horizons*, 365-383, 1999
- Heckman, J. J., H. Ichimura, e P. Todd. "Matching as an Econometric Evaluation Estimator." *The Review of Economic Studies*, 261-294, 1998.
- Heckman, J., H. Ichimura, e P. Todd. "Matching as an Econometric Evaluation Estimator: Evidence from Evaluating a Job Training Programme." *Review of Economic Studies*, 605-654, 1997
- Hribar, P., e D. W. Collins. "Errors in Estimating *Accruals*: Implications for Empirical Research." *Journal of Accounting Research*, 105-134, 2002
- Jones, J. "Earnings Management During Import Relief Investigations." *Journal of Accountig Research*, 193-228, 1991
- Pichler, P., e W. Wilhelm. "A Theory of the Syndicate: Form Follows Function." *Journal of Finance*, 2237-2264, 2001
- Ress, L., e S. Gore. "An Investigation of Asset Write-Downs and Concurrent Abnormal *Accruals*." *Journal of Accounting Research*, 157-169, 1996
- Schipper, K., e L. Vincent. "Earnings Quality." *Accounting Horizons*, 97-110, 2003

Teoh, H. S., I. Welch, e T. J. Wong. "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings." *Journal of Finance*, 1935-1974, 1998

Teoh, S., T. Wong, e G. Rao. "Are *Accruals* During Initial Public Offerings Opportunistic?" *Review of Accounting Studies*, 175-208, 1998

7

Apêndice

Tabela I

Painel A. O Número de IPOs se refere à quantidade de ofertas públicas iniciais de ações que foram realizadas no período em questão. O Número de Balanços é a quantidade de balanços referentes ao período em questão. Painel B. A Média de *Accruals* é a média da variação anual das rubricas discretionárias líquidas do balanço patrimonial normalizada pelo ativo total do ano anterior. A Média de Δ Vendas é média da variação anual da receita líquida normalizada pelo Ativo Total do período anterior.

Painel A: Tamanho da Amostra									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Número de IPOs	0	0	1	0	6	6	16	38	67
Número de Balanços	8	9	14	21	31	53	33		169

Painel B: Estatísticas Descritivas dos Balanços								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Média de <i>Accruals</i>	0.027	0.044	0.063	0.006	0.064	0.040	0.054	0.044
Média de Δ Vendas	0.485	0.377	0.587	0.391	0.287	0.297	0.285	0.342

Nota: Rubricas Discretionárias Líquidas é a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante não-fiduciários.

Tabela II

Dos 67 balanços referentes ao último exercício fiscal disponível aos investidores, 60 se referem a dezembro do ano anterior ao IPO e 7 se referem a dezembro do penúltimo ano antes do IPO. Desses 7 IPOs realizados sem a apresentação do balanço completo do último ano fiscal, 1 foi realizado em 2002 cujo último balanço completo disponível era de 2000, 1 foi realizado em 2004 cujo último balanço completo disponível era de 2002 e 5 foram realizados em 2007 cujos últimos balanços disponíveis se referiam a 2005. O teste de diferença de medianas é realizado utilizando uma regressão quantílica.

Painel A: <i>Accruals</i> dos IPOs no último balanço apresentado aos investidores por número de coordenadores			Painel B: <i>Accruals</i> dos IPOs no último balanço apresentado aos investidores por formato de balanço		
		2000 a 2006			2000 a 2006
<i>Accruals</i> de ofertas realizadas com somente o coordenador líder	Observações	14	<i>Accruals</i> de ofertas realizadas com balanço no formato ProForma	Observações	10
	Média	0.123		Média	0.115
	Mediana	0.106		Mediana	0.110
<i>Accruals</i> de ofertas realizadas com ao menos um coordenador adicional	Observações	53	<i>Accruals</i> de ofertas realizadas com balanço em formato legalmente auditável	Observações	57
	Média	0.035		Média	0.043
	Mediana	0.006		Mediana	0.015
		Dif. de Médias Estatística-t			Dif. de Médias Estatística-t
		0.088 (1.35)			0.072 (0.95)
	Dif. de Medianas Estatística-t	0.104*** (3.50)		Dif. de Medianas Estatística-t	0.103*** (2.77)

Nota: * significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%.

Tabela III

O Painel A apresenta os resultados da estimação da equação (3) sem a variável ProForma. O Painel B apresenta os resultados da estimação da equação (3) sem as variáveis "Ao menos k Coord. Adicionais". O Painel C apresenta os resultados da estimação da equação (3) completa. Em todos os painéis foi utilizada a amostra completa e se incluíram como controles: a variação da receita ajustada, o efeito fixo das firmas e dummies de ano. IPO(t+1) é uma dummy que possui valor igual a um caso a firma realize uma oferta pública inicial de ações no ano seguinte e zero caso contrário. "Ao menos k Coord. Adicionais" são variáveis indicadoras que possuem valor igual a um se a firma realizou a oferta em t+1 com pelo menos k coordenadores extras. ProForma é uma variável indicadora que possui valor igual a um se a empresa em t+1 faz um IPO apresentando balanços no formato pró-forma. As colunas (2) dos painéis apresentam os resultados acrescentando ao conjunto de controles utilizados na coluna (1) a variável Aquisição, uma dummy que possui valor igual a um caso a firma realize um IPO no ano seguinte e tenha adquirido outra empresa no ano corrente e zero caso contrário, e a variável Reestruturação, uma dummy que possui valor igual a um caso a firma realize um IPO no ano seguinte e tenha passado por alguma reestruturação no ano corrente e zero caso contrário.

Painel A: Impacto dos Coordenadores Adicionais nos Accruals			Painel B: Impacto do Formato ProForma nos Accruals			Painel C: Impacto dos Mecanismos Conjuntos nos Accruals		
	Accruals			Accruals			Accruals	
	(1)	(2)		(1)	(2)		(1)	(2)
IPO (t+1)	0.199 (3.82)***	0.211 (3.11)***	IPO (t+1)	0.036 (1.00)	0.062 (1.31)	IPO (t+1)	0.154 (3.89)***	0.175 (3.21)***
Ao menos 1 Coord.Adicional	-0.172 (3.85)***	-0.172 (3.80)***	ProForma	0.235 (4.04)***	0.256 (3.20)***	Ao menos 1 Coord.Adicional	-0.133 (3.05)***	-0.131 (2.84)**
Ao menos 2 Coord.Adicionais	0.002 (0.04)	-0.008 (0.13)	Aquisição		-0.069 (0.98)	Ao menos 2 Coord.Adicionais	-0.002 (0.04)	0.001 (0.03)
Ao menos 3 Coord.Adicionais	-0.100 (1.64)	-0.087 (1.17)	Reestruturação		-0.038 (0.95)	Ao menos 3 Coord.Adicionais	-0.054 (0.78)	-0.062 (1.07)
Aquisição		0.006 (0.08)	Constante	0.093 (1.70)	-0.066 (0.89)	ProForma	0.189 (2.58)**	0.206 (2.15)*
Reestruturação		-0.031 (0.48)	Observações	169	169	Aquisição	-0.055 (0.69)	-0.055 (0.69)
Constante	0.109 (1.81)*	0.109 (1.45)	R2	0.35	0.36	Reestruturação	-0.041 (1.06)	-0.041 (1.06)
Observações	169	169				Constante	0.105 (2.21)**	0.126 (2.34)**
R2	0.34	0.34				Observações	169	169
						R2	0.41	0.41

Notas: (1) Estatística-t (robust) entre parênteses a partir dos erros-padrão agrupados por setor econômico. (2)* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%. (3) R2 ajustado para efeito-
fixo.

Tabela IV

A Tabela IV apresenta os resultados da estimação da equação (3) utilizando a amostra sem o balanço do último exercício fiscal completo apresentados aos investidores. Foram incluídos como controles: a variação da receita ajustada, que interage com cada setor econômico, o efeito fixo das firmas e dummies de ano. IPO(t+2) é uma dummy que possui valor igual a um, caso a firma realize uma oferta pública inicial de ações no segundo ano após o corrente e zero caso contrário. "Ao menos k Coord. Adicionais" são variáveis indicadoras que possuem valor igual a um se a firma realizou a oferta em t+2 com pelo menos k coordenadores extras. ProForma é uma variável indicadora que possui valor igual a um se a empresa em t+2 faz um IPO apresentando balanços no formato pró-forma. Aquisição é uma dummy que possui valor igual a um caso a firma realize um IPO em t+2 e tenha adquirido outra empresa em t+1 e zero caso contrário. Reestruturação é uma dummy que possui valor igual a um caso a firma realize um IPO em t+2 e tenha passado por alguma reestruturação em t+1 e zero caso contrário.

	<i>Accruals</i>		
	(1)	(2)	(3)
IPO (t+2)	0.034 (0.29)	0.022 (0.19)	0.046 (0.34)
Ao menos um Coord. Adicional	-0.068 (0.96)		-0.081 (0.93)
Ao menos 2 Coord. Adicionais	0.062 (0.83)		0.039 (0.39)
ProForma		-0.069 (0.30)	-0.106 (0.34)
Aquisição	0.088 (1.63)	0.100 (2.21)**	0.116 (1.37)
Reestruturação	-0.216 (3.14)***	-0.331 (1.23)	-0.254 (1.29)
Constante	0.036 (0.45)	0.030 (0.54)	0.062 (0.99)
Observações	102	102	102
R2	0.50	0.50	0.50

Notas: (1) Estatística-t (robust) entre parênteses a partir dos erros-padrão agrupados por setor econômico. (2)* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%. (3) R2 ajustado para efeito-fixos.

Tabela V

O Pannel A apresenta a distribuição do número de IPOs pela quantidade de instituições coordenando a oferta. O Pannel B apresenta os resultados da estimação da equação (4) utilizando um modelo logit e amostra de 67 IPOs. Log do Volume da Oferta é o logaritmo natural do montante (em milhões de Reais brasileiros) da soma da oferta primária e secundária. Coordenador Líder Brasileiro é uma variável indicadora que possui valor igual a um caso o coordenador líder do IPO seja um banco de capital brasileiro e zero caso contrário. São bancos brasileiros: Itáu, Bradesco, Unibanco, Banco Fator e Banco do Brasil. São bancos estrangeiros: UBS Pactual, Credit Suisse, Citigroup, Deutsche Bank, JPMorgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Goldman Sachs, ABN AMRO, Santander e Banco Espírito Santo. Relacionamento é uma dummy que possui valor igual a um caso no prospecto definitivo seja divulgado que existia algum tipo de relacionamento entre o banco coordenador e a empresa ofertante antes do IPO. Experiência é uma dummy que possui valor um se o banco coordenador líder pertencer ao grupo dos bancos com maior experiência em IPOs no Brasil (UBS Pactual, UBS, Pactual e Credit Suisse).

Painel A: Número de Coordenadores	
	Número de IPOs
Somente Coordenador Líder	14
1 Coordenador Adicional	40
2 Coordenadores Adicionais	10
3 Coordenadores Adicionais	1
4 Coordenadores Adicionais	2

Painel B: Determinantes da Presença de ao menos um Coordenador Adicional	
	Logit
	1[Ao menos um Coordenador Adicional]
Log do Volume Total da Oferta	0.053 (0.45)
Coordenador Líder Banco Brasileiro	*
Relacionamento	0.487 (0.64)
Experiência	-0.562 (0.65)
Constante	1.130 (1.01)
Observações	57
Pseudo R2	0.02

Nota: Estatística-z entre parênteses. * significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%. Dummy Coordenador Líder Banco Brasileiro prevê perfeitamente a variável ao menos um coordenador adicional na estimação logit.

Tabela VI

O suporte comum exclui os IPOs realizados com ao menos um coordenador adicional cuja propensão estimada a ter um coordenador adicional é maior que a maior propensão estimada dos IPOs realizados com somente o coordenador líder. As propensões são os valores preditos da estimação da equação (4), apresentada no painel B da tabela V.

Suporte Comum		Pr(Ao menos um Coordenador Adicional)			
Somente Coordenador Líder	Observações	Máximo	Mínimo	Média	Mediana
	14	87.51%	62.85%	73.46%	71.75%
	40	87.48%	62.55%	75.18%	73.28%
Fora do Suporte Comum		Pr(Ao menos um Coordenador Adicional)			
Ao menos um Coordenador Adicional	Observações	Máximo	Mínimo	Média	Mediana
	3	88.45%	87.91%	88.18%	88.17%
	10	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Tabela VII

O Painel A apresenta as estatísticas descritivas dos accruals dos IPOs coordenados por somente um banco e as dos coordenados por múltiplos bancos que pertencam ao suporte comum. O Painel B apresenta os resultados da estimação da equação (3) utilizando como amostra somente as empresas pertencentes ao suporte comum. Se incluíram como controles: a variação da receita ajustada, que interage com cada setor econômico, o efeito fixo das firmas e dummies de ano. IPO(t+1) e uma dummy que possui valor igual a um, caso a firma realize uma oferta pública inicial de ações no ano seguinte e zero caso contrário. "Ao menos k Coord. Adicionais" são variáveis indicadoras que possuem valor igual a um se a firma realizou a oferta em t+1 com pelo menos k coordenadores extras. ProForma é uma variável indicadora que possui valor igual a um se a empresa em t+1 faz um IPO apresentando balanços no formato pró-forma. As colunas (2) dos painéis apresentam os resultados acrescentando ao conjunto de controles utilizados na coluna (1) a variável Aquisição, uma dummy que possui valor igual a um caso a firma realize um IPO no ano seguinte e tenha adquirido outra empresa no ano corrente e zero caso contrário, e a variável Reestruturação, uma dummy que possui valor igual a um caso a firma realize um IPO no ano seguinte e tenha passado por alguma reestruturação no ano corrente e zero caso contrário.

Painel A: Accruals dos IPOs pertencentes ao suporte comum do último balanço apresentado aos investidores por número de coordenadores		
		2000 a 2006
Accruals de ofertas realizadas com somente o coordenador líder pertencentes ao suporte comum	Observações	14
	Média	0.123
	Mediana	0.106
Accruals de ofertas realizadas com ao menos um coordenador adicional pertencentes ao suporte comum	Observações	40
	Média	0.017
	Mediana	0.004
	Dif. de Médias	0.105*
	Estatística-t	(1.92)
	Dif. de Medianas	0.103***
	Estatística-t	(3.15)
Painel B: Efeito dos Mecanismos Disciplinadores no Suporte Comum		
	Accruals	
	(1)	(2)
IPO (t+1)	0.227 (3.08)***	0.199 (3.79)***
Ao menos um Coord. Adicional	-0.171 (3.76)***	-0.132 (2.74)**
Ao menos 2 Coord. Adicionais	-0.044 (1.02)	-0.032 (1.08)
ProForma		0.166 (1.78)*
Aquisição	0.053 (0.75)	-0.011 (0.14)
Reestruturação	-0.058 (1.11)	-0.065 (1.66)
Constante	-0.098 (0.90)	0.110 (1.85)*
Observações	143	143
R2	0.32	0.36

Notas: (1) Estatística-t (robust) entre parênteses a partir dos erros-padrão agrupados por setor econômico. (2)* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%. (3) R2 ajustado para efeito-fixos. (4) A variável dummy do 3º coordenador adicional não foi incluída porque as três empresas que possuem ao menos um terceiro coordenador adicional não pertencem ao suporte comum.

Tabela VIII

As colunas apresentam o efeito médio da presença de ao menos um Coordenador Adicional ponderado por *propensity score matching* a partir das propensões estimadas pela equação (4). Foram utilizados somente os IPOs pertencentes ao suporte comum apresentado na tabela VI. A coluna (1) apresenta o efeito médio nos *accruals totais* (verificados). A coluna (2) apresenta o efeito médio nos *accruals normais* (valores preditos da regressão da equação (2) sem a dummy IPO e utilizando na amostra somente os IPOs no suporte comum). A coluna (3) apresenta o efeito médio nos *accruals anormais* (resíduos da regressão da equação (2) sem a dummy IPO e utilizando na amostra somente os IPOs no suporte comum).

	(1) <i>Accruals</i> <i>Totais</i>	(2) <i>Accruals</i> <i>Normais</i>	(3) <i>Accruals</i> <i>Anormais</i>
Ao menos 1 Coord.Adicional	-0.126** (0.062)	-0.021 (0.052)	-0.102*** (0.031)
Observações	54	54	54

Notas: (1) Erros-padrão entre parentesis: são utilizadas 1000 replicações em bootstrap que calcula o erro-padrão para a estimação de PS-Matching Kernel do tipo Epanechnikov. (2)* significativo a 10%, ** significativo a 5%, *** significativo a 1%.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)