

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								
	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>Total</u>
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)	
	Observações	0.104***			Observações	0.103***	
	Média	(3.50)			Média	(2.77)	
	Mediana				Mediana		
		Dif. de Médias Estatística-t				Dif. de Médias Estatística-t	

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		
	Accruals	
	(1)	(2)
IPO (t+1)	0.199 (3.82)***	0.211 (3.11)***
Ao menos 1 Coord.Adicional	-0.172 (3.85)***	-0.172 (3.80)***
Ao menos 2 Coord.Adicionais	0.002 (0.04)	-0.008 (0.13)
Ao menos 3 Coord.Adicionais	-0.100 (1.64)	-0.087 (1.17)
Aquisição	0.006 (0.08)	0.006 (0.08)
Reestruturação	-0.031 (0.48)	-0.031 (0.48)
Constante	0.109 (1.81)*	0.109 (1.45)
Observações	169	169
R2	0.34	0.34

Painel B: Impacto do Formato ProForma nos Accruals		
	Accruals	
	(1)	(2)
IPO (t+1)	0.036 (1.00)	0.062 (1.31)
ProForma	0.235 (4.04)***	0.256 (3.20)***
Aquisição	-0.069 (0.98)	-0.069 (0.98)
Reestruturação	-0.038 (0.95)	-0.038 (0.95)
Constante	0.093 (1.70)	-0.066 (0.89)
Observações	169	169
R2	0.35	0.36

Painel C: Impacto dos Mecanismos Conjuntos nos Accruals		
	Accruals	
	(1)	(2)
IPO (t+1)	0.154 (3.89)***	0.175 (3.21)***
Ao menos 1 Coord.Adicional	-0.133 (3.05)***	-0.131 (2.84)**
Ao menos 2 Coord.Adicionais	-0.002 (0.04)	0.001 (0.03)
Ao menos 3 Coord.Adicionais	-0.054 (0.78)	-0.062 (1.07)
ProForma	0.189 (2.58)**	0.206 (2.15)*
Aquisição	-0.055 (0.69)	-0.055 (0.69)
Reestruturação	-0.041 (1.06)	-0.041 (1.06)
Constante	0.105 (2.21)**	0.126 (2.34)**
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-fixos.

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%
Ao menos um Coordenador Adicional		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%.