

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A - FUCAPE MA

NIELSON DOS SANTOS SOARES

**QUALIDADE DOS *ACCRUALS*, REPUTAÇÃO DO
SUBSCRITOR E *UNDERPRICING* NO PROCESSO DE IPO**

**SÃO LUÍS
2021**

NIELSON DOS SANTOS SOARES

**QUALIDADE DOS ACCRUALS, REPUTAÇÃO DO
SUBSCRITOR E *UNDERPRICING* NO PROCESSO DE IPO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Administração, Fucape Pesquisa e Ensino S/A - FUCAPE MA, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade e Administração – Nível Acadêmico.

Orientador: Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth.

**SÃO LUÍS
2021**

NIELSON DOS SANTOS SOARES

**QUALIDADE DOS *ACCRUALS*, REPUTAÇÃO DO
SUBSCRITOR E *UNDERPRICING* NO PROCESSO DE IPO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A - FUCAPE MA, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade e Administração.

Aprovada em 16 de julho de 2021.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. AZIZ XAVIER BEIRUTH
Fucape Pesquisa e Ensino S/A - FUCAPE MA

Prof. Dr. FELIPE STORCH DAMASCENO
Fucape Pesquisa e Ensino S/A - FUCAPE MA

Prof. Dr. TALLEs VIANNA BRUGNI
Fucape Pesquisa e Ensino S/A - FUCAPE MA

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pela dádiva da vida e por ter me dado forças para chegar até aqui.

A minha mãe, Ana, pela criação, amor, cuidado e por nunca ter deixado eu desistir dos seus sonhos. Eu te amo, e tudo isso é por você. A meu pai Josuel, que mesmo de longe me incentiva a buscar pelos meus sonhos.

Um agradecimento especial ao mestre e doutorando Eliakim Mendes, por estar sempre do meu lado, me ajudando e me dando forças. Obrigado por tudo.

Aos amigos que conquistei nessa linda jornada chamada mestrado. Em especial quero agradecer sempre pela amizade dos companheiros da linha de Contabilidade Nádia Marinho, Heloisa Raposo, Lucilene, Leo Assunção, Halden, Roseaildo e Elandro.

Ao meu orientador, professor Aziz Beiruth por acreditar nessa pesquisa e pelo apoio, paciência e pelo conhecimento transmitido nesse processo de orientação.

Aos professores Dr. Felipe Storch e Dr. Talles Vianna Brugni pelas contribuições para a melhoria deste trabalho.

“O sucesso é uma consequência e não um objetivo.”

(Gustave Flaubert)

RESUMO

O debate empírico acerca da subprecificação das ofertas públicas iniciais vem sendo extensivamente discutido em finanças corporativas. Diante disso, esta pesquisa buscou analisar a relação entre a qualidade dos *accruals* com a subprecificação das ofertas e identificar se a presença de um subscritor mais conceituado no mercado tem efeito na redução do *underpricing*. A pesquisa conta com uma abordagem explicativa e quantitativa, analisando dados das empresas que abriram capital na B3 - Brasil, Bolsa e Balcão, disponíveis na base do Economática. Utilizou-se o método de análise de dados em painel, considerando o período de 2010 a 2018, por meio da plataforma do software de estatística STATA. Em consonância com a literatura, há evidências que a qualidade das informações contábeis reduz a subprecificação das ofertas no primeiro dia de negociação das ofertas. Em seguida, buscou-se analisar se a presença de um banco subscritor com prestígio contribui para a mitigação do efeito *underpricing*. Constatou-se, por fim, sugere-se que a contratação de banco de investimento mais conceituado pode não influenciar nos retornos anormais observados nos IPOs. Como contribuição principal, esta pesquisa elucida sobre a relevância da qualidade da informação contábil no processo de abertura de capital, com ênfase em seus efeitos no primeiro dia de negociação para as empresas estreantes no mercado financeiro. Além disso, há um maior entendimento acerca da associação entre a qualidade da informação contábil e a reputação do subscritor para companhias da bolsa.

Palavras-chave: *Underpricing*; IPO; Qualidade dos *Accruals*; Reputação do Banco subscritor.

ABSTRACT

The empirical debate about the underpricing of initial public offerings has been extensively discussed in corporate finance. Therefore, this research sought to analyze the relationship between the quality of accruals with the underpricing of offers and identify whether the presence of a more reputable subscriber in the market has an effect on reducing underpricing. The research has an explanatory and quantitative approach, analyzing data from companies that went public at B3 - Brasil, Bolsa and Balcão, available on the Economática database. The panel data analysis method was used, considering the period from 2010 to 2018, through the STATA statistical software platform. In line with the literature, there is evidence that the quality of accounting information reduces the underpricing of offers on the first day of trading. Next, we sought to analyze whether the presence of a prestigious subscriber bank contributes to mitigating the underpricing effect. Finally, it was found that hiring a more reputable investment bank may not influence the abnormal returns observed in IPOs. As a main contribution, this research elucidates the quality of accounting information in the IPO process, highlighting its effects on the first day of trading for companies that are new to the financial market. In addition, there is a greater understanding of the association between the quality of accounting information and a subscriber's reputation for stock exchange companies.

Key words: Underpricing; IPO; Quality of Accruals; Subscribing bank's reputation.

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	8
1. INTRODUÇÃO	8
Capítulo 2.....	13
2. REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1. A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES	13
2.2. <i>UNDERPRICING</i> E A QUALIDADE DOS <i>ACCRUALS</i>	15
2.3. A REPUTAÇÃO DO SUBSCRITOR	21
Capítulo 3.....	24
3. METODOLOGIA DA PESQUISA	24
3.1. COLETA DE DADOS E DETALHAMENTO DA AMOSTRA	24
3.2. DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	24
3.2.1 CÁLCULO DOS RETORNOS ANORMAIS	24
3.1.2 CÁLCULO DA VARIÁVEL QUALIDADE DOS <i>ACCRUALS</i>	24
3.1.3 CÁLCULO DA VARIÁVEL REPUTAÇÃO DO SUBSCRITOR	30
3.1.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE	31
Capítulo 4.....	34
4. ANÁLISE DOS DADOS	34
4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	34
4.2. MATRIZ DE CORRELAÇÃO	36
4.3. ANÁLISE DOS MODELOS DE REGRESSÃO	39
Capítulo 5.....	48
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
REFERÊNCIAS.....	51

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Em um processo de IPO (do inglês *Initial Public Offerings*), os *underwriters* ou bancos subscritores são intermediários financeiros responsáveis pela certificação dos preços e alocação das emissões de ofertas públicas iniciais para o mercado de capitais (Arora, & Singh, 2019). Nesse sentido, o prestígio do banco subscritor vem gradativamente sendo objeto de estudo por diversos pesquisadores nacionais e internacionais (Mok & Hui, 1998; Chen & Mohan, 2002; Kirkula & Davis, 2005; Dimovski, Philavanh, & Brooks, 2011; Su & Bangassa, 2011; Chung, 2017; Xu, Gong, & Gong, 2017).

Na teoria, a reputação dos bancos de investimentos é associada a negociações de menor risco no mercado (embora existam casos de quedas de precificação no primeiro ou nos primeiros dias pós-IPO) (Ursel & Zhong, 2018; Ong, Mohd-Rashid, & Taufil-Mohd, 2020). A participação de um subscritor mais conceituado em um IPO pode afastar crenças em determinados grupos de investidores sobre o futuro desempenho da empresa pós-IPO (Chung, 2017).

No mercado financeiro, os investidores associam a reputação dos bancos de investimentos com equilíbrio ou turbulência de uma empresa durante as primeiras negociações (Ong, Mohd-Rashid, & Taufil-Mohd 2020). Por isso, a escolha do intermediário financeiro requer determinadas ponderações no processo de abertura de capital, pois a decisão afetará todo o curso de transição da IPO e principalmente acarretará efeitos na rentabilidade das negociações futuras (Kim & Hwang 2018).

Os autores Brau e Johnson (2009) acreditam que as chances da contratação de um banco subscritor mais conceituado no mercado aumentam quando a empresa possui qualidade em suas informações contábeis. Isto é, os emissores já fornecem o primeiro sinal positivo para o mercado, quando há no IPO a presença de banco de investimento com prestígio associado a uma alta qualidade da informação contábil.

A qualidade da informação é fundamental tanto para a governança da empresa, quanto para os investidores que a utilizam para maximizar os retornos dos seus investimentos (Ong, Mohd-Rashid, & Taufil-Mohd, 2020). A informação contábil desempenha papéis importantes para o mercado de capitais: auxilia na análise de possíveis oportunidades para investimentos e concede ao investidor do capital a possibilidade de acompanhar a aplicação dos recursos que foram disponibilizados para a companhia (Shagari, Abdullah, & Mat Saat, 2018).

Exemplos como a concentração acionaria (Chen, Tang, Jiang, & Lin, 2010), a alavancagem da empresa (Kohlbeck, & Warfield, 2010) e a presença de investidores estrangeiros (Isidro & Raonic, 2012) são mecanismos de incentivos que motivam as companhias a divulgarem para o mercado informações contábeis com qualidade e que apresentem com maior esforço a realidade econômica da empresa (Singh & Gupta, 2018).

Geralmente, pesquisadores desenvolvem medidas de qualidade de informação contábil conforme os resultados que são divulgados pelas companhias ou pelos componentes dessas demonstrações, visto que não há na literatura um acordo ou abordagem predominante sobre uma estimativa única da qualidade da informação contábil (Ong, Mohd-Rashid, & Taufil-Mohd, 2020). A medida de qualidade dos *accruals* explicada por Dechow e Dichev (2002) prediz que resultados estruturados

mais próximos do fluxo de caixa são os que possuem maior qualidade (Erol, Tirtiroglu, & Tirtiroglu, 2020).

Os autores Xu, Gong, e Gong (2017) elucidam que a qualidade dos *accruals* está negativamente associada com o fenômeno *underpricing*, efeito denominado como o deságio observado entre o preço fixado na oferta inicial e o preço de fechamento no primeiro dia de negociação. Os pesquisadores também analisaram os impactos do prestígio do banco subscritor a frente do processo de IPO no mercado chinês, e eles sugerem que a subprecificação das ofertas e a baixa qualidade dos *accruals* são parcialmente compensados quando a organização possui em seu processo de IPO um banco de investimento respeitável.

Os resultados alcançados por Gusnia e Lestari (2019) sobre o tema os efeitos da governança corporativa e a reputação do subscritor nos IPOs das empresas listadas na bolsa da Indonésia, apontam uma relação negativa entre a reputação do subscritor e a subprecificação das ofertas, sugerindo que a contratação de subscritores com prestígio reduz o efeito do *underpricing*.

Baseado nesse contexto, o problema de pesquisa que motiva o desenvolvimento desse estudo é: **A qualidade dos *accruals* e Reputação do subscritor reduzem o *underpricing* nos IPOs do mercado brasileiro?** Em linhas gerais, o objetivo deste trabalho é analisar a relação entre a qualidade dos *accruals* com a subprecificação das ofertas e identificar se a presença de um subscritor mais conceituado no mercado tem efeito na redução do *underpricing*, entre período de 2010 a 2018.

A primeira motivação deste estudo é a existência de poucas pesquisas acerca da qualidade dos *accruals* e reputação do banco de investimento associados ao processo de abertura de capital na bolsa de valores brasileira. Grande parte das

pesquisas explorando essa temática são de países desenvolvidos e que possuem um mecanismo de investimentos mais diversificado que o Brasil. Pouco se foca em países de escala emergente que, apesar do crescente número de empresas listada em bolsa, ainda passam por grandes desafios em relação aos estigmas de reportes de informações financeiras e contábeis para o mercado.

Em segundo lugar, os estudos elencados a este esclarecem o problema de pesquisa sobre a qualidade dos *accruals* e o prestígio do subscritor com o fenômeno *underpricing*. No entanto, por se tratar de pesquisas realizadas em países que possuem regimes e políticas empresariais diferenciadas, e por constituírem características de composição acionaria distintas do cenário brasileiro, esta pesquisa também será controlada pela variável estrutura de propriedade, a fim de analisar o comportamento dos resultados das empresas brasileiras, acerca da temática explorada nesse trabalho.

Considerando o contexto brasileiro, um país emergente, as empresas possuem uma tradicional estrutura de propriedade concentrada, culminando em uma concentração de capital com direito a voto e uma forte tendência de discricionariedade dos resultados, assegurando assim os interesses dos acionistas controladores (Torres, Bruni, Castro, & Martinez, 2010).

Este estudo busca preencher um *gap* ao fornecer evidências sobre a reputação do banco subscritor em um processo de IPO no mercado brasileiro. Nota-se que há ainda um baixo desenvolvimento na literatura brasileira acerca da abordagem da reputação do banco de investimento, em particular, associando-a ao *underpricing*. Além do mais, reforça-se o conceito da qualidade da informação contábil, observada através da métrica Qualidade dos *Acruals* por (Dechow & Dichev, 2002; Francis, LaFond, Olsson, & Schipper, 2005).

Quanto a linha metodológica, caracterizou em uma pesquisa de natureza quantitativa e descritiva, com uso de dados secundários, onde seu universo amostral foi formado por empresas que abriram capital na B3, analisando 52 novas IPO, entre os anos de 2010 e 2018, totalizando 36 períodos. Para coleta e composição das variáveis analisadas nesse trabalho, utilizou-se as informações financeiras disponíveis na base do Economatica. Por fim, para análise dos resultados, utilizou-se a técnica de análise de dados em painel, aplicando o método dos mínimos quadrados ordinários (*Pooled Ordinary Least Squares*) com controle por ano e setor.

Este trabalho está organizado em cinco capítulos: Após essa introdução, o segundo capítulo desenvolve o referencial teórico, clarificando os temas abrangentes da pesquisa e fornecendo suporte para as hipóteses levantadas. Os procedimentos metodológicos que são embasamentos ao referencial teórico são destacados no terceiro capítulo. No quarto capítulo é explanado os resultados e no quinto capítulo é apresentado as considerações finais.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES

A constituição do patrimônio líquido da empresa e seu controle, são princípios indispensáveis nas pesquisas de finanças (Kalil & Benedicto, 2018). Isso ocorre porque a proporcionalidade de capital próprio e de terceiros é uma análise relevante na tomada de decisão dos investidores em relação aos ativos disponibilizados no mercado (Altinkliç, Banerjee, Hansen, & Zhang, 2020).

O IPO é caracterizado pela disponibilização, de forma parcial, das ações de uma empresa para negociação no mercado de capitais (Yan & Williams, 2020). É também um mecanismo de captação de recursos, com o objetivo de financiamento das atividades operacionais e expansão no mercado. Além disso, tem um papel diversificador nos projetos de ampliação de serviços e produtos (Rodarte & Camargos, 2013).

Na literatura, há teorias que explicam a decisão da empresa na condução da abertura de capital, exemplos: Ciclo de vida da empresa, (Costa & Machado, 2015); captação de recursos para financiar projetos (Ghion & Marques, 2013); expansão de negócios (Ghion, & Marques, 2013); vantagens competitivas (Maksimovic & Pichler, 2001) e facilidade do sócio em retirar-se do capital investido (Brau, Ryan, & DeGraw, 2006).

Evidências apontam a utilização da estrutura ótima de capital como motivação para IPO. Nessa teoria, uma empresa não recorre a abertura de capital por riscos de falências e sim pelo atrativo cenário para investimentos, sugerindo altos níveis de

rentabilidades ou captação de recursos para reduzir seu endividamento e continuar crescendo (Cals & Martelanc, 2014).

Os autores Bancel e Mitto (2009), analisando 12 países da União Europeia, mostraram que grandes empresas consideram o monitoramento externo um fator relevante para a abertura de capital. Por outro lado, as empresas pequenas tomam decisão de abrir seu capital pela necessidade da captação do recurso para crescimento em um curto período. Já as empresas que possuem controle familiar acreditam que a abertura de capital facilita a negociação com os credores, sem que os membros da família tenham que renunciar o controle da empresa.

A exposição da estrutura financeira e operacional da empresa é o primeiro choque de visibilidade que a empresa experimenta no processo de IPO. São informações de acesso para os investidores, sobre a vida da empresa (Yan & Williams, 2020). Esse procedimento denota uma política que possibilita acesso a informações para a decisão de investir ou não em determinadas ações, baseado na situação econômica da companhia. Com isso, faz-se necessário um departamento de relação com investidores (Altinkiliç, Banerjee, Hansen, & Zhang, 2020).

Convém ressaltar que abrir capital em bolsa provoca uma série de modificações na estrutura organizacional da instituição. Entre as alterações, pode-se citar a prestação de contas para aos sócios, a comunidade e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Observa-se um assentimento mais rígido sobre Governança Corporativa e a programação de divulgação do planejamento estratégico. As companhias estão suscetíveis a arcar com despesas de consultorias e registro da oferta para emissão de novas ações, que podem chegar até 29,00% de todo o valor arrecadado (Andrade & Lucena, 2017).

A fim de um melhor entendimento sobre o fluxo das operações do IPO, pesquisas sobre anomalias identificadas dentro do processo começaram a ser desenvolvidas na década de 1980, em consequência do crescimento da bolsa de valores brasileira (Allen & Faulhaber, 1989). Visto o crescimento nos índices de abertura de capital na bolsa, o efeito sondado no mercado acionário de vários países passou a ganhar notoriedade em estudos brasileiros (Sonoda, 2008).

Entre algumas anomalias estudadas, capturou-se o fenômeno *underpricing*. Motivado pela subprecificação das ações no processo de IPO (Adzor & Igbawase, 2014).

2.2. UNDERPRICING E A QUALIDADE DOS ACCRUALS

Observado mundialmente nas operações de IPO, o *underpricing* pode ser entendido como a diferença observada entre o preço fixado na abertura das negociações com o preço de fechamento do dia (Erol, Tirtiroglu, & Tirtiroglu, 2020).

Os autores Stoll e Curley (1970), pioneiros na identificação da ocorrência do *underpricing*, analisando uma amostra de 640 ofertas iniciais, sugerem que o retorno do primeiro de negociação foi 43,00% maior que observados durante 6 meses após o IPO. Observando os resultados a longo prazo, houve impactos na performance das negociações motivada pela presença da subprecificação capturada no primeiro dia, dando ênfase a um sistema reverso de retorno.

Por sua vez, Ibbotson (1975) ao analisar 120 IPOs estadunidenses, entre o período de 1960 e 1969, identificou a presença do deságio entre o valor fixado e o valor negociado no primeiro dia de negociação a um percentual médio de 11,40% em comparação com a movimentação diária do mercado. O autor destaca que um dos

possíveis motivos para subprecificação das ofertas é o interesse do emissor em deixar o investidor mais realizado, para que um preço atrativo em uma nova emissão seja facilmente auferido.

Os autores Loughran e McDonald (2013) analisando 1.887 IPOs nos Estados Unidos, entre 1997 e 2010, evidenciaram um nível médio do *underpricing* de 34,80% no primeiro dia de negociação. Os autores relatam que os níveis mais altos de subprecificação aconteceram no período do estouro da bolha PontoCom que teve seu boom no período de 1997 a 2000.

No contexto brasileiro, Saito e Maciel (2006) identificaram uma média de 6,00% de *underpricing* observada em 27 IPOs entre o período de 1999 a 2006. Acredita-se que grande parte desse percentual seja associado à reputação da coordenação do processo de IPO e pelos custos no processo, como a emissão e distribuição de ações para o mercado estrangeiro.

A subprecificação das ofertas reflete diretamente no capital levantado durante o processo de IPO, tornando o processo menos eficiente, pois a empresa poderá captar no primeiro dia de negociação um montante inferior ao que foi planejado no fechamento e com a mesma quantidade de ações. Conhecido como “money left on the table”, ou “dinheiro deixado na mesa”, é um termo utilizado acerca da valorização que o mercado secundário de ações prospecta pós IPO. Se no primeiro dia de negociação houvesse essa situação positiva, o montante arrecadado seria maior (Stoll & Curley, 1970).

Os autores Katti e Phani (2016) asseveram que o efeito do *underpricing* no IPO pode ser causado de forma intencional por parte das empresas para fortificar a base dos *stakeholders*. No intuito de atrair olhares de novos investidores e descentralizar as ações de alguns grupos mais informados. O chamado *Hot Market* é um exemplo

de descentralizador de ações dentro do mercado, que no período de alta se projeta uma entrada significativa de novos investidores, com foco da diversificação na carteira, deixando o cenário menos centralizado.

É comum observar o otimismo dos investidores em relação às perspectivas dos retornos a curto prazo de novas emissões de ações no mercado (Sharma, Chaudhary, & Gera, 2020). Essa avaliação positiva contribui para um aumento orgânico do preço das ações. Porém, em um segundo momento e já sem essa forte expectativa, o preço das ações podem cair a longo prazo, ou mesmo ficarem constante. Observa-se que com o passar do tempo, haverá uma queda de desempenho que pode ser baseada a partir do preço do IPO (Silva & Ghani, 2014).

Após o conhecimento de colapsos de grandes companhias acerca das interferências das informações financeiras, mercados internacionais começaram a esforços na qualidade nos demonstrativos reportados pelas empresas antes e durante o processo de IPO. Questionamentos também foram feitos acerca da aplicabilidade da padronização das informações contábeis, que foram criadas para resguardar as partes interessadas que tomam suas decisões a partir dessas informações (Xu, Gong, & Gong, 2017).

No processo de IPO quanto maior for a demanda em busca pelos resultados financeiros da empresa recém-chegada no mercado, maior será a qualidade que os seus demonstrativos financeiros terão para satisfazer os investidores (Kim & Hwang, 2018).

Para Dechow, Ge e Schrand (2010), a qualidade das demonstrações contábeis são referências que denotam a situação realista sobre a performance financeira da companhia, sendo principal suporte para a tomada de decisão por parte dos *stakeholders*. Os autores Certo, Daily e Dalton (2001) acreditam que a qualidade das

informações financeiras pode reduzir as incertezas dos investidores, como também o efeito de subprecificação das ofertas.

Os autores Lin e Shen (2015) relatam que a qualidade dos resultados está associada ao fluxo de caixa da empresa e ao regime de competência, uma vez que a composição das demonstrações contábeis afetou ou afetará o caixa em algum momento. O aperfeiçoamento da gestão no confronto entre receitas e despesas, mostra que os fluxos de caixa estão sendo alocados corretamente, respeitando o princípio da competência.

Através do regime de competência surge a ideia dos *accruals*, que são definidos como componentes dos resultados que não estão diretamente inseridos no *cash flows* operacional, podendo ter como objetivo o inflacionamento da real performance financeira da empresa (Lobo, Song, & Stanford, 2012). Os *accruals* são fluxos de caixa, que foram ou serão gerados em momento diverso do seu reconhecimento na contabilidade, podendo impulsionar a necessidade de futuros ajustes contabilísticos (Bandyopadhyay, Huan, Sun, & Wirjanto 2017).

Na literatura, os *accruals* são baseados em estimativas ou preposições que se mensurados de forma errada, serão sujeitos a ajustes nos resultados seguintes. (Dechow & Dichev, 2002). Em suma, a qualidade das informações financeiras pode sofrer efeitos negativos, caso o objetivo da utilização dos *accruals* seja a manipulação dos resultados (Larson, Sloan, & Giedt, 2018).

Segundo Pollard (2016), o comportamento oportunista dos gestores pode aumentar os erros de estimações pelo incorreto uso dos *cash flows* refletindo em mal gerenciamento dos seus resultados. Esse fato pode levar a manipulação das informações financeiras e a uma futura necessidade de ajustes, refletindo em uma

baixa qualidade dos resultados da empresa, distorcendo a real função da aplicação dos *accruals* (Rodrigues, Batista, Melo, & Mól, 2019).

O acompanhamento dos *cash flows* futuros é uma ferramenta de suporte para os agentes tomadores de decisão. Essa prática acaba se tornando mais confiável quando há segurança de que os *accruals* não estão sendo manipulados por erros de estimação (Larson, Sloan, & Giedt, 2018). Segundo Dechow (1994) isso permite que a qualidade dos *accruals* pode mensurar os riscos de informações nos demonstrativos reportados para o mercado, ou seja, diminuindo as incertezas dos investidores sobre a baixa qualidade das informações financeiras, que podem ser manipuladas pela discricionariedade das partes interessadas.

A qualidade das informações contábeis estimada através da qualidade dos *accruals* é habitualmente avaliada pelo desvio padrão resultante da diferença entre os *accruals* que são estimados por um determinado modelo, com os *accruals* que são concretamente observados (Dechow & Dichev 2002; Lustosa, Fernandes, Nunes, & Araújo 2010; Larson, Sloan, & Giedt, 2018).

Os autores Shalaei e Hashemi (2017) ao analisarem a qualidade da informação contábil nas empresas listadas na bolsa de Teerã, no período de 10 anos, entre 2005 e 2015, relatam que existe relação significativa e negativa entre os impactos da qualidade dos *accruals* com o prêmio de risco do mercado. Já Bandyopadhyay, Huang, Sun e Wirjanto, (2017) associam a dimensão da qualidade dos resultados com prenúncio de grandes retornos no futuro, visto que o mercado premia a empresa com melhor qualidade.

Segundo Francis, LaFond, Olsson e Schipper (2005) o menor ou maior retorno acionário está diretamente associado com qualidade dos *accruals*. Os autores Mouselli, Jaafar e Goddard (2013) relatam que não há associação entre a qualidade

dos resultados medidos pela qualidade dos *accruals*, com os preços fixados no mercado acionário.

Dentro desse contexto, o presente trabalho examinará se existe relação entre qualidade dos *accruals* e o *underpricing*, testando a seguinte hipótese:

H1: A qualidade dos *accruals* tem relação negativa com o *underpricing* no cenário brasileiro.

A figura 1 sumariza alguns estudos encontrados na literatura sobre a qualidade dos *accruals*:

Autores	País	Questão de pesquisa	Resultados encontrados
Silva, Noriller, Silva, & de Souza, (2018).	Brasil	Qualidade do lucro e o retorno acionário.	Associação positiva e significativa entre a qualidade dos <i>accruals</i> e os retornos acionários
Hutagaol-Martowidjojo, & Kim, (2021).	Indonésia	Qualidade dos resultados e o <i>underpricing</i> nos primeiros dias de negociação.	Relação positiva entre a qualidade dos <i>accruals</i> e o <i>underpricing</i> .
Xu, Gong, & Gong, (2017)	China	Qualidade do <i>accruals</i> , reputação do subscritor e <i>Underpricing</i> .	A relação entre Qualidade dos <i>accruals</i> e <i>underpricing</i> é compensada quando os emissores contratam subscritores com reputação no mercado.
Ciešlik, (2016).	Polônia	Qualidade dos resultados e o <i>underpricing</i>	Relação positiva entre a qualidade dos <i>accruals</i> e o <i>underpricing</i> .
Shalaei and Hashemi (2017)	Teerã	Qualidade do <i>accruals</i> e o prêmio de risco do mercado.	Relação negativa entre a qualidade dos <i>accruals</i> e o prêmio de risco do mercado.
Zutter , Boulton & Smart, (2011)	Japão	Relação entre a qualidade dos resultados e o <i>underpricing</i>	Relação negativa entre a qualidade dos <i>accruals</i> e o <i>underpricing</i> .

Figura 1: Resumo de alguns estudos relacionados e seus resultados
Fonte: Elaborado pelo autor

2.3. A REPUTAÇÃO DO SUBSCRITOR

Com o aumento da competitividade no mercado brasileiro, é comum observar um crescente número de empresas a condução de mecanismos para financiamentos externos. A abertura publicamente do capital para negociação na bolsa, tornou-se cada vez mais uma via de captação para esses recursos (Andrade & Lucena, 2017).

O banco subscritor ou *underwriter* é o agente financeiro que consolida anuência com a empresa emissora das ações no processo de IPO para venda das ações em bolsa. Ele que tem como moeda de troca a representação e coordenação de todo o processo de emissão (Kim & Hwang, 2018). Os Bancos de investimentos podem seguir algumas posições dentro no processo de abertura de capital, tais como: o aconselhamento aos emissores sobre o momento ideal para ofertas; são intermediadores no momento de precificação e carregam a responsabilidade de alocação das ações no mercado (Orlovas, Serra, & Carrete, 2018).

Investidores apostam em IPOs de empresas que colocam a frente do processo subscritores respeitáveis, pois acredita-se que esses terão um melhor desempenho a longo-prazo, os classificando como operações de baixo risco (Ammer e Ahmad-Zaluki, 2016). Os *underwriters* conceituados minimizam os efeitos da assimetria informacional entre os emissores e os investidores (Sundarasan, Khan, & Rajangam, 2018).

Para Kim, Palia e Saunders (2010) os bancos de investimentos respeitáveis reduzem a subpreficação das ofertas e melhoram os retornos no curto e a longo prazo. Esses agentes mantêm seus prestígios pela manutenção da qualidade das informações no IPO. Os subscritores são responsáveis pela certificação das informações financeiras disponibilizadas ao mercado (Lee & Masulis, 2011).

Em 2008, a ANDIB (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) começou a colocar em prática os termos do “Novo Código de Autorregulação da ANBID para Ofertas Públicas”. O intuito era fornecer mais clareza durante os processos de investimentos para novas emissões de ações no mercado, uma vez que os processos anteriores manipulavam o real objetivo pela indicação do banco subscritor, fazendo com que a destinação dos empréstimos concedidos não fosse especificada nas práticas de novas ofertas públicas (Schwartzman, 2010).

Para Santos, Silveira e Barros (2009) há conflitos entre os bancos subscritores e as empresas emissoras. Trata-se dos mecanismos de incentivos que os bancos subscritores possuem para o crescimento da imagem da emissora através de empréstimos, fazendo com que a companhia disponibilize ações no mercado com o preço mais elevado. Sob a perspectiva desse mecanismo, os bancos ganham mais juros pelo empréstimo, o que afeta negativamente a performance da IPO. Isso porque a alavancagem financeira ampliada pelo financiamento se torna mais agressivo e o banco adquire uma maior participação no capital da organização. Os autores revelam que as companhias que captam empréstimo como forma de recurso no processo de IPO, possuem retornos anormais negativos de 36,0% ao ano após a abertura do capital.

Os autores Kao, Wu e Yang, (2009) acreditam que o gerenciamento de resultados é afetado negativamente pela presença de subscritor mais conceituado. Ademais, a reputação do subscritor pode aprimorar a performance da empresa pós-IPO. Já Xu, Gong e Gong (2017) em seus resultados, analisando 381 empresas chinesas, demonstraram que os impactos da baixa de qualidade das informações contábeis, capturada pela qualidade dos *accruals* e *underpricing* no processo de IPO

são compensados quando o subscritor líder pelo processo de abertura de capital é altamente respeitável.

Desse modo, para examinar os impactos da reputação do subscritor na relação entre a qualidade dos *accruals* e *underpricing* o presente trabalho testará a seguinte hipótese:

H2: A qualidade da informação contábil e a presença de um subscritor mais conceituado reduzem os retornos anormais.

A figura 2 sumariza alguns estudos encontrados na literatura sobre a reputação do subscritor.

Autores	País	Questão de pesquisa	Resultados encontrados
Xu, Gong, & Gong, (2017)	China	Qualidade do <i>accruals</i> , Reputação do subscritor e <i>underpricing</i> .	A baixa qualidade dos <i>accruals</i> e o <i>underpricing</i> são parcialmente compensados pela reputação do subscritor.
Chen, Shi, & Xu, (2013).	China	Reputação do subscritor, propriedade de estrutura, e gerenciamento dos resultados.	A associação entre a reputação do subscritor e os retornos acionários do primeiro dia de negociação são positivos.
Kao, Wu e Yang, (2009)	China	Reputação do subscritor e gerenciamento de resultados.	A relação positiva entre a reputação do subscritor e o gerenciamento de resultados.
Santos, Silveira e Barros (2009)	Brasil	Conflito de interesses entre Subscritores e Emissores.	A reputação do subscritor afeta positivamente o <i>underpricing</i> nos retornos a curto prazo.
Dimovski, Philavanh, & Brooks, 2011	Austrália	Reputação do subscritor e <i>underpricing</i> .	A relação positiva entre a reputação do subscritor e <i>underpricing</i> .
Su, & Bangassa, 2011	China	Os impactos da reputação do subscritor nos retornos iniciais e no longo prazo.	A relação negativa entre a reputação do subscritor e <i>underpricing</i> .

Quadro 1: Resumo de alguns estudos relacionados e seus resultados
Fonte: Elaborado pelo autor.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

Em linhas gerais, a natureza dessa pesquisa se caracteriza como quantitativa. Segundo Beuren e Souza (2008) utiliza-se de métodos, aplicações e ferramentas estatísticas no processo de coleta e tratamento dos dados da pesquisa. Para desenvolvimento da análise, utilizou-se a técnica de análise de dados em painel, aplicando o método dos mínimos quadrados ordinários (*Pooled Ordinary Least Squares*) com controle por ano e setor.

3.1. COLETA DE DADOS E DETALHAMENTO DA AMOSTRA

TABELA 01 - DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

Processo de tratamento	Exclusão	Total
Empresas com dados disponíveis na base do Econo- matica, compreendidos no período de 2010 a 2018.		17.158
Exclusões de Empresas		
Empresas sem dados cadastrais	-2.958	
Setor seguros, finanças e outros.	-524	
PL negativo.	-420	
Sem informações para estimar modelos.	-10.452	
Total de observações empresa-ano		2.804

Fonte: Elaborado pelo autor

A população reúne empresas que realizaram IPO, compreendendo uma análise do período de 2010 a 2018, composta por 9 anos com 36 períodos ao todo, considerando os 4 trimestres por ano. Este trabalho completou a análise das 52 novas IPOs realizadas nesse período. O universo amostral deste estudo é composto por 549 empresas listadas na B3, contemplando uma amostra final de 2.804 observações.

Para reduzir possíveis efeitos de outliers, todas as variáveis foram *winsorizadas* a 1% nos dois extremos.

Dada a contextualização e aplicação da qualidade da informação contábil neste trabalho, justifica-se a escolha do período pela adoção das IFRS no Brasil, que teve como objetivo amoldar a contabilidade do país a mundial. Realizou-se um refinamento na amostra, onde as informações com dados incompletos foram excluídas, representadas por *missings values*. Por fim, as empresas dos setores financeiro, finança e seguros foram removidos da amostra. Essa exclusão faz alusão ao fato desses segmentos seguirem uma regulação específica e fiscalização de órgãos como o Banco Central do Brasil – BC e a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP.

3.1.1. Descrição das variáveis

No que tange o desenvolvimento da pesquisa, utilizou-se o conjunto de procedimentos estatísticos, tais como: estatística descritiva, correlação de Pearson e a regressão linear múltipla entre as variáveis.

Diante do exposto, e seguindo as equações econométricas desenvolvidas por Xu, Gong e Gong (2017), apresenta-se os seguintes modelos estimados para os testes das 2 hipóteses:

H1: A qualidade dos *accruals* tem relação negativa com o *underpricing* no cenário brasileiro.

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 QA_Dechow_{it} + \beta_2 CVT_i + \beta_3 Tamanho_{it} + \beta_4 Alavancagem_{it} + \beta_5 MTB + \beta_6 Crescimento_{it} + \beta_7 Roa_{it} + \beta_8 Endividamento_{it} + \beta_9 Zcore_{it} + \varepsilon_{it} \quad (01)$$

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 QA_Francis_{it} + \beta_2 CVT_i + \beta_3 Tamanho_{it} + \beta_4 Alavancagem_{it} + \beta_5 MTB + \beta_6 Crescimento_{it} + \beta_7 Roa_{it} + \beta_8 Endividamento_{it} + \beta_9 Zcore_{it} + \varepsilon_{it} \quad (02)$$

O modelo da equação 01 e 02, tem como objetivo analisar os efeitos da qualidade da informação contábil por meio das variáveis de qualidade dos *accruals* nas empresas que fizeram IPO no período analisado e identificar a relação que AQ_Dechow (β_1) e AQ_Francis (β_1) sobre a variável dependente RA.

H2: A qualidade da informação contábil e a presença de um subscritor mais conceituado reduzem o *underpricing*.

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 QA_Dechow_{it} + \beta_2 Prestigio_Subscritor_{it} + \beta_3 AQ * Prestigio_Subscritor_{it} + \beta_4 CVT_{it} + \beta_5 Tamanho_{it} + \beta_6 Alavancagem_{it} + \beta_7 MTB + \beta_8 Crescimento_{it} + \beta_9 Zcore_{it} + \beta_{10} Roa_{it} + \beta_{11} Endividamento_{it} + \beta_{12} Zcore_{it} + \varepsilon_{it}$$

(03)

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 QA_Francis_{it} + \beta_2 Prestigio_Subscritor_{it} + \beta_3 AQ * Prestigio_Subscritor_{it} + \beta_4 CVT_{it} + \beta_5 Tamanho_{it} + \beta_6 Alavancagem_{it} + \beta_7 MTB + \beta_8 Crescimento_{it} + \beta_9 Zcore_{it} + \beta_{10} Roa_{it} + \beta_{11} Endividamento_{it} + \beta_{12} Zcore_{it} + \varepsilon_{it}$$

(04)

Por meio dos modelos estatísticos propostos 03 e 04, pretende-se examinar o efeito da reputação do subscritor na relação entre qualidade dos *accruals* e a subprecificação das ofertas. Para testar a H2, acrescentou-se nos modelos de equação a variável Prestigio_Subscritor (β_2) e as interações entre as variáveis Prestigio_Subscritor (β_2) com AQ_Dechow (β_1) e AQ_Francis (β_1).

3.1.2. Cálculo dos retornos anormais acumulados

A ocorrência do *underpricing* é compreendida através dos retornos obtidos no primeiro dia de negociação, utilizando o preço fixado na abertura e o preço de

fechamento no final do dia, em que os retornos positivos indicam a subprecificação das ofertas em um IPO. Utilizou-se os Retornos Anormais - RA como variável dependente para a análise dos Retornos Anormais na janela de 9 anos e do *underpricing* no dia do IPO. O retorno de uma ação foi observado a partir da seguinte equação:

$$R_{it} = [P_{it} / P_{io}]$$

Em que, R_{it} é o retorno de uma ação, P_{it} é o preço do fechamento da ação i na data t e P_{io} é o preço de fechamento da oferta pública inicial da ação i . Utilizou-se o índice Ibovespa como *benchmarking* para uma melhor análise dos retornos ajustados aos retornos do mercado. Desta forma, a equação abaixo apresenta o cálculo das rentabilidades do mercado, considerando mesmo período de análise:

$$R_{mt} = \ln [P_{mt} / P_{mo}]$$

Onde R_{mt} é o Retorno ajustado de ação pelo índice Ibovespa, P_{mt} representa o preço de fechamento do índice de mercado no período t e P_{mo} é o preço de fechamento do índice um dia anterior à oferta. Portanto, os Retornos Anormais – RAs foram definidos como a diferença entre o retorno da ação R_{it} e o retorno de mercado R_{mt} , conforme a seguinte equação:

$$RA_{it} = [R_{it} - P_{mt}]$$

3.1.3. Cálculo da variável qualidade dos *accruals*

Para estimar a Qualidade do *accruals* – AQ_Dechow; AQ_Francis, utilizou-se nos modelos desse trabalho os resíduos das métricas documentadas em outros

estudos, e que dispõem de direcionamentos realçados na precisão da estimação da qualidade da informação contábil. Ademais, para fornecer mais robustez e identificar uma possível diferença entre os resultados, utilizou-se duas *proxies* para estimação dos níveis de qualidade de *accruals*:

01 – Qualidade dos *accruals* por Dechow and Dichev (2002) - AQ_Dechow:

$$\Delta WC_{it} = \alpha + \beta_1 FCO_{i,t-1} + \beta_2 FCO_{i,t} + \beta_3 FCO_{i,t+1} + \varepsilon_{it}$$

Em que;

ΔWC_{it} é a variação do capital do giro da empresa i no ano t, calculado como

$$\Delta WC_{it} = \Delta AR + \Delta Estoques - \Delta AP + \Delta TP + \Delta Outros\ Ativos/Passivos\ de\ Curto\ Prazo$$

onde;

ΔAR - Variação do contas a receber no ano t1.

$\Delta Estoques$ - Variação dos estoques no ano t1.

ΔAP - Variação do contas a pagar no ano t1.

ΔTP - Variação dos impostos a pagar no ano t1.

$\Delta Outros\ Ativos/Passivos\ de\ Curto\ Prazo$ - A variação líquida das contas de curto prazo do Ativo e Passivo no ano t1.

E;

$FCO_{i,t-1}$ compreende o fluxo de caixa gerado originado pelas atividades operacionais da empresa i, com defasagem no ano t-1.

$FCO_{i,t}$ representa o fluxo de caixa gerado originado pelas atividades operacionais da empresa i, no ano t.

$FCO_{i,t+1}$ representa o fluxo de caixa gerado originado pelas atividades operacionais da empresa i, no ano seguinte t+1.

O modelo estima a qualidade dos *accruals* desenvolvido por Dechow and Dichev (2002) é compreendido na relação entre a variação de capital de giro e os fluxos de caixa operacionais passados, presente e do futuro.

02 – Qualidade dos *Accruals* por Francis *et al.* (2005) - AQ_Francis:

$$\Delta TCA_{it} = \beta_{0j} + \beta_1 FCO_{i,t-1} + \beta_2 FCO_{i,t-1} + \beta_3 FCO_{i,t-1} + \beta_4 \Delta Rev_{i,t} + \beta_5 PPE_{it} + \varepsilon_{it}$$

O modelo adaptado por Francis *et al.* (2005) incorpora mais duas variáveis, onde;

$$\Delta TCA_{it} = \Delta CA_{i,t} + \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEB_{i,t}$$

$\Delta CA_{i,t}$ - Variação dos ativos correntes no ano t1.

$\Delta CL_{i,t}$ - Variação dos passivos correntes no ano t1.

$\Delta Cash_{i,t}$ - Variação do caixa da empresa no ano t1.

$\Delta STDEB_{i,t}$ - Variação da dívida de curto prazo da empresa da empresa i no ano t1.

e;

$FCO_{i,t-1}$ - Fluxo de caixa gerado originado pelas atividades operacionais da empresa i, com defasagem no ano t-1.

$FCO_{i,t}$ - Fluxo de caixa gerado originado pelas atividades operacionais da empresa i, no ano t.

$FCO_{i,t+1}$ - Fluxo de caixa gerado originado pelas atividades operacionais da empresa i, no ano seguinte t+1.

$\Delta Rev_{i,t}$ - Variação das Receitas da empresa i no ano t1.

$PPE_{i,t}$ - Valor bruto do ativo total da empresa i no ano t1.

3.1.4. Cálculo da variável reputação do subscritor

Por não existir um ranking oficial para avaliação do conceito no mercado dos bancos de investimento, e a existência de poucos procedimentos metodológicos documentados sobre o tema, utilizou-se a variável Prestígio do Subscritor através da *proxy* aplicada no estudo de Megginson, e Weiss (1991), onde se avalia o prestígio do subscritor de acordo com o capital levantado durante o período de 2008 a 2017 (período de investigação desse estudo), utilizando a análise de IPOs e características dentre essas variáveis que possam contribuir, com os dados coletados.

Definiu-se a variável Prestígio do subscritor como uma *Dummy*, em que $D = 1$ subscritores com prestígio, caso contrário $D = 0$.

Utilizou-se a seguinte métrica para cálculo da reputação do subscritor:

$$IR = \frac{CR_j}{\sum_{i=1}^{169} CR_i}$$

Onde o IR representa o índice de reputação do banco de investimento, o CR_j denota o capital levantado pelo banco de investimento i subscritor e o $\sum_{i=1}^{169} CR_i$ o total levantado por todos os bancos no período analisado (Dimovski, Philavanh, & Brooks, 2011; Gioiellii, Carvalho, & Sampaio, 2013, Jeribi, Jeribi, & Jarboui, 2014).

Os bancos de investimentos catalogados são Credit Suisse, Banco Votoratin, BGT Pactual, Itaú BBA, BB Investimentos, JP Morgan, Pactual, Bank of America Merrill Lynch, Citi Bank, Induscred De Investimento S/A, Bco Alfa De Investimento S/A.

O resultado do índice pode variar de 0 até 1. Considera-se um subscritor de prestígio aquele que alcançou a média de 0,04 (Megginson & Weiss, 1991)

3.1.5. Cálculo das variáveis de controle

Além disso, utilizou-se variáveis de para monitorar referências de concentração acionaria, posição, aspectos financeiro e valorização, tais como:

IPO – Sinaliza a existência do *underpricing* no dia do IPO.

Concentração Acionaria - CVT – Concentração Acionaria: Proporção do capital realizado dos 5 maiores acionistas, que obtiveram ao menos 5% do capital total da empresa;

Tamanho: Logaritmo natural total dos ativos totais da empresa *i* no trimestre *t*;

Alavancagem: Razão entre as dívidas totais e o Patrimônio líquido empresa *i* no trimestre *t*;

MTB – Markettobook: Grau de valoração das empresas, calculada pela diferença do valor de mercado e valor contábil;

Crescimento: Variação do crescimento das vendas, medida como receita líquida de venda trimestre *t* 1, dividida pela receita líquida no trimestre *t* – 1;

ROA: Retorno sobre os ativos com intervalos nos trimestres *t* - 1 e *t*, dividido sobre o lucro líquido e os ativos totais;

Endividamento: Mensurado pela razão entre as dívidas total e o ativo total empresa *i* no trimestre *t*;

Z score: Mensura o risco de inadimplência das empresas pela equação: $Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + .6X_4 + 0.999X_5$. Em que: *X*₁ – capital de giro/ativo total; *X*₂ – lucros

retidos/ativo total; X3 – lucros antes de juros e imposto de renda/ativo total; X4 – valor de mercado da empresa/valor contábil do exigível total; e X5 – vendas/ativo total.

A descrição de todas as variáveis desse estudo é apresentada na Figura 03.

FIGURA 03 – VARIÁVEIS DO ESTUDO

	Variáveis	Fonte de Coleta	Sinal Esperado	Literatura
Variável dependente	RA	Retornos anormais observados nas negociações.	-	Aggarwal, Leal, & Hernandez (1993); Ritter & Welch (2002); Procianny & Cigerza (2007); Silva e Famá (2011); Liu, Uchida, & Li (2020).
Variáveis independentes	AQ_Dechow	Qualidade das informações contábeis por Dechow.	-	Dechow & Dichev (2002); Wysocki (2009); Dechow, Ge, & Schrand, (2010).
	AQ_Francis	Mensuração da qualidade das demonstrações contábeis por Dechow, aplicado e adaptado por Francis.	-	Francis, LaFond, Ols-son, & Schipper (2004); Francis et al., (2005); Hohenfels (2016).
	Prestígio_subscritor	Reputação do banco subscritor no mercado brasileiro.	-	Megginson & Weiss (1991); Michaely & Shaw (1994); Jeribi & Jarboui (2014); Jeribi (2015).
Variáveis de controle	IPO	Sinaliza a existência do <i>underpricing</i> no dia do IPO	-	Liu, Uchida, & Li (2020).
	CVT	Soma do capital detido pelos 5 maiores acionistas, que detiverem ao menos 5% do capital da empresa.	-	John et al. (2010); Kim (2010); Pinto e Leal (2013)
	Tamanho	Log natural dos ativos totais da empresa.	-	Pandey (2001); Gallizo & Salvador (2006); Idris & Bala (2015).
	Alavancagem	Rentabilidade através do Endividamento.	+	Sermpinis, Dunis, Laws, & Stasinakis, (2012); Hedegaard (2018).

	Marketbook	Nível de valoração da empresa.	+	Roberson & Park (2007); Clout & Willett (2016).
	Crescimento	Variação da receita líquida operacional dividido pela receita líquida no trimestre.	-	Lepetit & Strobel (2013); Zhang, Chen, Li, An, & Wang, (2020).
	ROA	Retorno sobre os ativos da empresa.	-	Teplitzky, Zitella, Xiao, & Johnson, (2016); Malta, & de Camargos (2016).
	Endividamento	Dívidas total e o ativo total empresa	+	Schicks (2014); Campos, & Nakamura (2015).
	Z score	Risco de Inadimplência das empresas.	-	Shrader, Monllor, & Shelton, L. (2009); Zhang, Chen, Li, An, & Wang, J. (2020).

Fonte: Elaborado pelo autor

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Este capítulo faz alusão aos resultados ao conjunto dos procedimentos estatísticos: Análise descritiva dos dados, teste de correlação de Pearson, e os resultados obtidos por meio do modelo econométrico.

Conforme apresentado na Tabela 02, observa-se a ocorrência do fenômeno *underpricing* sobre os retornos. Para o primeiro dia de pregão a média da variável Retornos Anormais foi de 1,45%. Para tanto, ainda que a média dos retornos anormais não tenham sido expressivos, comparando-os com os resultados de Ibbotson (1975), Saito e Maciel (2006) e Loughran e McDonald (2013), os valores são diferentes de zero, sinalizando a presença da subprecificação das ofertas.

A Tabela 02 resume a estatística descritiva das variáveis estudadas na pesquisa.

TABELA 02 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável	Nº. Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
RA	2,804	0.0145	0.177	-0.64	1.311
AQ_Dechow	2,804	0.7736	0.343	0.176	2.057
AQ_Francis	2,804	0.5563	0.303	0.0547	1.997
Prestigio_Subscritor	2,804	0.1319	0.0076	0	1
CVT	2,804	67.84	21.67	10.37	99.73
Tamanho	2,804	2.741	0.105	2478	3.021
Alavancagem	2,804	0.9420	0.0298	0.835	0.992
MTB	2,804	1.022	0.0588	0.893	1.204
Crescimento	2,804	0.062	0.0064	-0.0648	0.143
ROA	2,804	5.121	5064	-6270	20.39

Endividamento	2,804	0.954	0.032	0.848	0.999
Z score	2,804	17.76	0.572	16.01	18.83

Em que: RA - Retornos Anormais = medida que aponta a presença dos retornos anormais no primeiro dia de negociação das ações. AQ_Dechow - Qualidade dos *accruals* por Dechow e Dichev (2002). AQ_Francis - Qualidade dos *accruals* por Francis et al. (2005); Tamanho = logaritmo natural dos ativos totais da empresa *i* no trimestre *t*. Alavancagem = Razão entre o das dívidas de longo prazo e os ativos totais empresa *i* no trimestre *t*. MTB = (Markettobook) representa o grau de valoração das empresas, calculada pela diferença do valor de mercado e valor contábil. Crescimento = Variação do crescimento das vendas, medida como receita líquida de venda trimestre *t* 1, dividida pela receita líquida no trimestre *t* – 1 score = variável que mensura o risco de inadimplência das empresas. ROA = Retorno sobre os ativos com intervalos nos trimestres *t* - 1 e *t*, dividido sobre o lucro líquido e os ativos totais. Endividamento = dívida total bruta dividida pelo patrimônio líquido trimestre *t* – 1.

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados da pesquisa.

Os preços fixados das ações no início do dia são, em média, menores do que os de fechamento.

Quanto à avaliação da variável Qualidade dos *Accruals* por Dechow, as empresas estudadas apresentaram uma média de 0.7736. A variável Qualidade dos *Accruals* por Francis com uma média de 0.5563, possui uma menor expressão em relação a Qualidade dos *Accruals* por Dechow. Quanto ao nível das informações reportadas para o mercado, Ball e Shivakumar (2006) relatam que quanto mais próximo de zero o valor das variáveis de qualidade dos *accruals*, maior é nível da qualidade das informação contábil.

Destaca-se o coeficiente da variável Alavancagem com a média de 94,20%, sinalizando que as empresas possuem um alto financiamento dos seus ativos, através do capital de terceiros. As companhias estão mais propícias a contrair dívidas para suprir o caixa, de acordo com Hedegaard (2018). Para a variável crescimento, mesmo apresentando um percentual médio baixo, há uma evolução de 6,0% e máximo de 14,30% das empresas durante o período analisado e uma valoração dos ativos das empresas de 2,20%. Corroborando Malta, & de Camargos (2016) a amostra também revela percentual aproximadamente de 50,0% das rentabilidades auferidas através do

endividamento. Quanto à avaliação das variáveis Endividamento descrita por Zang (2012) e Z score por Coelho (2016) sugere-se um alto nível de endividamento oriundo da captação de recursos de terceiros.

4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

A tabela 04 apresenta o coeficiente da correlação de Pearson. Analisando o grau de associação entre a variável dependente Retornos Anormais com as variáveis independentes Qualidade dos *Accruals* por Dechow, Qualidade dos *Accruals* por Francis e Prestígio do Subscritor e as variáveis de controle.

Observando a correlação das variáveis Qualidade dos *Accruals* por Dechow e Qualidade dos *Accruals* por Francis, nota-se que há uma correlação significativa com a variável Retornos Anormais. Ao analisar a qualidade da informação contábil, constata-se uma associação com coeficiente negativo (-0.0087) e com 99% de segurança, entre as variáveis Qualidade dos *Accruals* por Dechow e Retornos Anormais.

Quanto a variável Qualidade dos *Accruals* por Francis, há uma correlação positiva e estatisticamente significativa com os Retornos Anormais. Além disso, é possível observar uma correlação positiva e significativa entre o modelo de Qualidade dos *Accruals* por Dechow e Qualidade dos *Accruals* por Francis com a variável de Prestígio do Subscritor. Corroborando com os achados de Sundarasen, Khan e Rajangam, 2018, sugere-se que a reputação do subscritor pode aumentar a qualidade das informações contábeis e aumentar a avaliação da empresa no mercado.

Já observando a variável de Controle Acionário (CVT) é possível verificar que não há correlação com os Retornos Anormais, no entanto, observa-se um coeficiente positivo e estatisticamente significativo para Prestígio do Subscritor. Corroborando com os achados de Sincerre, Sampaio, Famá, e dos Santos (2016). A variável Tamanho possui uma correlação moderada com alavancagem, ponderando a baixa rentabilidade gerada pelo crescimento das atividades através da captação de recursos de terceiros.

Observa-se que a variável alavancagem não possui correlação significativa com a variável de risco de inadimplência Z score, indicando que as essas empresas estão conseguindo honrar com suas obrigações, sem riscos eminentes de falência por inadimplência a curto prazo. A variável Endividamento possui uma correlação negativa e significativa com as variáveis ROA e MTB. Segundo Peixoto, Pains, de Araújo e Guimarães (2016) as empresas com menor risco de endividamento possuem um maior retorno sobre ativos e valoração no mercado.

TABELA 03 – MATRIZ DE CORRELAÇÕES DE PERSON

Variáveis	RA	AQ_ Dechow	AQ_ Francis	Prestí- gio_ subscritor	CVT	Tamanho	Alavanca- gem	MTB	Cresci- mento	ROA	Endivida- mento	Z score
RA	1											
AQ_Dechow	-0.0087*	1										
AQ_Francis	0.0587***	0.3571	1									
Prestigio_Subscritor	0.0048*	0.0372***	0.0897***	1								
CVT	0.1035	0.1728	0.0215**	-0.1002	1							
Tamanho	0.0082*	0.1496	-0.2779	-0.1576	-0.0378**	1						
Alavancagem	0.0102**	-0.2167*	-0.1021	0.1249	-0.0455**	-0.1850	1					
MTB	0.1759	0.0510**	0.2623	0.1068	-0.0791***	-0.0725***	-0.2941	1				
Crescimento	0.0313**	-0.0112*	-0.0316**	-0.0719	-0.022**	0.0241**	-0.0832**	0.0188**	1			
ROA	0.0730***	-0.0964*	0.0839***	0.0634*	0.0684***	-0.3179**	0.4265	0.3664	-0.0285	1		
Endividamento	0.0181**	0.0329**	-0.0789***	-0.2684	0.1300	0.3330	-0.4094**	-0.0232**	0.0471**	-0.3315**	1	
Z score	0.0345***	-0.0997*	-0.0756***	0.0374**	-0.0323**	0.0126**	0.2294	0.3912	-0.0216	0.5490	-0.5881	1

Notas: * p<0.01; ** p<0.05, *** p<0.10. Em que: RA - Retornos Anormais = medida que aponta a presença dos retornos anormais no primeiro dia de negociação das ações. AQ_Dechow - Qualidade dos *accruals* por Dechow e Dichev (2002). AQ_Francis - Qualidade dos *accruals* por Francis et al. (2005); Tamanho = logaritmo natural dos ativos totais da empresa i no trimestre t. Alavancagem = Razão entre o das dívidas de longo prazo e os ativos totais empresa i no trimestre t. MTB = (Markettobook) representa o grau de valoração das empresas, calculada pela diferença do valor de mercado e valor contábil. Crescimento = Variação do crescimento das vendas, medida como receita líquida de venda trimestre t 1, dividida pela receita líquida no trimestre t – 1. Z score = variável que mensura o risco de inadimplência das empresas. ROA = Retorno sobre os ativos com intervalos nos trimestres t - 1 e t, dividido sobre o lucro líquido e os ativos totais. Endividamento = dívida total bruta dividida pelo patrimônio líquido trimestre t – 1.

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados da pesquisa

4.3 ANÁLISE DOS MODELOS DE REGRESSÃO

Para a estimação do modelo OLS – (MQO), aplicou-se o conjunto de testes de propriedades a partir da plataforma do software de estatística STATA®. Para a presença de **multicolinearidade**, aplicou-se o teste FIV – Fator inflação da Variância, apresentando um valor máximo de 3.4 para todos os modelos testados. Esse resultado sugere a inexistência de multicolinearidade na pesquisa. Quanto à **heterocedasticidade**, aplicou-se o teste de *Breusch-Pagan* no intuito de verificar H_0 e se as variâncias dos erros estão associadas às variáveis de interesse. Por fim, rejeitou-se H_0 , levando a estimação dos modelos a correção de erros-padrão de White. Os resultados obtidos pelos modelos alternativos foram corrigidos pelo teste White e não apresentaram resultados expressivamente semelhantes, comparados com os resultados dos modelos tradicionais.

TABELA 04 – MODELOS ESTIMADOS

Variáveis	Teste para a Hipótese 1				Teste para a Hipótese 2			
	Modelo 01		Modelo 02		Modelo 03		Modelo 04	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
AQ_Dechow	-0,0530475	0.057*			-.0542445	0.053*		
AQ_Francis			-.0059332	0.803			-.0067059	0.779
Prestigio_Subscritor					-.0259127	0.951	.1967921	0.592
QA * Prestigio_Subscritor					.1053659	0.819	-.1915095	0.719
IPO * AQ_Dechow					-1.564281	0.093		
IPO * AQ_Francis							-2.918448	0.043**
IPO * Prestigio_Subscritor					1.518945	0.093*	1.922511	0.047**
CVT	.0006721	0.038**	.0006198	0.052**	.0006562	0.044**	.0006063	0.058*
Tamanho	.1937155	0.061**	.1768245	0.084***	.1915382	0.068*	.1746635	0.095*
Leve	.3181864	0.310	.4626372	0.132	.3260761	0.303	.4750018	0.124
MTB	.7095581	0.001***	.6597295	0.002*	.6973705	0.001***	.6504207	0.000***
Crescimento	-.1997923	0.422	-.2068565	0.402	-.2048869	0.410	-.2117291	0.385
ROA	-.0547856	0.338	-.2068565	0.486	.0018645	0.330	.0013362	0.490
Endividamento	.0018318	0.163	.001323	0.332	-.3664242	0.280	-.2367538	0.473
Z score	-.4490792	0.038**	-.3066261	0.082***	-.0529475	0.048**	-.0426619	0.099*
Cons	-.1670463	0.806	-.5445173	0.413	-.265591	0.734	-.6328179	0.358
Observações	664		664		664		664	
R-Quadrado	0,2954		0,2954		0,3028		0,2964	

Notas: *** p<0.01; ** p<0.05, * p<0.10. Em que: RA - Retornos Anormais = medida que aponta a presença dos retornos anormais no primeiro dia de negociação das ações. AQ_Dechow - Qualidade dos *accruals* por Dechow e Dichev (2002). AQ_Francis - Qualidade dos *accruals* por Francis et al. (2005); Tamanho = logaritmo natural dos ativos totais da empresa i no trimestre t. Alavancagem = Razão entre o das dívidas de longo prazo e os ativos totais empresa i no trimestre t. MTB = (Markettobook) representa o grau de valoração das empresas, calculada pela diferença do valor de mercado e valor contábil. Crescimento = Variação do crescimento das vendas, medida como receita líquida de venda trimestre t 1, dividida pela receita líquida no trimestre t – 1. Z score = variável que mensura o risco de inadimplência das empresas. ROA = Retorno sobre os ativos com intervalos nos trimestres t - 1 e t, dividido sobre o lucro líquido e os ativos totais. Endividamento = dívida total bruta dividida pelo patrimônio líquido trimestre t – 1.

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados da pesquisa.

A tabela 04, apresenta os resultados do modelo econométrico para responder a hipótese H1. As variáveis de qualidade da informação contábil – Qualidade dos *Accruals* por Dechow e – Qualidade dos *Accruals* por Francis, apresentaram coeficientes negativos, -0.0530475 e -0.0059332, respectivamente. No entanto, somente o modelo desenvolvido por Dechow e Dichev (2002) apresentou um nível de significância de 10,0%. Embora a correlação indique um coeficiente relativamente pequeno, pode-se inferir, segundo a relação entre as variáveis Retornos Anormais e Qualidade dos *Accruals* por Dechow, que a qualidade da informação contábil reduz o nível de *underpricing* observado no primeiro dia de negociação das ações.

Em consideração aos resultados das interações entre os modelos de estimação de Qualidade dos *Accruals* por Dechow e Qualidade dos *Accruals* por Francis e a variável IPO, há um entendimento que a qualidade dos resultados tende a reduzir a subprecificação das ofertas no primeiro dia de negociação. Em contrapartida, observa-se um coeficiente positivo e significativo na interação entre Prestígio do Subscritor e IPO, sugerindo que um banco de investimento com prestígio no mercado pode aumentar os níveis de *underpricing* no dia do pregão.

Este resultado entre as variáveis Retornos Anormais e Qualidade dos *Accruals* por Dechow corrobora com os achados de Xu, Gong, and Gong (2017), sugerindo que a qualidade dos *accruals* está associada negativamente com a subprecificação do primeiro dia de negociação das empresas do mercado chinês. Os autores relatam que a baixa transparência das demonstrações divulgadas para o mercado pode ser ocasionada pela assimetria de informação gerada pelos *stakeholders*, gerando incertezas acerca dos retornos para mercado.

Nesse cenário, os autores Chu, Kim e Pae (2017) analisaram o impacto da qualidade dos resultados associados com a subprecificação das ações, na

transferência de algumas companhias da KONEX Market, bolsa de valores alternativa na Coreia do Sul, para a KONEX Market. Esse remanejamento segue uma série de protocolos, entre eles a exigência que as companhias disponibilizem ao mercado informações contábeis-financeiras com transparência e qualidade. A aplicação desses protocolos tem como objetivo fazer com que todos os componentes, como consultores financeiros, bancos de investimentos e de grupos de potenciais investidores, tenham acesso às informações com mais facilidade, tempestividade e livre de falhas e ruídos.

Essa transferência tem como principal objetivo reduzir a assimetria de informação que comprometem os relatórios financeiros reportados para os investidores, mitigando também a subprecificação das ofertas. Por fim, o processo auxiliou para um aumento na transparência e qualidade dos resultados, reduzindo o efeito *underpricing* (Chu, Kim, & Pae, 2017).

Diante disso, Field e Karpoff (2002) sugerem que altos níveis de *underpricing* no primeiro dia de negociação das ações estão associados a baixa qualidade das informações contábeis disponibilizadas pelas empresas. Evidencia-se que a qualidade pode também ser influenciada pela diferença da aplicação das normas entre países, fator que pode impactar o custo de capital e alterar o montante levantado no volume do primeiro dia de pregão. Analisou-se 34 países, no período de 1985-1998, e entre vários outros fatores como, agressividade nos lucros e prevenção de perdas, o fator resultados acumulados ocasionados pela baixa qualidade das informações financeiras geram um retorno menor que o esperado pelos acionistas.

A variáveis de controle Tamanho apresentou efeito significativo ao nível de 5%. Divergindo com os achados de Silva Filho (2018) a variável Tamanho apresentou coeficiente positivo, indicando que grandes empresas aumentam a suprecificação das ações. Em relação à variável Z score, os resultados sugerem que as maiores

empresas e com o maior índice de pontuação (Z Altman) na base segundo reduzem os retornos anormais do primeiro dia.

Por outro lado, a variável MTB apresentou um coeficiente positivo e significativo com a subprecificação, reforçando a teoria Clout e Willett (2016) de que as empresas com grandes oportunidades de crescimento são conduzidas a captação de recursos por meio do processo de IPO com ações supervalorizadas em relação as empresas do mesmo segmento.

Explicado por Cao e Montezano (2016) a variável CVT, semelhante com preposições de estudos anteriores, sinaliza que a grande concentração acionaria têm efeitos no desempenho das empresas durante a abertura de capital, apresentando um coeficiente positivo e significativo. Há um entendimento que grandes controladores influenciam positivamente o desempenho do IPO, aumentando a subprecificação das ações.

Para testar a hipótese 2, integrou-se no modelo econométrico a variável Prestígio do Subscritor para analisar sua interação com as variáveis Retornos Anormais, Qualidade dos *Accruals* por Dechow e Qualidade dos *Accruals* por Francis. Em suma, a segunda hipótese examina se qualidade das informações contábeis e a presença de um subscritor com prestígio reduzem os retornos anormais.

É esperado que bancos de investimentos com prestígio no mercado reduzam as incertezas sobre a situação financeira da empresa enfrentadas pelos investidores e que impulsionem lucros para as empresas. Além disso, acredita-se que haja uma interação oposta entre as variáveis que estimam a reputação do subscritor com a qualidade dos *Accruals* (Ong, Mohd-Rashid, & Taufil-Mohd 2020).

Corroborando com os achados de Xu, Gong e Gong, (2017), a variável de qualidade da informação contábil por Qualidade dos *Accruals* por Dechow apresenta coeficiente estatisticamente significativo, indicando que a qualidade dos resultados tende a reduzir a subprecificação das ofertas no primeiro dia de negociação. A variável Qualidade dos *Accruals* por Francis não apresentou significância para explicar o Retornos Anormais. O prestígio do banco de investimento, observado através da variável Prestígio do Subscritor não apresentou significância, isto é, a variável não explica os Retornos Anormais.

De acordo com os resultados estatísticos dos modelos 03 e 04, as variáveis Prestígio do Subscritor e Retornos Anormais, não são consistentes a H2. As empresas se beneficiam mais da qualidade e transparência das suas informações financeiras para reduzir o efeito da subprecificação. Pode-se observar que a variável Prestígio do Subscritor não foi estatisticamente, ou, não apresentou nenhuma relação com os RA, ambos coeficientes positivos (0.2215974; 0.1885817), sugerindo que a contratação ou presença de um banco de investimento respeitável no processo de IPO não tem influência na subprecificação das ações.

Os resultados das interações entre os modelos de estimação de Qualidade dos *Accruals* por Dechow e Qualidade dos *Accruals* por Francis com Prestígio do Subscritor não apresentaram significância estatística. Este resultado sugere que essa relação é compensada quando a empresa possui qualidade nas informações financeiras, ou seja, entre qualidade dos resultados e reputação do banco de investimentos, os emissores se beneficiam da qualidade dos resultados para enfrentar os retornos anormais do primeiro dia de negociação. Esses resultados contrariam esses dados, Xu, Gong e Gong, (2017) afirmam que a baixa qualidade das

informações contábeis é compensada quando o emissor contrata um banco subscritor respeitável no mercado.

Em pesquisa realizada por Zutter, Boulton e Smart, (2007), sobre retornos no mercado acionário dos Estados Unidos da América, os autores demonstram que os investidores mais bem informados associam o desempenho das empresas com o banco subscritor pelo histórico de IPOs passados. A expectativa de uma alta *performance* no primeiro dia de negociação é significativa para construção de uma boa reputação para os bancos de investimento. Sendo assim, os retornos anormais no primeiro dia de negociação, são mais prováveis quando os emissores contratam banco subscritor com prestígio.

Já Carter e Manaster (1990) demonstraram que as empresas, no momento da alocação dos seus ativos para negociação em bolsa, tendem a buscar no mercado representantes, consultores, auditores e bancos subscritores respeitáveis, afim de influenciar a operação e eliminar os possíveis riscos das falhas dos relatórios financeiros. Essa tomada de decisão, ameniza os impactos dos retornos a curto prazo, transparecendo para os novos investidores a grande procura no mercado. Seus resultados também apresentaram uma correlação positiva entre as variáveis qualidade dos resultados e retornos anormais, indicando que a qualidade das informações contábeis possui uma maior influência do que a reputação do subscritor em relação aos retornos.

Observando as variáveis de controle dos modelos 03 e 04, nota-se uma semelhança nos resultados dos modelos 01 e 02. A variável Tamanho apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de 10,0% de probabilidade para o modelo 03. Sugerindo que quanto maior for a empresa, maior é o efeito subprecificação das ofertas nas negociações. A variável MTB também apresentou coeficiente positivo em

ambos os modelos, o que demonstra que quanto maior a valorização da empresa no mercado, maior é o nível do *underpricing* nas ofertas. Por fim, nota-se que os coeficientes positivos e significativos da variável de Concentração Acionária - CVT ratificam os modelos 01 e 02 desse estudo. Sugere-se que a presença de grandes controladores influencia positivamente o desempenho do IPO, aumentando os retornos anormais no primeiro dia de pregão.

Como contribuição teórica, essa pesquisa proporcionou a análise do *underpricing* no primeiro dia negociação pós-IPO (Xu, Gong, & Gong, 2017, Chu, Kim, & Pae, 2017) e os demais retornos anormais foram analisados no período entre 2010 e 2018. Além disso, utilizou-se duas medidas de qualidade da informação contábil pelas métricas qualidades dos *accruals* (Dechow & Dichev, 2002; Francis *et al.*, 2005). Isto é, analisou-se em eventos diferentes o *underpricing* e os retornos anormais para todas as variáveis de interesse desse trabalho.

A tabela 04 compara os principais resultados encontrados com significância estatística com os estudos anteriores.

TABELA 05 – RESULTADOS DE ESTUDOS ANTERIORES X RESULTADOS DA PESQUISA

Estudos Anteriores	Autores	Resultados Encontrado nos estudos anteriores	Resultados obtidos nesta pesquisa
Retornos anormais X Qualidade dos <i>accruals</i> - Dechow	Field and Karpoff (2002); Xu, Gong, and Gong, (2017), Chu, Kim, and Pae (2017)	Negativo	Negativo
Retornos anormais X Qualidade dos <i>accruals</i> - Francis	Xu, Gong, and Gong, (2017)	Negativo	Zero
Retornos anormais X Prestígio do Subscritor	Carter e Manaster (1990); Zutter, Boulton, and Smart, (2007);	Positivo	Zero
	Chen, & Mohan, 2002; Kirkulak, & Davis (2005)	Negativo	

Retornos anormais X CVT	Cao & Montezano (2016)	Positivo	Positivo
Retornos anormais X Tamanho	Silva Filho (2018)	Negativo	Positivo
Retornos anormais X MTB	Clout & Willett (2016)	Positivo	Positivo
Retornos Anormais X Z Score	Xu, Gong, and Gong, (2017)	Negativo	Negativo

Fonte: Elaborado pelo próprio autor.

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo analisar a relação entre a qualidade dos *accruals* com a subprecificação das ofertas e identificar se a presença de um subscritor mais conceituado no mercado tem efeito na redução do *underpricing*. Em suma, observa-se que qualidade dos *accruals* tem um efeito negativo sobre o fenômeno de subprecificação das ofertas no primeiro dia de negociação somente para o modelo desenvolvido por Dechow e Dichev (2002).

Esse resultado está consistente com a literatura e pode estar associada com a teoria da assimetria de informação, discussão observada em outros achados anteriores sobre o efeito da subprecificação das ações. Conforme essa a teoria da assimetria de informação, uma maior qualidade dos resultados pode reduzir o efeito da subprecificação observada no volume arrecadado. Os resultados encontrados para a variável Qualidade dos *Accruals* por Dechow são semelhantes com os estudos de Xu, Gong e Gong, (2017) e ratificam a H1.

A segunda hipótese buscou identificar se a qualidade da informação contábil e a presença de um subscritor mais conceituado reduzem os retornos anormais. Os resultados dos modelos econométricos sugerem que os bancos subscritores com prestígio no mercado não influenciam estatisticamente a redução do *underpricing* no mercado brasileiro. Entende-se que a métrica de Reputação do Subscritor aplicada no trabalho de Xu, Gong e Gong, (2017) no mercado chinês, pode ter resultados diversos em outros países.

Com isso, os resultados não são consistentes com H2, e a vista disso, sugere-se que para a amostra analisada somente a qualidade dos *accruals* reduz subprecificação no volume das ofertas inicial no primeiro dia de negociação.

Convém ressaltar os resultados da variável Concentração Acionaria, que em consonância com a literatura apresentou uma relação positiva com os retornos anormais. Indicando que grandes controladores influenciam no aumento da subprecificação das ações.

Os resultados do estudo contribuem para um aumento no conhecimento relacionado a qualidade da informação contábil capturada por meio das variáveis de qualidade dos *accruals*. Ademais, fornece evidências sobre os impactos da reputação do banco de investimento na abertura de capital da B3. Convém destacar que o tema encontra-se em ascensão na comunidade acadêmica.

Foram identificadas algumas limitações para o desenvolvimento desse trabalho, como por exemplo, o número de empresas que abriram seu capital na B3, que apesar de compreender um período 10 anos, se tornou relativamente pequeno durante o período estudado. Além disso, esta pesquisa utilizou a métrica de Megginson e Weiss (1991) para medir a reputação do subscritor, podendo implicar nos resultados de baixa reputação para bancos de investimentos conceituados internacionalmente, caso o índice do banco seja menor que 0,04.

Recomenda-se para novas pesquisas, a aplicação da variável reputação do banco subscritor sobre os retornos anormais e a liquidez a médio e a longo prazo. Além disso, é oportuno destacar a utilização de outras variáveis de informação qualidade da informação contábil, a fim de analisar a relação com fenômeno *underpricing*

REFERÊNCIAS

- Adzor, I. N., & Igbawase, A. E. (2014). Do Reputable Companies Have Superior Earnings Quality? *International Journal of Innovative Research & Development*, 3(1), 468-473.
- Aggarwal, R., Leal, R., & Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial management*, 42-53.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of financial Economics*, 23(2), 303-323.
- Andrade, J. P., & Lucena, W. G. L. (2017). Value relevance: um estudo com ofertas públicas iniciais (IPO). *Sistemas & Gestão*, 12(2), 205-14.
- Altinkılıç, O., Banerjee, S., Hansen, R. S., & Zhang, C. (2020). A Model of the IPO Underwriting Contract. *Journal of Accounting and Finance*, 20(1).
- Ammer, M. A., & Ahmad-Zaluki, N. A. (2016). The effect of underwriter's market share, spread and management earnings forecasts bias and accuracy on underpricing of Malaysian IPOs. *International Journal of Managerial Finance*.
- Arora, N., & Singh & Gupta, 2018, B. (2019). Impact of auditor and underwriter reputation on underpricing of SME IPOs in India. *Management and Labour Studies*, 44(2), 193-208.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of accounting research*, 44(2), 207-242.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2009). Why do European firms go public? *European Financial Management*, 15(4), 844-884.
- Bandyopadhyay, S. P., Huang, A. G., Sun, K. J., & Wirjanto, T. S. (2017). The return premiums to accruals quality. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(1), 83-115.
- Beuren, I. M., & Souza, J. C. D. (2008). Em busca de um delineamento de proposta para classificação dos periódicos internacionais de contabilidade para o Qualis CAPES. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 44-58.
- Brau, J. C., & Johnson, P. M. (2009). Earnings management in IPOs: Post-engagement third-party mitigation or issuer signaling? *Advances in Accounting*, 25(2), 125-135.
- Brau, J. C., Ryan, P. A., & DeGraw, I. (2006). Initial public offerings: CFO perceptions. *Financial Review*, 41(4), 483-511.

- Cals & Martelanc, R. (2014). IPO Determinants of Brazilian Companies. *Revista Brasileira de Finanças*, 12(2).
- Campos, A. L. S., & Nakamura, W. T. (2015). Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(SPE), 20-37.
- Cao, T. R., & Montezano, R. M. D. S. (2016). Initial Public Offering and Performance of Brazilian Firms. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 6(2), 160-178.
- Carter, R. B., Dark, F. H., & Singh, A. K. (1998). Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. *The Journal of Finance*, 53(1), 285-311.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Clout, V. J., & Willett, R. J. (2016). Earnings in firm valuation and their value relevance. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 223-240.
- Chen, C. R., & Mohan, N. J. (2002). Underwriter spread, underwriter reputation, and IPO underpricing: A simultaneous equation analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(3-4), 521-540.
- Chen, C., Shi, H., & Xu, H. (2013). Underwriter reputation, issuer ownership, and pre-IPO earnings management: evidence from China. *Financial Management*, 42(3), 647-677.
- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: Evidence from the European Union. *Journal of international financial management & accounting*, 21(3), 220-278.
- Chu, J., Kim, J., & Pae, J. (2017). IPO Underpricing and Accruals Quality: The experience of KONEX. *Journal of Corporate Finance*, 60(15), 347 -389.
- Chung, S. H. (2017). Underwriter Reputation, CEO Stock Option and IPO Success: Regulatory Focused Framing as Moderators. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2017, No. 1, p. 11654). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Cieślík, R. (2016). "Earnings Management" as a Factor for Underpricing Initial Public Offerings: Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Problemy Zarządzania*, 14(4 (63)), 103-112.
- Clout, V. J., & Willett, R. (2016). Analysing the market–book value relation in large Australian and US firms: implications for fundamental analysis and the market–book ratio. *Accounting & Finance*, 56(4), 1017-1040.

- Costa, V. S. I. D., & Machado, M. A. V. (2015). Market timing, estágio do ciclo de vida e ofertas públicas de ações. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 9(2).
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of accounting and economics*, 18(1), 3-42.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dimovski, W., Philavanh, S., & Brooks, R. (2011). Underwriter reputation and underpricing: evidence from the Australian IPO market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(4), 409-426.
- Erol, I., Tirtiroglu, D., & Tirtiroglu, E. (2020). Pricing of IPOs under legally-mandated concentrated ownership and commitment period: Evidence from a natural experiment for REITs in Turkey. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 25.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295–327.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), 967-1010.
- Freitas, M. R. D. O., Pereira G., Vasconcelos, A. C. D., & LUCA, M. (2020). Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. *Revista de Administração de Empresas*, 60(5), 322-335.
- Field, L. C., & Karpoff, J. M. (2002). Takeover defenses of IPO firms. *The Journal of Finance*, 57(5), 1857-1889.
- Gallizo, J. L., & Salvador, M. (2006). Share prices and accounting variables: a hierarchical Bayesian analysis. *Review of Accounting and Finance*, 5(3), 268–278.
- Ghion, A., & Marques, H. (2013). A Evolução do Uso de IPO como Alternativa de Financiamento por Parte das Empresas Brasileiras. *Revista Estratégica*, 10(1).
- Gioiellii, S. P. O., de Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 32-68.
- Gusnia, H. J. T. S., & Lestarc, W. (2019). Corporate Governance Mechanism, Underwriter Reputation and IPOs Underpricing: *Evidence from Indonesia Capital Market*. *Corporate Governance*, 6(5).

- Hedegaard, E. (2018). Time-Varying Leverage Demand and Predictability of Betting-Against-Beta. Available at SSRN 3194626.
- Hohenfels, D. (2016). Auditor tenure and perceived earnings quality. *International Journal of Auditing*, 20(3), 224-238.
- Hutagaol-Martowidjojo, Y., & Kim, M. (2021). Pre-IPO Accrual Quality and Under-Pricing in the Indonesian Market. In Conference on International Issues in Business and Economics Research (CIIBER 2019) (pp. 20-25). *Atlantis Press*.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of financial economics*, 2(3), 235-272.
- Ibbotson Stoll, H. R., & Curley, A. J. (1970). Small business and the new issues market for equities. *Journal of financial and quantitative analysis*, 309-322.
- Idris, I., & Bala, H. (2015). Firms' Specific Characteristics and Stock Market Returns (Evidence from Listed Food and beverages Firms in Nigeria). *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(16), 188–201.
- Isidro, H., & Raonic, I. (2012). Firm incentives, institutional complexity and the quality of “harmonized” accounting numbers. *The International Journal of Accounting*, 47(4), 407-436.
- Jeribi, A. (2015). Measuring underwriter reputation: Evidence from the Tunisian stock market. Available at SSRN 2557543.
- Jeribi, A., & Jarboui, A. (2014). Explaining deliberate IPO price discount evidence from the Tunisian stock market. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 6(2), 121-138.
- Kalil, J. P. A., & de Benedicto, G. C. (2018). Impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras na B3. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 17(1), 197-224.
- Kao, J. L., Wu, D., & Yang, Z. (2009). Regulations, earnings management, and post-IPO performance: The Chinese evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 63-76.
- Katti, S., & Phani, B. V. (2016). Underpricing of initial public offerings: A literature review. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(2), 35-52.
- Kim, N. Y., & Hwang, K. J. (2018). Impact of underwriter reputation on the accounting conservatism of the IPO firm: South Korean cases. *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 11(3), 238-247.
- Kim, D., Palia, D., & Saunders, A. (2010). Are initial returns and underwriting spreads in equity issues complements or substitutes? *Financial Management*, 39(4), 1403-1423.

- Kirkulak, B., & Davis, C. (2005). Underwriter reputation and underpricing: Evidence from the Japanese IPO market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 451-470.
- Kohlbeck, M., & Warfield, T. (2010). Accounting standard attributes and accounting quality: Discussion and analysis. *Research in Accounting Regulation*, 22(2), 59-70.
- Larson, C. R., Sloan, R., & Giedt, J. Z. (2018). Defining, measuring, and modeling accruals: a guide for researchers. *Review of Accounting studies*, 23(3), 827-871.
- Lee, G., & Masulis, R. W. (2011). Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers? *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 982-1000.
- Lei nº 11.638, de 28 de novembro de 2007 (2007). Altera e revoga dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende a sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação das demonstrações contábeis financeiras. Brasília 2007. Recuperado em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm
- Lin, Y. M., & Shen, C. A. (2015). Family firms' credit rating, idiosyncratic risk, and earnings management. *Journal of Business Research*, 68(4), 872-877.
- Liu, J., Uchida, K., & Li, Y. (2020). Provincial economic performance and underpricing of IPOs: Evidence from political interventions in China. *Economic Modelling*, 86, 274-285.
- Lobo, G. J., Song, M., & Stanford, M. (2012). Accruals quality and analyst coverage. *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 497-508.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2013). IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 307-326.
- Lustosa, P. R. B., Fernandes, J. L. T., Nunes, D. M. S., & Araújo, J. B. de, Jr. (2010). Estimativas contábeis e qualidade do lucro: análise setorial no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 4 (2), 43-61.
- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 459-494.
- Malta, T. L., & de Camargos, M. A. (2016). Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. *REGE-Revista de Gestão*, 23(1), 52-62.
- Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), 879-903.

- Michaely, R., & Shaw, W. H. (1994). The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories. *The Review of Financial Studies*, 7(2), 279-3
- Mok, H. M., & Hui, Y. V. (1998). Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 453-474.
- Mouselli, S., Jaafar, A., & Goddard, J. (2013). Accruals quality, stock returns and asset pricing: Evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 203-213
- Orlovas, A. D., Serra, R. G., & Carrete, L. S. (2018). A Utilização do múltiplo EV/EBITDA na precificação de IPO's no mercado brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(37), 34-51.
- Ong, C. Z., Mohd-Rashid, R., & Taufil-Mohd, K. N. (2020). Underwriter reputation and IPO valuation in an emerging market: evidence from Malaysia. *Managerial Finance*.
- Pandey, I. M. (2001). The Expected Stock Returns Of Malaysian Firms: A Panel Data Analysis. *Social Science Research Network*.
- Peixoto, F. M., Pains, M. B., de Araújo, A. A., & Guimarães, T. M. (2016). Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. *Race: Revista de administração, contabilidade e economia*, 15(1), 39-66.
- Pollard, T. (2016). Sneaking in the back door? An evaluation of reverse mergers and IPOs. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(2), 305-341.
- Procianoy, J. L., & Cigerza, G. C. (2007). IPOs in emerging markets: a comparison of Brazil, India and China. India and China (August 2007) Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Roberson, Q. M., & Park, H. J. (2007). Examining the link between diversity and firm performance: The effects of diversity reputation and leader racial diversity. *Group & Organization Management*, 32(5), 548-568.
- Rodarte, J. R., & Camargos, M. A. de. (2013). Underpricing e Desempenho Acionário em IPOs de Companhias Brasileiras: uma análise pré-crise financeira internacional. *TPA - Teoria E Prática Em Administração*, 3(2), 121-146.
- Rodrigues, R., Batista, J., Melo, C., & Mól, A. (2019). A qualidade dos accruals das empresas do setor de alimentos e bebidas listadas na B3. *Revista Científica Hermes - FIPEN*, 24, 315-338.
- Saito, R., & Maciel, L. P. (2006). Underpricing of Brazilian IPOs: empirical evidence from 1999 to 2005. *Anais do Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil.

- Santos, R. L., Silveira, A. D. M. D., & Barros, L. A. D. C. (2009). Underwriters fueling going public companies? Evidence of conflict of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO wave. CEG (Center for Corporate Governance Research) *Working Paper Series*, 1, 2009.
- Schicks, J. (2014). Over-indebtedness in Microfinance—an empirical analysis of related factors on the borrower level. *World development*, 54, 301-324.
- Schwartzman, A. (2010). Relação entre retornos anormais e empréstimos concedidos por bancos em IPOs. (Dissection de mustard – Insper.)
- Sermpinis, G., Dunis, C., Laws, J., & Stasinakis, C. (2012). Forecasting and trading the EUR/USD exchange rate with stochastic Neural Network combination and time-varying leverage. *Decision Support Systems*, 54(1), 316-329.
- Shagari, S. L., Abdullah, A., & Mat Saat, R. (2018). A proposed model on the impact of internal control quality on accounting information system effectiveness in Nigeria. *Social and Management Research Journal*, 15(2), 79-169.
- Sharma, R., Chaudhary, A., & Gera, N. (2020). A study of IPO listing returns in National Stock Exchange. *International Journal of Financial Markets and Derivatives*, 7(3), 246-264.
- Shalaei, S. K., & Hashemi, S. A. (2017). Studying the impact of accruals quality and market risk premium on stock return excess using Fama-French three factor model. *J. Pol. & L.*, 10, 114.
- Shrader, R. C., Monllor, J., & Shelton, L. (2009). Acquisition as a growth strategy for young IPO firms. *Advances in entrepreneurship, firm emergence and growth*, 11, 77-101.
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & dos Santos, J. O. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 291-305.
- Silva Filho, F. L. D. (2018). A relação entre anúncios de dividendos, retornos anormais e volatilidade idiossincrática nas ações brasileiras (Doctoral dissertation).
- Silva, J. P., Noriller, R. M., Silva, D. C., & de Souza, E. S. (2018). Qualidade do lucro e retorno: uma análise das companhias listadas na BM&FBOVESPA. GCG: *Revista de globalización, competitividad y gobernabilidad*, 12(1), 78-92.
- Silva, L. G., & Ghani, A. N. A. (2014). Verificação de Underpricing por Bancos de investimento nos IPOs entre 2004 e 2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-9.
- Sonoda, F. (2008). Análise da influência do private equity e venture capital no underpricing dos IPOS das empresas brasileiras no período de 2004 a 2007 (Doctoral dissertation).

- Su, C., & Bangassa, K. (2011). The impact of underwriter reputation on initial returns and long-run performance of Chinese IPOs. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), 760-791.
- Sundarasan, S. D., Khan, A., & Rajangam, N. (2018). Signalling roles of prestigious auditors and underwriters in an emerging IPO market. *Global Business Review*, 19(1), 69-84.
- Teplitzky, B. A., Zitella, L. M., Xiao, Y., & Johnson, M. D. (2016). Model-based comparison of deep brain stimulation array functionality with varying number of radial electrodes and machine learning feature sets. *Frontiers in Computational Neuroscience*, 10, 58.
- Torres, D., Bruni, A. L., Castro, M. Á. R., & Martinez, A. L. (2010). Estrutura de propriedade e controle, governança corporativa e o alisamento de resultados no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(13), 11-34.
- Ursel, N. D., & Zhong, L. (2018). Why do firms pay high underwriting fees? SEO withdrawal, underwriter certification and CEO turnover. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 54, 98-113.
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 46-67.
- Wysocki, P. (2009). Assessing earnings and accruals quality: US and international evidence. Unpublished working paper. Cambridge: MIT Sloan School of Management
- Xu, S., Gong, G., & Gong, X. (2017). Accruals quality, underwriter reputation, and corporate bond underpricing: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 10(4), 317-339.
- Yan, J., & Williams, D. W. (2020). Timing is everything? Curvilinear effects of age at entry on new firm growth and survival and the moderating effect of IPO performance. *Journal of Business Venturing*, 10, 6020.
- Zang, A. Y. (2012) Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87 (2) 675-703.
- Zhang, Z., Chen, H., Li, S., An, Z., & Wang, J. (2020). A novel geodesic flow kernel based domain adaptation approach for intelligent fault diagnosis under varying working condition. *Neurocomputing*, 376, 54-64.
- Zutter, C. J., Boulton, T. J., & Smart, S. B. (2007, March). International IPO underpricing, earnings quality, and governance. In *University of Otago Department of Finance Seminar Series*. 25(3), 140 -1