



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

O Efeito de Características das Emissoras de Oferta Pública Inicial de Ações (IPO) no *Value Relevance* das Companhias Abertas Brasileiras

Marcelo Paulo de Arruda

Mestre em Ciências Contábeis

Professor Assistente do Centro Universitário de João Pessoa – UNIPE

marcelo.arruda@unipe.br

Larissa Raquel Miranda Paulo de Arruda

Graduanda em Gestão Financeira

Centro Universitário de João Pessoa – UNIPE

larissamiranda94@hotmail.com

Thiago José Silva Pena

Mestre em Ciências Contábeis

thiago.pena@outlook.com

Resumo

A emissão de oferta pública inicial (IPO - *Initial Public Offering*) constitui-se um passo importante para as companhias que desejam aumentar a sua parcela de mercado, bem como de adquirir novas fontes de financiamento para suas operações. Com isto, esta etapa pode causar impactos nos retornos das ações das companhias, principalmente de acordo com as características das empresas emissoras de ações. A presente pesquisa verificou o impacto de características das emissoras de oferta pública inicial (valor de mercado da companhia no primeiro dia de negociação, tamanho da companhia, preço de fechamento da ação no primeiro dia de negociação e tempo de existência da empresa) no *value relevance* das mesmas no período de 2004 a 2013. Utilizando do modelo proposto por Lang, Raedy, & Yetman (2003), verificou-se que o valor de mercado da companhia no primeiro dia de negociação apresentou significância estatística, impactando negativamente o *value relevance* das emissoras, corroborando com a afirmação de Fama & French (1992), enquanto que o tamanho da empresa, mensurado pelo Ativo Total da companhia, apresentou também significância estatística, influenciando positivamente no *value relevance* das emissoras, contribuindo com os achados de Beatty & Ritter (1986), que argumentam que comparado com companhias maiores, empresas menores estão sujeitas a mais incertezas, fazendo que haja maior valorização das maiores companhias frente as menores. A pesquisa teve como limitação a análise do período até 2013 e como sugestão para futuras pesquisas tem-se a ideia de analisar outras características institucionais, inclusão de variáveis da *underwriter* e análise de outros mercados acionários.

Palavras-chave: Oferta pública inicial, *Value Relevance*, Mercado de Capitais.



1. Introdução

Nos últimos anos, o cenário econômico ganhou novos horizontes e reconhecimento do mercado estrangeiro, os investidores em sua essência vislumbraram uma oportunidade de maiores retornos com base no mercado de capitais em países emergentes, como, por exemplo, o mercado brasileiro, principalmente, pela abertura de suas economias para receber os investimentos externos. O processo de abertura do capital de uma firma é realizado por meio da *Initial Public Offering* (IPO), em português, oferta pública inicial de ações, a qual é muitas vezes motivada com o intuito de absorver capital para financiar projetos e atrair mais investidores (Carter, Dark, Floros, & Sapp, 2011).

De acordo com Zilio (2012), a partir de 2004, houve uma retomada significativa de ofertas públicas inicial de ações no Brasil, mas somente em 2007 obteve-se um número considerável de negociações. Nos anos seguintes, tem-se o desenvolvimento da crise financeira do *subprime*, que pode ser definida como uma bolha, tendo em vista que foram sendo realizados cada vez mais investimentos malsucedidos de alto risco no âmbito do cenário internacional. (Testa, Lima, & Securato, 2013).

Diversos trabalhos internacionais trataram sobre a oferta pública inicial (Ritter, 1991; Dechow & Schrand, 2004; Ball & Shivakumar, 2008; Carter et al., 2011; Li, 2011; Su & Bangassa, 2011). Tratando dos estudos realizados no Brasil, podem ser citados os trabalhos (Eller, 2012; Paulo, Cavalcanti, & Melo, 2012; Zilio, 2012; Testa et al., 2013).

Para Ball & Shivakumar (2008), a má qualidade de informação contábil pode aumentar o custo de capital, o que é particularmente preocupante para as empresas que lançam suas ações em ofertas públicas, pois elas necessitam de financiamento externo e sob essa ótica, os IPOs pautados em má representação da realidade econômica e financeira da firma pode criar efeitos adversos sobre a reputação da firma e dos seus gestores. Com base na Teoria da Sinalização desenvolvida por Spence (1973), que foi, inicialmente, desenvolvida para explicar os problemas da informação no mercado de trabalho, aborda, para o mercado de ações, os problemas da assimetria informacional nas transações, procurando evidenciar como essa assimetria pode ser reduzida com a sinalização de mais informações. Com isto, as características das empresas podem sinalizar para os investidores maior ou menor segurança acerca de qual destas os mesmos devem aplicar os seus recursos, principalmente por causa da assimetria informacional.

Essa assimetria está relacionada com o conflito de agência estudado por Jensen and Meckling (1976), onde estes autores abordam que a relação de agência se caracteriza por um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) engajam a outra pessoa (agente) para desempenhar alguma tarefa em seu valor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisões pelo agente. No caso específico das emissoras de oferta pública inicial (IPO), estas até antes do início da oferta não possuem acionistas, com isto não são tomadas decisões com base nos interesses dos mesmos e, a partir do momento em que se realiza a oferta pública inicial, deverão agir de acordo com os interesses do principal, onde, neste momento, passa a ser os acionistas.

Tendo em vista a abertura de capital das companhias brasileiras e as diversas características destas companhias, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **Qual o impacto das características das companhias emissoras de oferta pública inicial de ações (IPO) no seu *value relevance*?** Como resposta a questão de pesquisa, tem-se o objetivo de analisar quais são as características das emissoras de oferta pública inicial de ações das companhias brasileiras que influenciam em seu *value relevance*.



Este trabalho tem mais quatro seções, além desta Introdução. Na segunda seção, é apresentado um breve referencial teórico sobre oferta pública inicial de ações (IPO), características das companhias emissoras de oferta pública inicial de ações e *value relevance*. Na terceira parte são destacados os procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa, descrevendo os modelos e as variáveis utilizadas pelo presente estudo. Na quarta seção, é apresentado e analisado os resultados da pesquisa, objetivando responder ao problema de pesquisa proposto anteriormente e, por fim, são realizadas as considerações finais.

2. Referencial Teórico

2.1 Oferta Pública Inicial de Ações (IPO) e Características das Emissoras

O lançamento de IPO é uma etapa necessária para que uma empresa passe a ter ações negociadas em bolsa de valores. Nesta ocasião as empresas lançam suas ações no mercado pela primeira vez, permitindo que investidores detenham uma parte do seu capital, passando a ser coproprietário da firma. De acordo com Engelen & Van Essen (2010), as ações da oferta pública inicial aparentam entrar no mercado oferecidas a um preço inferior ao preço de mercado, assim o *underpricing* é geralmente estimado como a diferença percentual entre o preço pelo qual as ações foram vendidas aos investidores durante as suas ofertas públicas iniciais (IPO) e o preço pelo qual as ações são negociadas posteriormente. Por outro lado, se os resultados da companhia forem artificialmente inflados, os investidores não informados podem pagar um preço artificialmente elevado, destacam Gioielli, Carvalho, & Sampaio (2013) ao ressaltar a importância do gerenciamento de resultados.

Conforme Loughran e Ritter (2002) a maioria dos modelos de subavaliação do IPO baseia-se em assimetria de informações. O autor defende que os gestores das empresas emissoras se importam menos com a subavaliação se receberem simultaneamente boas notícias sobre o aumento da riqueza pessoal. Ainda neste contexto, Li (2011) afirma que a assimetria de informação em IPO é maior do que nas demais negociações, uma vez que existe um número reduzido de informações históricas disponíveis, tendo os investidores que confiar nos números contábeis para avaliar as IPOs. Já na concepção de Araújo & Oliveira (2015) a assimetria de informações é causada pelos próprios investidores, em detrimento da falta de tempo ou conhecimento para investigar a qualidade da empresa que está lançando IPOs.

Para Ritter e Welch (2002), o porquê das empresas lançarem ações e recompensarem os investidores do primeiro dia com preços baixos consideráveis e como os IPOs funcionam no longo prazo traz três respostas. A primeira envolve o fato do IPO não ser um fenômeno estacionário. A segunda é que a pesquisa em questões de alocação de compartilhamento é a área de pesquisa mais promissora em IPOs no momento. Por fim, argumentamos que a informação assimétrica não é o principal motor de muitos fenômenos do IPO.

Su & Bangassa (2011) analisaram os retornos iniciais e o desempenho de longo das ofertas públicas iniciais no período de 2001 a 2008 de empresas chinesas, com especial destaque para o impacto da reputação do *underwriter*. Os mesmos desenvolveram três *proxies* (reputação do *underwriter*, o PL, o valor da ação). Os achados mostram pouca influência da reputação *underwriter* sobre o nível de *underpricing*, mas uma relação significativamente positiva entre reputação *underwriter* e o desempenho de longo prazo dos IPOs. Por fim, os autores enfatizam que investir em IPOs geridos por *underwriter* mais prestigiadas ajudam a mitigar as perdas (Su & Bangassa, 2011).



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Segundo Jain e Kini (2008), a empresa ao assumir o compromisso gerencial com as despesas e desenvolvimento (P&D) de linhas de produtos diversificadas, aumentando a sua capacidade de permanecerem viáveis por longos períodos de tempo. Ou seja, a expectativa de manter uma produção futura com êxito faz com que as firmas se tornem atraentes para o investidor no momento da emissão de ações.

A presença de membros na empresa considerados burocratas com ligações governamentais enfraquece a oferta inicial e tende a impactar o resultado pós IPO, com uma diferença de desempenho evidente no preço de IPO e em retornos de ações logo após o dia de negociação inicial (Fan, Wong, & Zhang, 2007).

Fatores institucionais relacionados a proteção ao acionista minoritário para o país de origem do IPO representa uma condição que afeta o número de mecanismos de governança corporativa para melhorar a percepção de alto valor entre os investidores para a empresa ofertante (Bell, Filatotchev, & Aguilera, 2014). Um corpo substancial de estudos empíricos e teóricos demonstrou a importância do papel de certificação que os *underwriters* desempenham na redução da assimetria de informação entre emissores e potenciais investidores durante o processo de IPO (Ball & Shivakumar, 2008; Carter et al., 2011; Dechow, P.; Schrand, 2004; Engelen & van Essen, 2010; Jay R. Ritter, 1991; Li, 2011; Su & Bangassa, 2011).

Porém, o presente estudo desprende-se de características relacionadas à reputação dos *underwriters* e foca nas características da própria emissora de oferta pública inicial de ações (IPO). São quatro as características analisadas pelo presente estudo:

- a) Valor de Mercado da Companhia: Fama & French (1992) defendem que o valor de mercado da companhia e o retorno esperado das ações são negativamente relacionados;
- b) Tamanho da companhia: Beatty & Ritter (1986) argumentam que comparado com companhias maiores, empresas menores estão sujeitas a mais incertezas;
- c) Preço de Fechamento no primeiro dia de negociação: Derrien (2005) aborda que o sentimento dos investidores acerca da companhia pode ter impacto significativo sobre os preços dos IPOs;
- d) Tempo de existência da companhia: Ritter (1984) afirma que empresas mais novas são mais arriscadas, onde pode-se esperar um maior retorno de tais empresas.

Após a entrada no mercado, as empresas tendem a ter seu desempenho modificado, Bhagat & Rangan (2004) reforçam dizendo que isso mostra a possível variação quanto ao retorno das ações nas empresas, tendo a possibilidade de retornos acima do esperado ou muito abaixo do aceitável, devido a variações positivas ou negativas nos preços das ações (Procianoy & Cigerza, 2007). Além disso, as empresas também ficam mais sujeitas a análises e necessitam de um maior nível de divulgação de informações financeiras do que uma empresa privada qualquer (Chen & Chow, 2011).

2.2 Value Relevance

A relevância do valor das informações contábeis, conhecido internacionalmente como *Value Relevance* possui um significado mais amplo, no que concerne a relevância. Na visão de Barth, Beaver, & Landsman (2001), pesquisas sobre *value relevance* analisa a associação entre os valores contábeis e os valores de mercado, ou de forma mais explicada, avalia a importância dos valores contábeis, os quais refletem as informações usadas por investidores de capital, e fornece esclarecimentos sobre questões de interesse para os organismos de normatização.

Pfeifer (1998) afirma sobre a existência de informações que não são reconhecidas na contabilidade, mas que são importantes para o mercado, impactando no preço das ações das



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

companhias. A presente pesquisa utiliza de algumas variáveis não contábeis, mas, sustentadas pela afirmação anterior, pode-se verificar uma possível influência das mesmas na precificação das ações da amostra analisada.

Macedo, Machado, Machado, & Mendonça (2013) explicam que se o preço das ações reflete a informação contábil, é porque ela é significativamente relevante para os analistas e investidores do mercado de capitais. Além disto, Dechow, Ge, & Schrand (2010) confirmam que além do gerenciamento de resultados, do conservadorismo e da transparência, o *value relevance* é um dos atributos utilizados nos estudos para mensurar a qualidade das informações contábeis.

Girão (2012), abordando sobre o *value relevance*, afirma que diversos pesquisadores se voltaram para essa área que, ainda hoje, se encontra como um fértil campo de pesquisa para a análise do valor de mercado com os números contábeis e as implicações daqueles números no mercado de capitais. Brown, Lo, & Lys (1999) enfatizam que o *value relevance* das divulgações contábeis é o foco dos estudos realizados na contabilidade. Neste sentido, Beaver (1968) complementa que esta é uma das cinco áreas da contabilidade na qual a pesquisa no mercado de capitais tem feito a sua maior contribuição.

De acordo com Kothari (2001), as pesquisas sobre *value relevance* provavelmente contribuem para as decisões de investimentos, definição de normas contábeis das empresas e decisões de divulgação das informações financeiras. Partindo-se deste cenário, o qual dá sentido às pesquisas sobre *value relevance*, Holthausen & Watts (2001) realizaram uma pesquisa, na qual classificaram os estudos acerca do *value relevance* em três tipos, a saber:

- a) Estudos de Associação Relativa (*Relative Association Studies*) – estudos que pretendem fazer a associação entre o valor de mercado e o valor contábil, comparando as mensurações por padrões contábeis diferentes.
- b) Estudos de Associação Incremental (*Incremental Association Studies*) – tratam de estudos que buscam avaliar se informações contábeis são úteis na explicação do preço das ações.
- c) Estudos de Conteúdo Informacional Marginal (*Marginal Information Content Studies*) – avalia se valores contábeis específicos adicionam informações aos investidores, e normalmente utilizam o método estudo de eventos.

Esta pesquisa utiliza o *value relevance* como uma medida da qualidade das informações contábeis, desta forma, seguindo a classificação de Holthausen & Watts (2001) pode ser enquadrada como um Estudo de Associação Incremental, uma vez que se propõe a medir a qualidade da informação contábil que está sendo repassada ao investidor, contribuindo assim para a avaliação do reflexo da informação contábil no preço das ações.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Tipologia e Método de Pesquisa

Este estudo utiliza a tipologia elaborada por Beuren (2006), que classifica a pesquisa quanto aos objetivos, aos procedimentos e à abordagem de pesquisa. Quanto aos objetivos, este estudo pode ser classificado como descritivo, pois o estudo busca “[...] observar, registrar, analisar e correlacionar fatos e fenômenos (variáveis) sem manipulá-los.” (Cervo & Bervian, 2002, p. 66)

Quanto aos procedimentos é classificada como uma pesquisa bibliográfica, a qual segundo Gil (2008) é desenvolvida a partir de material já elaborado, principalmente livros e artigos científicos.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Por fim, quanto à abordagem de pesquisa, o estudo também se classificou como uma pesquisa quantitativa, a qual Richardson (1999) caracteriza esta abordagem de pesquisa pelo emprego da quantificação tanto para a coleta de informações, como para o tratamento de tais informações, utilizando técnicas estatísticas, desde as mais simples até as mais complexas.

3.2 Definição da Amostra

A população deste estudo é formada pelas companhias abertas brasileiras que tiveram ofertaram suas ações em bolsa de valores pela primeira vez (IPO) durante o período de 2004 a 2013. De acordo com Eller (2012) no período de 1994 a 2004 praticamente no mercado de ações brasileiras não houve ofertas públicas iniciais, foi só então a partir de 2004 surgiu um aquecimento da economia e o Brasil como emergente ganhou papel de destaque, esse mesmo autor afirma que 2004 é considerado um marco na emissão de IPOs. A amostra final deste estudo compreendeu 105 companhias, onde foram excluídas as empresas que não possuíam dados necessários à realização deste estudo.

No Quadro 1, são dispostas a quantidade de ofertas públicas iniciais de ações ao longo do período analisado (2004 a 2013). Pode-se verificar que no ano de 2007 houve o maior número de ofertas públicas iniciais, compreendendo 43,24% de ofertas em relação ao total de anos analisados. Já no ano de 2013, a porcentagem caiu para 1,80%, mostrando assim uma diminuição bastante significativa nas ofertas públicas iniciais de ações. Verifica-se, também que nos anos 2008 e 2009, houve o mesmo comportamento, com 3,60%, ou seja, 4 IPOs.

Quadro 1 – Quantidade de IPO por Ano

Ano	IPOs	%
2004	7	6,31%
2005	6	5,41%
2006	17	15,32%
2007	48	43,24%
2008	4	3,60%
2009	4	3,60%
2010	9	8,11%
2011	11	9,91%
2012	3	2,70%
2013	2	1,80%
TOTAL	111	100%

Fonte: elaborada pelos autores

3.3 Desenvolvimento de Hipótese e Definição do Modelo Empregado

A teoria positivista nos últimos anos vem se destacando e recebendo papel de destaque em estudos contábeis que testam *value relevance* na qualidade das informações contábeis. Assim, vários estudos afirmam que a informação contábil é importante quando a mesma esta significativamente correlacionada com o valor de mercado das empresas ou com o retorno das suas ações. (Barth et al., 2001; Beaver, 1968; Ray Ball, 1968).

Hipótese 1: As características das companhias emissoras de oferta pública inicial de ações são determinantes no comportamento do seu preço das ações.

A mensuração da relevância dos números contábeis (*value relevance*) é baseada no poder explanatório da regressão do preço da ação e o patrimônio líquido. Seguindo a perspectiva de Lang,



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Raedy, & Yetman (2003) e Lang, Smith Raedy & Wilson (2006), o modelo dado para mensurar o *value relevance* é dado pela equação a seguir.

$$REE = \beta_0 + \beta_1 PLA_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 CE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$REE = VM_{it-1} - VM_{it} \quad (2)$$

Em que:

REE = Retorno Econômico da Empresa;

VM_{it} = Valor de Mercado da companhia i com 12 meses;

VM_{it-1} = Valor de Mercado no primeiro dia de negociação;

PLA_{it} = valor do patrimônio líquido da entidade da empresa i no tempo t , excluído o lucro líquido, evita-se problemas de multicolineariedade entre as variáveis;

LL_{it} = lucro líquido da empresa i no tempo t ;

CE_{it} = *proxy* para as características da emissora;

β_n = parâmetros a serem estimados pela regressão;

ε_{it} = erro da regressão.

Foram utilizadas quatro variáveis como *proxy* para as características da emissora de oferta pública inicial de ações. Conforme exposto previamente no referencial teórico deste trabalho, primeiramente, foi utilizado o valor de mercado da companhia no primeiro dia de negociação (VM_{it-1}), onde Fama & French (1992) defendem que o valor de mercado da companhia e o retorno esperado das ações são negativamente relacionados.

Posteriormente, utilizou-se o tamanho da companhia, neste caso, mensurado pelo ativo total do ano do IPO (*AtivoIPO*). Beatty & Ritter (1986) argumentam que comparado com companhias maiores, empresas menores estão sujeitas a mais incertezas. Com isto, espera-se que as empresas maiores apresentem maior retorno econômico, conforme mensurado pelo modelo anteriormente explicado.

A terceira variável de controle utilizada foi o preço de fechamento da ação no primeiro dia de negociação (*PrFc*). Derrien (2005) aborda que o sentimento dos investidores acerca da companhia pode ter impacto significativo sobre os preços dos IPOs. Sendo, desta forma, esperado que as empresas com maiores retornos no primeiro dia de negociação possuam maior reputação junto a seus investidores.

A quarta e última variável de controle utilizada foi o tempo de existência da empresa (*Idade*), em anos, até a data da oferta pública inicial (IPO). Ritter (1984) afirma que empresas mais novas são mais arriscadas, onde pode-se esperar um maior retorno de tais empresas.

Todas as variáveis financeiras são escalonadas pelo ativo total no início do período para evitar a problemas de heterocedasticidade. O patrimônio líquido é ajustado para evitar problemas de multicolinearidade das variáveis analisadas, uma vez que é divulgado contendo o lucro líquido, é necessário ajustá-lo, ou seja, excluir o lucro líquido dele. É importante destacar que o *value relevance* é analisado pelo poder explicativo do R^2 .

3.4 Resultados Esperados

O Quadro 2 abaixo apresenta os resultados esperados para cada uma das variáveis das características das emissoras de oferta pública inicial de ações no *value relevance* destas emissoras.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Quadro 2 – Resultados esperados das regressões

Característica	Resultado Esperado
VM_{it-1}	-
<i>AtivoIPO</i>	+
<i>PrFc</i>	+
<i>Idade</i>	-

Fonte: elaborada pelos autores

Tais resultados esperados são defendidos ao longo do tópico 3.3 (Desenvolvimento de Hipótese e Definição do Modelo Empregado) do presente trabalho.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção é realizada a análise dos resultados com intuito de atender aos objetivos do presente estudo. Na Tabela 1, se apresentam as estatísticas descritivas dos dados utilizados. Verifica-se, conforme Tabela 1, que os *logs* naturais dos ativos das companhias apresentam um valor máximo de 19,6513 e mínimo de 10,9255, apresentam média de 14,1068, com um desvio-padrão de 1,2534, não tendo tanta distinção de valores que representam o tamanho da companhia.

Em relação ao preço de fechamento no primeiro dia de negociação das companhias (*PrFc*) verifica-se um alto desvio-padrão (68,9444), uma vez que existe uma alta distinção entre os valores máximos (703,0000) e mínimos destes preços (1,5068). Tratando do tempo de existência das companhias (*Idade*), pode-se inferir sobre a existência de empresas que emitiram oferta pública inicial de ações após 78 anos de operação, enquanto empresas criadas no mesmo ano também emitiram tal oferta.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas dos dados utilizados para analisar o efeito das características das emissoras de oferta pública inicial de ações no *value relevance* das companhias brasileiras

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
PLA_{it}	0,4507	0,4459	-0,0323	1,3208	0,2209
LL_{it}	0,0289	0,0403	-0,8452	0,3329	0,1227
VM_{it-1}	1,5692	1,2481	0,0841	6,7513	1,2299
VM_{it}	1,2966	1,0179	0,0176	5,7510	1,1323
<i>REE</i>	-0,2726	-0,1680	-5,2569	1,3257	0,8810
<i>AtivoIPO</i>	14,2253	14,1068	10,9255	19,6513	1,2534
<i>PrFc</i>	20,9827	11,4930	1,5068	703,0000	68,9444
<i>Idade</i>	16,5135	8,00000	0,0000	72,0000	17,3859

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 2 apresenta a matriz de correção de Pearson das variáveis utilizadas neste estudo. Verifica-se que algumas variáveis estão correlacionadas a um nível de significância de 5%. O patrimônio líquido ajustado das companhias está correlacionado positivamente com o lucro líquido enquanto este está correlacionado negativamente com o ativo da companhia. O valor de mercado no primeiro dia de negociação está correlacionado negativamente com o preço de fechamento no primeiro dia de negociação. Já que o preço de fechamento no primeiro dia de negociação está correlacionado positivamente com o ativo da emissora, enquanto este positivamente com o tempo de existência das companhias.

Tabela 2 – Matriz de Correlação de Pearson dos dados utilizados para analisar a reputação das companhias brasileiras que abrem capital no *value relevance* das companhias brasileiras

PLA_{it}	LL_{it}	VM_{it-1}	VM_{it}	<i>REE</i>	<i>AtivoIPO</i>	<i>PrFc</i>	<i>Idade</i>
------------	-----------	-------------	-----------	------------	-----------------	-------------	--------------



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

<i>PLA_{it}</i>	1,0000	0,0114	0,3345	0,2201	-0,1840	-0,4262	0,0539	-0,1289
<i>LL_{it}</i>		1,0000	0,3069	0,4274	0,1209	-0,0131	-0,3650	0,0930
<i>VM_{it-1}</i>			1,0000	0,7247	-0,4646	-0,4261	-0,0382	-0,1784
<i>VM_{it}</i>				1,0000	0,2735	-0,2712	-0,0926	-0,0539
<i>REE</i>					1,0000	0,2463	-0,0657	0,1798
<i>AtivoIPO</i>						1,0000	0,0249	0,0047
<i>PrFc</i>							1,0000	-0,1033
<i>Idade</i>								1,0000

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 3 demonstra os resultados do impacto das características das emissoras de oferta pública inicial de ações no *value relevance* das companhias abertas brasileiras.

A primeira característica analisada foi o valor de mercado da companhia no primeiro dia de negociação (*VM_{it-1}*), onde se pode verificar que o mesmo tem um impacto negativo no *value relevance* a um nível de significância de 5%, conforme os resultados esperados e defendidos por Fama & French (1992), onde os autores defendem que o valor de mercado da companhia e o retorno esperado das ações são negativamente relacionados. O modelo, utilizando-se desta característica, apresenta maior grau de ajustamento das variáveis (R^2 Ajustado), sendo de 0,2726, enquanto que o modelo que utiliza a variável *AtivoIPO* apresenta o segundo melhor grau de ajustamento das variáveis analisadas, sendo de 0,0581.

A segunda característica analisada foi o total do ativo da emissora de oferta pública inicial de ações (*AtivoIPO*). Com base nos resultados descritos na Tabela 3, infere-se que o tamanho da empresa (mensurada pelo Ativo Total da mesma) apresenta significância estatística a um nível de 5%, impacto no *value relevance* das emissoras de IPO e corroborando com o estudo de Beatty & Ritter (1986), que argumentam que comparado com companhias maiores, empresas menores estão sujeitas a mais incertezas.

O preço de fechamento no primeiro dia de negociação (*PrFc*) foi a terceira característica da emissora analisada. Com base nos resultados, pode-se inferir que o preço de fechamento no primeiro dia de negociação não apresenta significância estatística, não apresentando impacto no *value relevance* da amostra analisada.

A quarta e última característica das emissoras de IPO analisada foi o tempo de existência das mesmas. Conforme exposta na Tabela 3 o *p-value* desta variável não apresenta significância estatística, não afetando *value relevance* das emissoras, embora seja defendido na literatura que empresas mais novas são mais arriscadas e que, conseqüentemente, possuem maior retorno.

Tabela 3 – Análise do impacto das características das companhias no *value relevance*

	<i>VM_{it-1}</i>		<i>AtivoIPO</i>		<i>PrFc</i>		<i>Idade</i>	
	Coefic.	<i>p-value</i>	Coefic.	<i>p-value</i>	Coefic.	<i>p-value</i>	Coefic.	<i>p-value</i>
Constante	0,2928	0,0375	-2,1867	0,0529	0,3813	0,8421	-0,1206	0,5704
<i>PLA_{it}</i>	-0,0094	0,9832	-0,3887	0,3428	-0,7366	0,0532	-0,6626	0,0801
<i>LL_{it}</i>	2,0865	0,0312	0,8951	0,1808	0,8500	0,2453	0,7824	0,2472
<i>CE_{it}</i>	-0,396	0,0173	0,1451	0,0462	-0,0001	0,9017	0,0075	0,1194
R^2		0,2924		0,0838		0,0491		0,0704
R^2 ajustado		0,2726		0,0581		0,0224		0,0443
Estatística F	5,0895	0,0025	3,2630	0,0243	1,8421	0,1439	2,7002	0,0493
Teste de White	78,6624	0,0000	6,9707	0,6402	1,5903	0,9964	3,7438	0,9274
N		111		111		111		111

Fonte: Elaborado pelos autores



5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo verificar a influência de características das emissoras de oferta pública inicial de ações no *value relevance* das mesmas, baseados na teoria da sinalização (Spence, 1973), uma vez que tais características podem sinalizar aos investidores maior ou menor segurança acerca destas emissoras, principalmente pelo fato nas companhias serem “novas” no mercado e, conseqüentemente, possuírem uma maior assimetria informacional dos que as empresas que já operam no mercado de ações.

A literatura internacional trata acerca do impacto da reputação dos *underwriters*, instituições financeiras responsáveis pelo lançamento da oferta pública inicial de ações (IPO), sobre o *value relevance* das emissoras de IPO. Porém, conforme exposto anteriormente, as características das próprias emissoras podem e devem sinalizar algo para o mercado de capitais e, conseqüentemente, para os investidores, conforme exposto por Pfeifer (1998), inclusive variáveis não relacionadas a contabilidade podem afetar no retorno das ações.

Com isto, se utilizou quatro características das emissoras de IPO para verificar o impacto destas no *value relevance* das companhias, onde tais características foram: valor de mercado na companhia no primeiro dia de negociação, o tamanho da empresa emissora (mensurada pelo ativo total da mesma), o preço de fechamento no primeiro dia de negociação e o tempo de existência da emissora.

Com base nos resultados, verificou-se que o valor de mercado da companhia no primeiro dia de negociação apresentou significância estatística, impactando negativamente o *value relevance* das emissoras, corroborando com a afirmação de Fama & French (1992), enquanto que o tamanho da empresa (Ativo Total) apresentou também significância estatística, influenciando positivamente no *value relevance* das emissoras, contribuindo com os achados de Beatty & Ritter (1986), que argumentam que comparado com companhias maiores, empresas menores estão sujeitas a mais incertezas, fazendo que haja maior valorização das maiores companhias frente as menores. As outras duas características analisadas não apresentaram significância.

As principais limitações deste estudo foram a pequena quantidade de companhias emissoras de oferta pública inicial de ações (IPO), principalmente quando comparado com a realidade de outros mercados acionários mais desenvolvidos, citando o Estados Unidos como exemplo, e a captação de outros dados referente a características destas emissoras. Porém, o presente trabalho teve o intuito de ser o pioneiro no que tange ao impacto de determinadas características de emissoras de IPO no *value relevance* das companhias analisadas, tendo ciência que outras diversas características e fatores podem e devem influenciar no *value relevance*, bem como em outros atributos da qualidade da informação contábil.

Para futuras pesquisas sugere-se a inclusão de outras características das emissoras de oferta pública inicial de ações (IPO), análise de outros mercados acionários com o intuito de comparar e observar características particulares em seu impacto no *value relevance* em cada um destes mercados, além da inclusão de variáveis relacionadas à instituição financeira responsável pela oferta pública inicial de ações (*underwriters*).

REFERÊNCIAS

Araújo, J. P. de, & Oliveira, M. R. G. de. (2015). Análise da Influência do Private Equity e do Venture Capital no Risco das Ações das Empresas que Realizaram IPO como Forma de



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

- Desinvestimento. *RACE, Revista de Administração, Contabilidade E Economia*, 14(3), 1205–1268.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3), 324–349. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77–104. <http://doi.org/10.2139/ssrn.228950>
- Beatty, P., & Ritter, J. R. (1986). Investment and the Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(June 1984), 213–232.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Announcements Earnings. *Journal of Accounting Research*, 6(1968), 67–92. <http://doi.org/10.2307/2490070>
- Bell, R. G., Filatotchev, I., & Aguilera, R. V. (2014). Corporate Governance and Investors' Perceptions of Foreign IPO Value: An Institutional Perspective. *Academy of Management Journal*, 57(1), 301–320. <http://doi.org/10.5465/amj.2011.0146>
- Beuren, I. M. (org.). (2006). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática* (3rd ed.). São Paulo: Atlas.
- Bhagat, S.; Rangan, S. (2004). *Determinants Of IPO Valuation*. University of Colorado, Boulder.
- Brown, S., Lo, K., & Lys, T. (1999). Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83–115. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00023-3](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00023-3)
- Carter, R. B., Dark, F. H., Floros, I. V., & Sapp, T. R. A. (2011). Characterizing the risk of IPO long-run returns: The impact of momentum, liquidity, skewness, and investment. *Financial Management*, 40(4), 1067–1086. <http://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2011.01171.x>
- Cervo, A. L., & Bervian, P. A. (2002). *Metodologia científica* (5th ed.). São Paulo: Prentice Hall.
- Chen, H. L., & Chow, E. H. (2011). The impact of investor base on the costs of capital for IPOs. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(3), 177–190. <http://doi.org/10.1016/j.mulfin.2011.02.003>
- Dechow, P.; Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. (C. Institute, Ed.). Charlottesville (Virginia).
- 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. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Derrien, F. (2005). IPO Pricing in “Hot” Market Conditions: Who Leaves Money on the Table? *The Journal of Finance*, 60(1), 487–520. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x>
- Eller, E. P. (2012). *Análise do Desempenho de Longo Prazo dos IPOs de empresas com participação prévia de fundos de Private Equity e Venture Capital de 2004 a 2011 na BM&F Bovespa*. Fundação Getúlio Vargas.
- Engelen, P. J., & van Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, issue- and country-specific characteristics. *Journal of Banking and Finance*, 34(8), 1958–1969. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.01.002>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-section of Expected Stock Returns. *The Journal of*



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

- Finance*, 47(2), 427–465. <http://doi.org/10.1561/104.000000024>
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 330–357. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.008>
- Gioielli, S. P. O., Carvalho, A. G. de, & Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *BBR-Brazilian Business ...*, 10(4), 32–68. Retrieved from <http://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/gledson.pdf>
- Girão, L. F. A. P. (2012). *Assimetria Informacional, Insider Trading e Avaliação de Empresas: evidências no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 3–75. <http://doi.org/10.2139/ssrn.228950>
- Jain, B. A., & Kini, O. (2008). The impact of strategic investment choices on post-issue operating performance and survival of US IPO firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 35(3–4), 459–490. <http://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02072.x>
- Jay R. Ritter. (1991). The Long Run Performance of IPOs. *Journal of Finance*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360.
- Kothari, S. P. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 105–231. [http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Lang, M., Raedy, J. S., & Yetman, M. H. (2003). How Representative Are Firms That Are Cross-Listed in the United States? An Analysis of Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 363–386. <http://doi.org/10.1111/1475-679X.00108>
- Lang, M., Smith Raedy, J., & Wilson, W. (2006). Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 255–283. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.04.005>
- Li, X. (2011). Behavioral theories and the pricing of IPOs' discretionary current accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(1), 87–104. <http://doi.org/10.1007/s11156-010-0196-x>
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2004). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*, 33(3), 5–37. <http://doi.org/10.2139/ssrn.331780>
- Macedo, M. A. S., Machado, M. R., Machado, M. A. V., & Mendonça, P. H. C. (2013). Impacto da Convergência às Normas Contábeis Internacionais no Brasil Sobre o Conteúdo Informacional da Contabilidade. *Revista de Educação E Pesquisa Em Contabilidade*, 7(3), 222–239. <http://doi.org/10.17524/repec.v7i3.905>
- Paulo, E., Cavalcanti, P. R. N., & Melo, I. S. L. (2012). Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 9 n.1(Jan-Mar), 1–26.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

- Pfeifer Jr., R. J. (1998). Market value and accounting implications of off-balance sheet items. *Journal of Accounting and Public Policy*, 17, p.185-207.
- Procianoy, J., & Cigerza, G. (2007). IPOs in emerging markets: a comparison of Brazil, India and China. *India and China (August 2007)*, (June), 1–50. <http://doi.org/10.2139/ssrn.968300>
- Ray Ball, P. B. (1968). Ball_Brown_JAR_1968.pdf. *Journal of Accounting Research*.
- Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa Social: Métodos e Técnicas*. (Atlas, Ed.). São Paulo.
- Ritter, J. R. (1984). The “Hot Issue” Market of 1980. *The Journal of Business*, 57(2), 215. <http://doi.org/10.1086/296260>
- Ritter, J., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *THE JOURNAL OF FINANCE*, LVII(4), 1795–1828.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <http://doi.org/10.2307/1882010>
- 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. <http://doi.org/10.1016/j.intfin.2011.06.002>
- Testa, C. H. R., Lima, G. A. S. F. de, & Securato, J. R. (2013). O Desempenho De Longo Prazo Dos Ipos : Evidências De Empresas Investidas Por Fundos De Private Equity E Venture Capital. In XVI SEMEAD.
- Zilio, A. (2012). *Decisão das Empresas de Realizar Um IPO e Implicações sobre Desempenho: Uma Análise da Experiência Brasileira*. Universidade de São Paulo.