UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

PAULO HENRIQUE FONSECA DE MELO

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E O DESEMPENHO DAS OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS

BELO HORIZONTE
2015

PAULO HENRIQUE FONSECA DE MELO

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E O DESEMPENHO DAS OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade e Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Wagner Moura Lamounier

BELO HORIZONTE
2015

Paulo Henrique Fonseca de Melo

Esta Dissertação foi julgada adequada pelo Curso de Mestrado em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Belo Horizonte, 29 de maio de 2015.

Profa. Laura Edith Taboada Pinheiro
Coordenadora do Curso

BANCA EXAMINADORA

Prof. Wagner Moura Lamounier
Cepcon/UFMG *(orientador)*

Prof. Aureliano Angel Bressan
CEPEAD/UFMG

Prof. Rafael Morais de Souza
Cepcon/UFMG

Prof. Wilson Toshiro Nakamura
Mackenzie/SP

Belo Horizonte, 2015

Dedico a toda minha família, principalmente a meus pais, Rosária e Paulo, e minha irmã, Lilian, que fazem tudo adquirir sentido.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus, meu grande Rei.

Agradeço aos meus pais, Rosária e Paulo, e a Lilian, Gean e Karla, pessoas tão especiais que me mostraram que, com perseverança, honestidade, humildade e muita dedicação pode-se realizar sonhos e romper paradigmas. Obrigado pelo carinho, amor, dedicação e confiança concedidos a mim.

Ao Prof. Wagner Lamounier, pelos ensinamentos e paciência dedicada para o bom andamento da dissertação. Sua orientação foi indispensável para a consecução dos resultados do estudo.

Aos Professores Aureliano, Rafael e Wilson, pelas críticas e contribuições sugeridas para a finalização desta pesquisa.

Aos demais professores e funcionários da FACE/UFMG, em especial aqueles do Departamento de Ciências Contábeis, sem os quais não seria capaz de finalizar minha pesquisa.

Finalmente, agradeço as minhas avós, Jandira e Maura, aos meus amigos, e também aos meus tios e primos que se comportam como autênticos pais e irmãos.

A todos vocês que estiveram presentes nessa caminhada, pois, para quem sabe o que quer e onde quer chegar, na trajetória correta deve sempre seguir. O destino não é frequentemente inevitável, mas uma questão de escolha, pois, como já dizia Einstein, “a mente que se abre a uma nova idéia, jamais voltará ao seu tamanho original”.

RESUMO

Para representar a performance econômico-financeira da empresa e suprir os usuários dos relatórios contábeis com informações úteis necessárias à tomada de decisão, os gestores estão propensos a gerenciar os resultados dados os incentivos e a assimetria informacional existente entre estes agentes. Estudos nacionais e internacionais objetivaram pesquisar esse tipo de prática em períodos prévios a uma Oferta Pública Inicial de Ações (IPO). Nesses estudos constatou-se que nos períodos que antecedem e marcam o IPO existem fortes evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* discricionários, contribuindo, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nestes períodos. Estima-se que este seja um tema de elevada relevância no cenário econômico-financeiro internacional e, principalmente, nacional, visto que, existem lacunas nesses estudos a serem pesquisadas. Portanto, essa pesquisa teve por objetivo verificar se as empresas brasileiras que realizaram IPO no período de 2002 a 2010, gerenciaram positivamente seus resultados com a finalidade de aumentar o lucro, melhorando seus resultados nos períodos próximos da oferta e apresentando desempenho ruim no longo prazo, fruto das reversões dos *accruals* relativos ao gerenciamento. Especificamente, objetivou-se examinar o comportamento de métricas de performance econômico-financeiras das empresas, os níveis de *accruals* discricionários antes e depois do IPO, o retorno das ações no curto e longo prazo após o lançamento, além de examinar quais seriam os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados no contexto dos IPOs. Como metodologia de pesquisa, foram utilizadas métricas de performance econômico-financeiras, os modelos econométricos de Jones Modificado (1995) e de *Performance-Matching* (2005) para a estimação dos *accruals* discricionários e o retorno das ações para examinar o desempenho das ações destas empresas. Além disso, foi utilizado um modelo de dados em painel, objetivando verificar quais seriam os condicionantes do gerenciamento de resultados, ou seja, quais seriam as variáveis que explicam o nível de *accruals* discricionários assumidos pelas empresas nos períodos estudados. Os resultados da pesquisa apontaram que, quanto à avaliação das métricas de performance econômico-financeiras existem evidências significativas para afirmar que há uma maior tendência das empresas apresentarem melhor desempenho nos anos que antecedem e marcam o IPO, comparativamente com o desempenho de períodos posteriores ao lançamento. Na amostra pesquisada também se obtiveram resultados estatísticos significativos para comprovar que a média dos *accruals* discricionários nos anos que antecedem e marcam o lançamento é mais elevada que aquela apresentada nos anos posteriores ao lançamento, em que os incentivos para gerenciar resultados reduzem consideravelmente. No que tange ao retorno das ações (desempenho das carteiras), notou-se que as empresas IPO apresentam desempenho mais fraco do que o desempenho apresentado pelo mercado. Verificou-se também que as empresas com maiores níveis de *accruals* discricionários apresentaram desempenho inferior ao desempenho das empresas com menores níveis de *accruals* discricionários. Por fim, algumas variáveis se caracterizaram como condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis no contexto dos IPOs. De modo geral, existem evidências de que as empresas brasileiras gerenciaram seus resultados positivamente em períodos próximos ao IPO.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Ofertas Públicas Iniciais de Ações. *Accruals*.

ABSTRACT

To represent the economic and financial performance of the company and meet the users of accounting reports with useful information needed for decision making, managers are likely to manage the results given the incentives and the existing information asymmetry between these agents. National and international studies have researched this type of practice in prior periods to an Initial Public Offering (IPO). In these studies it was found that the periods preceding and mark the IPO there is strong evidence of earnings management involving discretionary accruals, thus contributing to the increase in company profits in these periods. It is estimated that this is a topic of high relevance in the international economic and financial scenario and mainly national, given that there are gaps in these studies to be researched. Therefore, this study aimed to verify if the Brazilian companies that made IPO in 2002-2010 period, positively have managed their results in order to increase profit by improving its results in the coming periods of supply and showing poor performance in the long run, the result of reversals of accruals related to management. Specifically aimed to examine the behavior of economic-financial performance metrics of the companies, the discretionary accruals levels before and after the IPO, the stock returns in the short and long term after the release, in addition to examining what would be the conditions for the practice of earnings management in the context of IPOs. As a research methodology, metrics economic and financial performance were used, econometric models Modified Jones (1995) and Performance-Matching (2005) for the estimation of discretionary accruals and stock returns to examine the performance of the shares of these companies . In addition, we used a panel data model in order to verify what are the determinants of earnings management, ie, what are the variables that explain the level of discretionary accruals made by companies in the periods studied. The survey results showed that, regarding the evaluation of economic-financial performance metrics are no significant evidence to say that there is a greater tendency for companies to present better performance in the years before and mark the IPO, compared with the performance periods after launch . The sample also searched were obtained significant statistical results to prove that the average of discretionary accruals in the years before and mark the release is higher than that presented in the years after launch, where incentives to manage results reduce considerably. Regarding the return of shares (performance of portfolios), it was noted that the IPO companies have weaker performance than the performance presented by the market. It was also found that companies with higher levels of discretionary accruals had underperformed the performance of companies with lower levels of discretionary accruals. Finally, some variables were characterized as conditions for the practice of earnings management in the context of IPOs. Overall, there is evidence that Brazilian companies have managed their results positively in times close to IPO.

Keywords: Earnings Management. Initial Public Offerings. Accruals.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Modalidades de Gerenciamento de Resultados Contábeis 50
Figura 2. Ilustração do Gerenciamento de Resultados Contábeis denominado *Income Smoothing* 52
Figura 3. Linha do tempo do IPO 88

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Amostra com empresas que realizaram IPO no período de 2002 a 2010 86
Tabela 2. Nível de *accruals* discricionários das empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010 108
Tabela 3. Estatísticas descritivas das variáveis para cálculo dos *accruals* das empresas IPO.....144
Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*.....144
Tabela 5. Estatísticas descritivas dos resultados dos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*.....147
Tabela 6. Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados.....148
Tabela 7. Testes de diferença de médias do nível de AD calculados com base no Modelo de Jones Modificado (AD ≠ 0) 148
Tabela 8. Testes de diferença de médias do nível de AD calculados com base no Modelo de *Performance Matching* (AD ≠ 0) 149
Tabela 9. Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados nas fases do IPO.....150
Tabela 10. Estatísticas descritivas das métricas de performance das empresas IPO.....153
Tabela 11. Estatísticas descritivas do ROA médio das empresas IPO por fases.....155
Tabela 12. Estatísticas descritivas da Margem EBTIDA média das empresas IPO por fases..... 156
Tabela 13. Estatísticas descritivas do VPA médio das empresas IPO por fases..... 157
Tabela 14. Estatísticas descritivas do LPA médio das empresas IPO por fases..... 158
Tabela 15. Estatísticas descritivas do P/L médio das empresas IPO por fases.....159
Tabela 16. Estatísticas descritivas do DPA médio das empresas IPO por fases..... 160
Tabela 17. Estatística descritiva do nível médio de AD em tercis..... 163
Tabela 18. Estatística descritiva e diferença de médias do nível de AD em tercis..... 164
Tabela 19. Estatística descritiva do nível de AD em tercis nas fases do IPO..... 165
Tabela 20. Estatística descritiva do nível médio do ROA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO.....168
Tabela 21. Estatística descritiva da média da Margem EBTIDA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO..... 169
Tabela 22. Estatística descritiva do nível médio do VPA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO..... 170
Tabela 23. Estatística descritiva do nível médio do LPA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO..... 172
Tabela 24. Estatística descritiva do nível médio do P/L dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO..... 173
Tabela 25. Estatística descritiva do nível médio do DPA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO..... 174
Tabela 26. Estatísticas descritivas do preço de fechamento das ações das empresas IPO.....177
Tabela 27. Estatísticas descritivas do retorno das ações das empresas IPO..... 177
Tabela 28. Comparações para o retorno médio das ações das empresas IPO..... 178
Tabela 29. Estatísticas descritivas do retorno das ações das empresas IPO classificadas nos tercis 1 e 3..... 179
Tabela 30. Comparações para o retorno médio das ações das empresas IPO classificada nos tercis 1 e 3..... 180

Tabela 31. Estatísticas descritivas do preço de fechamento das ações das empresas IPO de 2007..... 182
Tabela 32. Estatísticas descritivas do retorno das ações das empresas IPO de 2007..... 182
Tabela 33. Comparações para o retorno médio das ações das empresas IPO de 2007 e o Ibovespa..... 182
Tabela 34. Comparações para o retorno médio das ações das empresas IPO de 2007 classificadas no tercil 3 e o Ibovespa..... 183
Tabela 35. Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas do Modelo de Dados em Painel 186
Tabela 36. Nível Médio de AD para as variáveis qualitativas do Modelo de Dados em Painel..... 187
Tabela 37. Coeficientes e significância estatística das variáveis para o Modelo *Pooled*..... 193
Tabela 38. Coeficientes e significância estatística das variáveis para o Modelo com Efeitos Fixos..... 198
Tabela 39. Coeficientes e significância estatística das variáveis para o Modelo com Efeitos Aleatórios..... 199
Tabela 40. Condicionantes para a prática do Gerenciamento de Resultados Contábeis 203

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Diferentes enfoques dos usuários das informações contábil-financeiras 36
Quadro 2. Diferença entre Gerenciamento de Resultados e Fraude Contábil 44
Quadro 3. Variáveis adotadas para o modelo de Dados em Painel para explicar o nível de *accruals* discricionários das empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010 142
Quadro 4. Resumo dos resultados da análise dos condicionantes do Gerenciamento de Resultados Contábeis no contexto dos IPOs 215

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Número de empresas que realizaram IPO no Brasil entre 2002 e 2013 62
Gráfico 2. Nível médio de acumulações discricionárias ($AD_{i,t}$) por fases das empresas IPO.....152
Gráfico 3. Nível médio do ROA das empresas IPO por fases 155
Gráfico 4. Nível médio da Margem EBTIDA das empresas IPO por fases..... 157
Gráfico 5. Nível médio do VPA das empresas IPO por fases..... 158
Gráfico 6. Nível médio do LPA das empresas IPO por fases..... 159
Gráfico 7. Nível médio do P/L das empresas IPO por fases..... 160
Gráfico 8. Nível médio do DPA das empresas IPO por fases..... 161
Gráfico 9. Nível médio de AD do Modelo de Jones Modificado das empresas IPO por fases.....165
Gráfico 10. Nível médio de AD do Modelo de *Performance-Matching* das empresas IPO por fases..... 166
Gráfico 11. Nível médio do ROA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases..... 168
Gráfico 12. Nível médio da Margem EBTIDA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases..... 170
Gráfico 13. Nível médio do VPA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases..... 171
Gráfico 14. Nível médio do LPA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases..... 172
Gráfico 15. Nível médio do P/L dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases..... 174
Gráfico 16. Nível médio do DPA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases..... 175
Gráfico 17. Retorno médio das ações das empresas IPO classificadas nos tercis 1 e 3 nos anos +1, +2 e +3 180
Gráfico 18. Retorno médio das ações das empresas IPO de 2007 e o Ibovespa.....183
Gráfico 19. Retorno médio das ações das empresas IPO de 2007 classificadas nos tercis 1 e 3 e o Ibovespa 184
Gráfico 20. Níveis médios de AD (em % dos AT*it -1*) calculados com base no Modelo de Jones Modificado para a presença ou não do atributo das variáveis qualitativas do Modelo de Dados em Painel..... 189
Gráfico 21. Níveis médios de AD (em % dos AT*it -1*) calculados com base no Modelo de *Performance-Matching* para a presença ou não do atributo das variáveis qualitativas do Modelo de Dados em Painel..... 191

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	*American Deposit Receipts*
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DA	*Discretionary Accruals*
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DPA	Dividendos por Ação
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
EBITDA	*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization Expenses*
FASB	*Financial Accounting Standards Board*
GR	Gerenciamento de Resultados
IASB	*International Accounting Standards Board*
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
IPO	*Initial Public Offering*
LPA	Lucro por Ação
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NBC	Normas Brasileiras de Contabilidade
NDA	*Nondiscretionary Accruals*
P/L	Preço sobre Lucro por Ação
ROA	Retorno sobre o Ativo
SEO	*Seasoned Equity Offering*
VPA	Valor Patrimonial da Ação
PE	*Private Equity*
VC	*Venture Capital*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 15
1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA 20
1.2 OBJETIVOS 22
1.2.1 *Geral* 22
1.2.2 *Específicos* 23
1.3 HIPÓTESES DE PESQUISA 24
1.4 RELEVÂNCIA DA PESQUISA 27
2 REFERENCIAL TEÓRICO 32
2.1 IMPORTÂNCIA DA CONTABILIDADE E A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBIL-FINANCEIRAS 32
2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS 40
2.2.1 *Definição de Gerenciamento de Resultados Contábeis* 40
2.2.2 *Incentivos para a prática de Gerenciamento de Resultados Contábeis* 46
2.2.3 *Modalidades de Gerenciamento de Resultados Contábeis* 50
2.2.4 Gerenciamento de Resultados Contábeis e os Accruals 54
2.3 OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES (*INITIAL PUBLIC OFFERING* - IPO) 59
2.3.1 *O Processo de Initial Public Offering (IPO)* 59
2.3.2 *Vantagens e Desvantagens dos IPOs* 63
2.3.3 *Governança Corporativa nas empresas IPOs* 67
2.3.4 *Earnings Management em Ofertas Públicas Iniciais* 69
2.3.5 *Barreiras para a prática de Gerenciamento de Resultados Contábeis e performance das empresas IPO* 71
2.3.6 *Pesquisas internacionais relacionadas a gerenciamento de resultados e ofertas públicas iniciais de ações* 74
2.3.7 *Pesquisas nacionais relacionadas a gerenciamento de resultados e ofertas públicas iniciais de ações* 79
3 METODOLOGIA 83
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA 83
3.2 PROCEDIMENTOS DE AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS 84
3.3 MÉTODOS PARA IDENTIFICAÇÃO DOS *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS 88
3.3.1 *Modelo de Jones Modificado (1995)* 93
3.3.2 *Modelo de Performance-Matching (2005)* 100
3.3.3 *Avaliação dos Accruals Discricionários* 106

3.3.4 *Inferência Estatística* 109
3.4 MÉTRICAS UTILIZADAS PARA COMPARAÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO 115
3.4.1 *Retorno sobre o Ativo (ROA)* 116
3.4.2 *Margem EBITDA* 117
3.4.3 *Valor Patrimonial da Ação (VPA)* 118
3.4.4 *Lucro por Ação (LPA)* 118
3.4.5 *Preço sobre Lucro por Ação (P/L)* 119
3.4.6 *Dividendos por Ação (DPA)* 120
3.5 MÉTODO PARA COMPARAÇÃO DO DESEMPENHO DE CARTEIRAS (RETORNO DAS AÇÕES) DAS EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO 121
3.6 MÉTODO PARA ANÁLISE DOS CONDICIONANTES PARA A PRÁTICA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS NO CONTEXTO DOS IPOs 127
3.6.1 *Modelo de Regressão (Dados em Painel)* 127
4 ANÁLISE DE RESULTADOS 143
4.1 ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS COM USO DE *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS 143
4.1.1 *Estatística Descritiva* 143
4.1.2 *Análise do Nível de Accruals Discricionários* 145
4.2 ANÁLISE DAS MÉTRICAS PARA COMPARAÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO 153
4.2.1 *Análise da Performance das Empresas antes e após o IPO* 153
4.2.2 *Formação dos Tercis* 162
4.2.3 *Análise da Performance entre as Empresas dos Tercis 1 e 3* 167
4.3 ANÁLISE DO DESEMPENHO DE CARTEIRAS (RETORNO DAS AÇÕES) DAS EMPRESAS IPO 177
4.3.1 *Estatística Descritiva* 177
4.3.2 *Retorno das Ações das empresas IPO classificadas nos Tercis 1 e 3* 179
4.3.3 *Retorno das Ações das empresas IPO e o desempenho do mercado (Ibovespa)* 181
4.4 ANÁLISE DOS CONDICIONANTES PARA A PRÁTICA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS NO CONTEXTO DOS IPOs 185
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 216
REFERÊNCIAS 224
APÊNDICES 235

1 INTRODUÇÃO

A evolução da economia e dos negócios mundiais parece demonstrar que qualquer entidade, independentemente do mercado em que atue, enfrente incessantemente a questão de que, se não estiver crescendo, estará extinguindo-se. Em essência, uma empresa pode financiar seus projetos de três maneiras, dentro da lógica de crescimento e expansão: (i) através de reinvestimento a partir do lucro gerado por um fluxo de caixa positivo – atividades operacionais; (ii) contraindo dívidas – atividades de financiamento – capital de terceiros ou (iii) pelo aumento do seu patrimônio líquido – atividades de financiamento – capital próprio. As opções de financiamento em diferentes fases de amadurecimento da empresa são oportunas e aderentes ao momento que vivemos atualmente no Brasil, em que o mercado tem se mobilizado para fomentar o acesso gradual à Bolsa de pequenos e médios projetos com alto potencial de crescimento (ERNST & YOUNG, 2013).

A estabilidade da economia brasileira em paralelo à maturidade do mercado financeiro e a crescente melhoria da classificação (*rating)* do risco-país do Brasil tem, cada vez mais, atraído à atenção de novos investidores e outros *stakeholders*. Com o mercado favorável, a empresa consegue maior demanda e, por consequência, melhor resultado na abertura de capital, fator este que foi preponderante pelo expressivo número de *Initial Public Offerings* (IPOs) que ocorreram ao longo dos últimos anos no Brasil (GALDINO, 2010). Entre 2002 e 2013, 155 empresas passaram a negociar suas ações na bolsa brasileira (Bovespa), destaque para o ano de 2007 em que 64 empresas abriram seu capital. Juntas, essas empresas captaram montante superior a R$ 100 bilhões (BM&FBOVESPA, 2014).

Cada empresa possui uma rota de expansão que conduz a estratégias diferentes de obtenção de recursos, às vezes isoladas, complementares ou sucessivas, cada uma com suas peculiaridades. Uma entidade privada, de capital fechado, e com algum porte, tende a perceber os benefícios de se tornar uma "entidade pública", de capital aberto. Estes benefícios se caracterizam, principalmente como: (i) acesso a novas fontes de capital e (ii) melhores práticas de governança corporativa – mecanismos de proteção do investidor, o que gera maior transparência e congruência de interesses entre acionistas e *stakeholders*, possibilitando uma melhor relação entre agente (gestor) e principal (acionista) reduzindo consequentemente custos de agência (FANCHIN, 2010).

O mercado de capitais estadunidense devido à sua longa história e grande número de ofertas foi, desde o início, objeto de investigação favorito para os pesquisadores. Nos EUA e

em outros países com mercado acionário consolidado, dentre as alternativas mais eficientes de financiamento das operações de uma empresa, a captação de recursos via abertura inicial de capital (IPO) ou mesmo emissão subsequente de novas ações (SEO), se encontram entre as melhores formas para o levantamento do capital necessário à viabilização dos projetos de investimento, devido tanto à natureza permanente da operação quanto pelo baixo custo de capital envolvido (RAMOS, 2006). Neste contexto, com o aumento da concorrência e a busca incessante por competitividade por parte das entidades, independentemente do porte ou setor, os processos de ofertas públicas de ações (*Initial Public Offerings* - IPO) têm sido recorrentes.

Entretanto, o processo de abertura de capital em bolsa foi frequente e sistematicamente descartado como alternativa para o financiamento das atividades realizadas por corporações privadas no Brasil. Esta relativa ineficiência do mercado acionário na função de intermediário entre poupança e investimento gera considerável impacto negativo sobre a perspectiva de crescimento da economia como um todo. Por estes e outros motivos que o processo de profissionalização e consolidação do mercado de capitais brasileiro, como a criação do Novo Mercado em 2000 e as reformas da lei que disciplina as atribuições e responsabilidades da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2002 e da lei das S.A. em 2007, são extremamente importantes (BACHA e FILHO, 2005).

Abrir o capital é uma das decisões mais importantes para qualquer empresa. É uma decisão estratégica que altera de forma significativa e definitiva a gestão e sua transparência. Desta forma o processo de abertura de capital pode ser longo e apresentar grandes desafios nos quais os profissionais devem estar preparados para enfrentar, afinal, suas próprias ações poderão financiar grande parte de seus projetos (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2011).

O interesse de investidores, analistas e acadêmicos sobre o movimento de abertura de capital cresce à medida que o mercado acionário no país amadurece e se profissionaliza permeado pelos conceitos de Governança Corporativa e transparência. Sendo assim, diante da ascensão do número de IPOs torna-se importante estudar os fatores que fundamentam este mercado, bem como a performance destas empresas no mercado acionário. É necessário conhecer o perfil dos investidores, os determinantes da precificação, a influência da liquidez, o nível de governança corporativa, a perspectiva setorial, a demanda dos investidores, desempenho, dentre outros.

Para que a população em geral se beneficie efetivamente da economia mista do país, é preciso avaliar e controlar o ambiente econômico de forma inteligente. Isso envolve a educação dos usuários e produtores da informação, o acompanhamento dos investimentos e a

exigência de divulgação de qualidade e adequada das entidades, além é claro, da compreensão dos diversos mecanismos que compõem o mercado de capitais brasileiro, como os IPOs.

Os vários agentes inseridos no mercado são cada vez mais exigentes. Transparência informacional e clareza nos planos de negócios tornaram-se fatores de suma importância no processo decisório de investidores e clientes, aqueles que determinam o sucesso de qualquer empresa. O ambiente econômico brasileiro tem se desenvolvido, implicando aumento da concorrência e chegada de empresas e investidores estrangeiros, em um cenário onde qualidade, inovação e transparência se caracterizam como palavras de ordem (ERNST & YOUNG, 2013).

Entretanto, um assunto que, recentemente, tem despertado o interesse de acadêmicos, analistas, reguladores, investidores e outros profissionais ligados ao mercado de capitais, diz respeito à manipulação dos resultados nos relatórios contábil-financeiros que são reportados. Isto se deve ao fato de que os recentes colapsos de algumas grandes companhias terem sido, até certo ponto, "encobertos/mascarados" pelas manipulações nas demonstrações contábil-financeiras, levantando sérios questionamentos sobre a qualidade das informações financeiras reportadas pelas empresas e, também, sobre a efetividade das normas e padrões contábeis criados com o intuito de proteger os usuários que tomam suas decisões a partir dessas demonstrações (BISPO, 2010).

A preocupação das normas internacionais de contabilidade, essencialmente orientadas para o futuro, no que tange à predominância da essência sobre a forma e preparação de informações verdadeiras e justas "*true and fair view*" está relacionada à finalidade principal da informação contábil. Objetivam ser relevante (capacidade preditiva e de *feedback*) e representar com fidedignidade o que propõe representar (neutra, livre de erros e viés) sendo úteis na tomada de decisões dos *stakeholders* além de servir como meio para que a contabilidade possa exercer seu duplo papel de informação e administração/orientação, fornecendo mecanismos de sinalização e controle em prol da gestão adequada dos recursos colocados à disposição do gestor e congruência entre os objetivos dos *stakeholders.*

Esta preocupação surge concomitantemente a eventos e investigações que procuram elucidar a utilidade e relevância da informação contábil. Nos mercados reais, imperfeitos, fontes informacionais concorrentes surgem e cabe à contabilidade ser flexível, mutável e evoluir, uma vez que está inserida em um complexo ambiente econômico, mantendo o seu grande valor como plataforma informacional para a economia e seus agentes.

As manipulações nas demonstrações contábil-financeiras comprometem a qualidade da informação contábil, podendo afetar a forma pela qual os investimentos são alocados entre

empresas e entre países. Além disso, essa prática pode provocar colapsos no mercado como um todo, uma vez que, a contabilidade, como grande plataforma informacional é preponderante em grande parte das negociações envolvendo empresas e as demonstrações contábil-financeiras se destacam como principal meio de comunicação entre empresa e mercado. Investidores informados podem sobressair sobre investidores desinformados. Isso ocorre, por muitas vezes, devido ao grau de subjetividade resultante da flexibilidade das normas e práticas contábeis (MARTINEZ, 2001).

Nas corporações modernas, conceitos advindos da teoria da agência e de assimetria informacional permeiam o ambiente das mesmas. Informações contábil-financeiras que sejam úteis e de qualidade e atendam à tomada de decisões dos *stakeholders*, ou melhor, são adequadas e relevantes, se tornam ponto de extrema relevância para todos os envolvidos na economia como um todo, pois dizem respeito ao bom funcionamento da mesma. Conflitos de agência e diferenças informacionais entre os agentes, a assimetria informacional, tão presentes na economia atualmente, enfatizam a importância da contabilidade de servir como instrumento redutor de assimetria informacional.

A Regulamentação Contábil, em determinadas situações é significativamente flexível, permitindo que os gestores utilizem a sua discricionariedade na definição dos critérios contábeis que serão adotados, prejudicando assim a qualidade da informação contábil-financeira divulgada ao usuário externo, dado o conflito de interesses existente entre estes *stakeholders*.

Entretanto, quando se utiliza a discricionariedade na definição dos critérios contábeis, surge a assimetria informacional, que está presente na relação entre o gestor e o usuário da informação contábil. Neste contexto, surgem os problemas de seleção adversa e risco moral. Constata-se, então, que a divulgação contábil-financeira não tem por objetivo apenas garantir a confiabilidade e a fidedignidade das informações reportadas, mas também estão embutidos os interesses dos tomadores de decisão que podem prejudicar o processo informacional, sua neutralidade e a tomada de decisões dos agentes que necessitam da contabilidade como plataforma informacional segura.

Os gestores, ao suprir os *stakeholders* com informações acerca da empresa reportante, podem objetivar gerenciar, ou até mesmo fraudar, os relatórios contábil-financeiros, exercendo sua discricionariedade ao definir os critérios contábeis que serão adotados ou até mesmo infringindo normas e práticas contábeis.

Neste âmbito, maior ênfase vem sendo dada recentemente à investigação dos efeitos que o gerenciamento de resultados acarreta para todos *stakeholders* das informações

financeiras, principalmente o efeito destas práticas para os mercados de capitais, uma vez que podem comprometer toda a alocação dos recursos. Estudos como os de Aharony, Lin e Loeb (1993), Friedlan (1994), Teoh, Welch e Wong (1998), Hansen (2004), Brown e Caylor (2005), Li, Zhang e Zhou (2005), Singer (2007), Lo (2008), Boutant (2011), Higgins (2013) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) investigaram a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Eventos como os das empresas *World.com* enfatizam a grande necessidade de se compreender o gerenciamento de resultados, interesses, meios, consequências e demais dados de suma importância (CASTRO, 2008). Cabe ressaltar que o gerenciamento de resultados coloca em pauta a finalidade principal da contabilidade de servir como plataforma informacional.

É importante destacar ainda que o gerenciamento de resultados não quer dizer fraude contábil. Envolve a flexibilidade das normas e princípios contábeis, que permitem certa discricionariedade para os gestores. Consequentemente, os gestores podem utilizar essa lacuna proporcionada pela flexibilidade para efetuar suas escolhas contábeis (*accounting choices*). Essas escolhas podem não retratar a realidade dos negócios, mas sim os incentivos que os levam a reportar determinado resultado no período.

Fields, Lys e Vincent (2001) definem as escolhas contábeis como qualquer decisão, cujo objetivo principal é influenciar (tanto na forma quanto na essência) o resultado do sistema contábil de maneira particular, incluindo não apenas as demonstrações contábeis publicadas sob os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP), mas também declarações fiscais e arquivamentos regulatórios. Enfatizam que o propósito principal das escolhas contábeis é influenciar a preparação e a divulgação das demonstrações contábil-financeiras, afetando desta forma os resultados contábeis reportados, mesmo que em conformidade com as normas e padrões contábeis.

Estudos como o de Aharony, Lin e Loeb (1993), Friedlan (1994), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Paulo (2006), Lo (2008), Zielinski (2013), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013) objetivaram pesquisar esse tipo de prática no contexto das Ofertas Públicas Iniciais. Nas pesquisas, foi verificado se os ajustes nos *accruals* discricionários por meio de escolhas contábeis, em períodos que antecedem ou marcam uma Oferta Pública Inicial de Ações (*Initial Public Offering* – IPO), podem explicar a baixa performance no longo prazo das empresas que se engajam nesse tipo de operação. Além disso, as pesquisas de Ball e Shivakumar (2008), Aldrighi *et al* (2010) e Loughran, Ritter e Rydqvist (2013) buscaram melhor compreensão de aspectos que norteiam as ofertas públicas de ações.

Verifica-se, portanto, que este tema é de suma relevância no cenário financeiro nacional e internacional, visto que, diante de algumas escolhas a serem realizadas pelas empresas e devido a uma possível assimetria de informações entre gestores e usuários externos, pode ocorrer um movimento oportunista que leve ao gerenciamento de resultados contábeis e comprometa todo o mercado de capitais, financeiro e a economia como um todo. É importante destacar que, usufruindo da assimetria informacional existente entre usuário (investidor) e gestores, estes últimos objetivam um menor número de ações para captação do capital pretendido pela entidade, ou seja, menor custo de capital quando da captação de recursos via IPO ou SEO.

1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Uma oferta pública inicial de ações (IPO) constitui um evento de transformação na organização. A entrada de novos sócios via mercado significa uma mudança de paradigma na gestão e na cultura da empresa. Tornando-se uma empresa de capital aberto, a empresa precisará atender a novas exigências o que acarretará novos conjuntos de competências da administração e dos funcionários, controles adicionais e mudanças nos negócios. Preparar-se para atender a estas novas exigências é de suma importância para que haja uma transição bem sucedida e também para que se reduzam as surpresas após o lançamento (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2011).

Através da abertura de capital, as empresas procuram obter recursos em condições mais atraentes nos mercados para financiamento de seus projetos. Ao abrir o capital as empresas têm acesso a elevado montante de recursos e proporcionam a seus investidores em *private equity* a possibilidade de diversificar seus investimentos, fator de suma importância no contexto de riscos e benefícios advindos de Finanças Corporativas (MATOS, 2001; BERK e DEMARZO, 2009).

Dentre as várias formas de se tornar uma empresa aberta, destaca-se a oferta pública inicial de ações (*Initial Public Offering* – IPO). Para Grinblatt e Titman (2005), essa modalidade de abertura de capital é muito vantajosa, visto que os preços das ações nos mercados públicos oferecem uma valiosa fonte informacional para os gestores da empresa. Entretanto, deve-se levar em consideração que a necessidade de capital externo por parte de uma empresa raramente acaba em um IPO. Normalmente, oportunidades lucrativas de crescimento ocorrem ao longo de toda a vida da empresa, e em alguns casos não é exequível financiar estas oportunidades com seus lucros retidos. Por isso, é frequente que as empresas

retornem aos mercados de ações e coloquem novas ações à venda por meio de SEO (BISPO, 2010).

A assimetria informacional existente entre gestores e usuários da informação contábil se deve à possibilidade de algumas empresas gerenciarem seus resultados contábeis antes de vender suas ações, abastecendo o mercado com perspectivas falsas, que não poderão ser sustentadas no longo prazo. Neste contexto, como as escolhas contábeis realizadas tendem a se reverter no longo prazo, é esperado que a performance das empresas que abrem o capital em bolsa abastecendo o mercado com falsas perspectivas, ou seja, com gerenciamento de resultados, seja ruim no longo prazo com as reversões das escolhas contábeis realizadas no momento do lançamento.

Pesquisas internacionais e nacionais como as de Aharony, Lin e Loeb (1993), Friedlan (1994), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Singer (2007), Lo, (2008), Zielinski (2013), Alhadab, Clacher e Keasey (2013) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) apontam evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* nos períodos anteriores ou concernentes à IPO, contribuindo, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nestes períodos e para lucros e retorno das ações abaixo do previsto no longo prazo após o lançamento. Por exemplo, o estudo de Teoh, Welch e Wong (1998) elucida que os gestores gerenciam os seus lucros no momento de lançamento dos seus papéis e, assim, estas empresas têm desempenho abaixo do esperado no longo prazo em anos posteriores à emissão das novas ações, devido às reversões das práticas contábeis adotadas quando do gerenciamento de resultados contábeis.

Sendo assim, existem evidências de que: i) os resultados contábeis prévios às ofertas públicas são excepcionalmente favoráveis; ii) os resultados contábeis após o lançamento são de modo geral modestos nos anos seguintes à emissão; e iii) existe forte associação entre a extensão do gerenciamento de resultados e o desempenho subsequente da ação, ou seja, empresas com muitas acumulações discricionárias têm pior desempenho no longo prazo. Algumas evidências de estudos recentes demonstram ainda que os investidores não percebem o gerenciamento de resultados no momento da abertura de capital. Entretanto, à medida que o tempo vai passando, o gerenciamento vai se tornando mais evidente, e o desempenho da ação fica abaixo da média do mercado (MARTINEZ, 2001).

Os gestores possuem incentivos para ajustar os resultados, sua função de utilidade ou bem-estar conduzirá às escolhas contábeis para melhorar o valor ou reação do mercado para com a empresa. Dado o contexto de assimetria de informações, os gestores fazem escolhas contábeis oportunistas, gerando conflitos nas organizações, geralmente pela expropriação de

outro *stakeholder*, como investidores ou credores, que têm acesso restrito às informações contidas nos relatórios contábil-financeiros.

É importante destacar também que a existência de informações assimétricas entre gestores e acionistas é uma condição necessária para que exista gerenciamento de resultados, porque acionistas não podem observar perfeitamente, desempenho e os prospectos futuros de uma empresa em um ambiente no qual eles possuem menor gama de informações (RONEN e YAARI, 2008).

A pesquisa internacional de Dye (1988) constatou que uma das motivações dos gestores para a prática do gerenciamento de resultados é externa e envolve o interesse por parte destes administradores em uma reação positiva do mercado. Diversos estudos constataram que gerenciar as escolhas contábeis está relacionado com os incentivos de maximizar os resultados da empresa, no intuito de alcançar determinados objetivos.

Dado este contexto, a expectativa para este estudo é elucidar a possibilidade de que as empresas que se engajam em IPOs têm incentivos para aumentar seus resultados em exercícios que precedem ou marcam o lançamento das ações, diminuindo esse incentivo em exercícios seguintes. Assim sendo, o problema que se procura elucidar diz respeito à seguinte questão de pesquisa:

As empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente a fim de valorizar suas ações em períodos prévios a um IPO, originando uma performance econômico-financeira fraca no longo prazo, fruto das reversões dos accruals relativos ao gerenciamento?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 *Geral*

Verificar se as empresas brasileiras que realizaram IPO no período de 2002 a 2010 gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar o lucro, melhorando seus resultados nos períodos próximos do lançamento e apresentando desempenho ruim no longo prazo, fruto das reversões.

O período escolhido se deve ao fato de que entre os anos de 2000 e 2002 muitos eventos de suma importância contribuíram para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro como a criação do Novo Mercado em 2000, fato estritamente relacionado à

governança corporativa e ainda à reforma da lei que disciplina as atribuições e responsabilidades da CVM em 2002, órgão responsável por regulamentar o mercado de títulos no Brasil.

Já no que tange ao fechamento do período da amostra de IPOs em 2010, este fato se deve à necessidade de se analisar no longo prazo (anos +1, +2 e +3) o desempenho das entidades que realizaram ofertas públicas iniciais de ações procurando verificar se as mesmas apresentaram baixo desempenho fruto das reversões do gerenciamento praticado no momento do lançamento das ações. Sendo assim, percebe-se que o período analisado compreende os anos entre 2001 e 2013, sendo que as empresas que realizaram IPO entre os anos de 2002 e 2010 compõem a amostra da pesquisa.

1.2.2 *Específicos*

1) Verificar se as empresas que realizaram IPO no período de 2002 a 2010 gerenciaram seus resultados por meio da análise do nível de *accruals* discricionários nos períodos próximos (antecedentes, que marcam e posteriores) ao IPO;

2) Examinar o desempenho econômico-financeiro das empresas antes e após o IPO e se empresas com maiores acumulações discricionárias apresentam desempenho ruim no longo prazo, fruto das reversões, apresentando também, desempenho distinto e inferior ao de empresas que não gerenciaram seus resultados;

3) Analisar o retorno das ações das empresas que realizaram IPO procurando comparar o desempenho de carteiras com ações de empresas que gerenciaram seus resultados de forma agressiva com o de empresas que não gerenciaram seus resultados, em períodos próximos e no longo prazo após o IPO, objetivando constatar se o retorno das ações (desempenho de carteiras com ações das empresas gerenciadoras) é inferior ao das demais empresas;

4) Examinar os condicionantes internos e externos que favorecem ou inibem a prática do gerenciamento de resultados no contexto dos IPOs, tais como: a presença de *private equity/venture capital* (PE/VC), a aderência às IFRS, a Governança Corporativa, a sustentabilidade empresarial, a condição geral da economia, a realização de uma SEO e a

reputação do auditor, além de variáveis financeiras de controle *proxy* para o tamanho, oportunidades de crescimento, desempenho, alavancagem, tangibilidade e capital de giro.

1.3 HIPÓTESES DE PESQUISA

Para nortear a pesquisa, foram elaboradas as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: As empresas brasileiras que realizaram IPO no período de 2002 a 2010 gerenciaram seus resultados nos períodos próximos (antecedentes ou que marcam) o IPO.

Pesquisas internacionais como as de Aharony, Lin e Loeb (1993), Friedlan (1994), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Singer (2007), Lo (2008), Zielinski (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013) apontam evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* nos períodos anteriores ou concernentes à IPO.

Martinez (2001) assim como Paulo (2007) corroboram com esta hipótese ao enfatizarem que o objetivo de redução do custo de capital pode levar os gestores a praticarem o gerenciamento de resultados contábeis. Paulo (2006) também observa empiricamente que discricionariedade nos julgamentos é realizada por empresas brasileiras no momento que antecede e no momento imediatamente posterior à oferta pública de ações, não constatando tal comportamento no período que marca o lançamento das ações, como apontam as evidências empíricas internacionais. Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) enfatizam o relacionamento do gerenciamento de resultados tanto com as fases do IPO quanto com as características da empresa e detectam maior nível de *accruals* discricionários no momento que marca o IPO.

Hipótese 2: As empresas que realizaram IPO com maiores acumulações discricionárias (classificadas no tercil mais agressivo) apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam ou marcaram o lançamento das ações e baixa performance no longo prazo em função das reversões decorrentes do gerenciamento praticado. Apresentam ainda, no longo prazo, performance econômico-financeira distinta e inferior ao de empresas que não gerenciaram seus resultados (classificadas no tercil 1).

Martinez (2001) ressalta que existem evidências de que: i) os resultados contábil-financeiros prévios às ofertas públicas são excepcionalmente favoráveis; ii) os resultados contábil-financeiros após o lançamento são de modo geral modestos nos anos seguintes à

emissão; e iii) existe forte associação entre a extensão do gerenciamento de resultados e o desempenho subsequente da ação. Assim sendo, empresas com maiores acumulações têm pior desempenho no longo prazo. Os investidores não percebem o gerenciamento de resultados no momento da abertura de capital. Entretanto, à medida que o tempo vai passando, o gerenciamento vai se tornando mais evidente e as empresas obtém desempenho fraco para suas ações.

Hipótese 3: O retorno das ações no longo prazo após o IPO das empresas que gerenciaram seus resultados contábeis de forma agressiva é inferior ao das empresas que não gerenciaram seus resultados. A tendência é que as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados (classificadas no 3º tercil) apresentem desempenho mais fraco no que tange ao retorno das ações (do que as empresas classificadas no 1º tercil – não gerenciadoras), proveniente das reversões do gerenciamento de resultados praticado. Também em função das reversões, o desempenho médio das ações das empresas IPO que gerenciaram agressivamente seus resultados é inferior ao desempenho médio das ações no mercado.

Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Singer (2007), Zielinski (2013), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013) apontam evidências de gerenciamento de resultados em períodos prévios ao IPO, contribuindo, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nestes períodos e para lucros e retorno das ações abaixo do previsto no longo prazo após o lançamento.

Cabe enfatizar ainda que as pesquisas de Chi e Padgett (2002), Johnston e Madura (2002), Coakley, Hadass e Wood (2004) e Ball e Shivakumar (2008) constataram o baixo desempenho das ações no longo prazo após um IPO, o que pode ser ocasionado pelo gerenciamento de resultados contábeis. Neste contexto, Galdino (2010) também verificou que o desempenho médio dos IPOs fica sempre aquém do Ibovespa (índice utilizado como *proxy* para o desempenho das ações no mercado) em todos os períodos. Ou seja, as ações das empresas IPO valorizam menos que o Ibovespa nos períodos de alta e desvalorizam mais que o Ibovespa nos períodos de baixa.

Hipótese 4: Existem fatores condicionantes internos e externos que favorecem ou inibem a prática do gerenciamento de resultados contábeis no contexto dos IPOs, tais como: a presença de *private equity/venture capital* (PE/VC), a aderência às IFRS (Normas Internacionais de Contabilidade), a Governança Corporativa, a sustentabilidade empresarial, a condição geral da

economia, a realização de uma SEO (Oferta subsequente de ações) e a reputação do auditor caracterizado como importante *gatekeeper* no contexto do gerenciamento de resultados. Todas estas variáveis possibilitam explicar os níveis de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas, ou seja, os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Outras variáveis financeiras de controle que funcionam como *proxy* para o tamanho, oportunidades de crescimento, desempenho, alavancagem e tangibilidade, além do nível de capital de giro das empresas são importantes para que se possa analisar os níveis de *accruals* das empresas.

Ronen e Yaari (2008) elucidam que, assim como as variáveis auditor e IFRS, a Governança Corporativa e a sustentabilidade empresarial também se caracterizam como variáveis que podem explicar os diferentes níveis de gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários) apresentados pelas empresas, dado a importância destas variáveis para a congruência dos interesses dos administradores e acionistas além da reputação e transparência que podem mitigar o gerenciamento. Ronen e Yaari (2008), Bispo (2010) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) também elucidam que a realização de uma SEO pode incentivar a prática do gerenciamento assim como no IPO. Estes últimos identificam ainda que a presença de gestores de capital de risco (PE/VC) mitiga o gerenciamento de resultados, sendo que, empresas com investimento de (PE/VC) apresentam menor nível de *accruals* discricionários.

Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) assim como Ronen e Yaari (2008) evidenciam que o auditor externo pode mitigar o gerenciamento de resultados contábeis, uma vez que se caracteriza como principal "*gatekeeper*" (monitor) objetivando eliminar distorções nos relatórios contábil-financeiros. Quanto à aderência das IFRS, Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) enfatizam que o gerenciamento por *accruals* diminuiu com a implantação do IFRS, provavelmente pelo aumento da qualidade dos números reportados decorrente do processo de harmonização das demonstrações contábil-financeiras às normas internacionais de contabilidade. Elucidam também que a atividade econômica geral pode influenciar o montante de *accruals* para as empresas em diferentes períodos.

Além das variáveis mencionadas, variáveis financeiras de controle têm sido utilizadas por muitos autores para explicação do comportamento dos *accruals* de uma empresa. Zang (2012), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) utilizaram variáveis financeiras proxies para o tamanho, oportunidades de crescimento, desempenho e alavancagem das empresas como condicionantes do nível de *accruals* discricionários. Ye (2006) elucidou que a variável capital de giro diminuída das

disponibilidades e das dívidas de curto prazo também se caracteriza como importante variável para prever o nível de *accruals* de uma empresa. Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) enfatizam ainda a tangibilidade das empresas (nível de investimentos em ativos fixos) como condicionante para o nível de *accruals* discricionários.

1.4 RELEVÂNCIA DA PESQUISA

O gerenciamento de resultados contábeis é um tema que recentemente tem sido bastante estudado em pesquisas tanto nacionais quanto internacionais. Entretanto, existem algumas lacunas nesses estudos, principalmente em âmbito nacional. Uma dessas lacunas diz respeito à análise do gerenciamento de resultados em processos de IPO, sendo esta temática importante para compreensão por parte dos agentes no mercado de fatos econômicos que marcam o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Compreender melhor esta forma de captação de recursos, financiamento tão utilizada pelas corporações modernas e sobre o gerenciamento de resultados contábeis no momento que antecede e marca um IPO é de suma importância para todos os agentes. O gerenciamento de resultados contábeis das empresas pode conduzir os usuários das informações financeiras a uma análise equivocada sobre o real desempenho econômico-financeiro destas (ALDRIGHI *et al*, 2010; BACHA e FILHO, 2005).

Este estudo poderá fornecer evidências que auxiliem os usuários das informações contábeis e outros *stakeholders* a estruturar uma base de análise sobre o real valor das empresas. Logo, o problema estudado tem relação direta com o contexto econômico e social em que estão inseridos todos os agentes ligados ao mercado de capitais e mercado financeiro como um todo (LO, 2008).

A pesquisa justifica-se, portanto, pelas contribuições ao conhecimento acadêmico e principalmente por advertir e sinalizar aos usuários das demonstrações contábil-financeiras sobre o problema do gerenciamento de resultados contábeis, possibilitando melhor compreensão do tema abordado. Além disso, atualmente surgem no mercado de capitais brasileiro sinalizações para ações oportunistas dos gestores que resultam na prática de gerenciamento de resultados contábeis em períodos próximos ou que marcam um IPO, sendo, assim, relevantes estudos acerca desta temática.

Caso seja comprovada essa atitude dos gestores, pode-se inferir que há tendência dos mesmos em obter altos ganhos nas transações de vendas de suas próprias ações. Isso se traduz em falta de ética, visto que esses ganhos ocorrem em função de sua utilidade ou bem-estar e

em detrimento de benefícios futuros esperados por outros *stakeholders* (BACHA e FILHO, 2005).

Diversas pesquisas como as de Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Chi e Padgett (2002), Johnston e Madura (2002), Coakley, Hadass e Wood (2004), Ball e Shivakumar (2008), Lo, (2008), Galdino (2010), Loughran, Ritter e Rydqvist (2013), Zielinski (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013), constataram o baixo desempenho das ações no longo prazo após um IPO, o que pode ser ocasionado pelo gerenciamento de resultados contábeis.

Este estudo oferece evidências e mecanismos para se tentar identificar a prática de gerenciamento de resultados nos demonstrativos contábil-financeiros das empresas brasileiras e suas possíveis consequências, dado a evidência empírica internacional. Foi observado no contexto internacional pesquisas como as de Chen, Lin e Zhou (2005) e Lo (2008) que elucidaram fortes evidências de que as empresas utilizam da assimetria informacional entre gestores e usuários externos para gerenciar seus resultados contábeis em períodos próximos ou que marcam o lançamento de ações.

Nesse contexto de teoria da agência e assimetria informacional que permeiam o ambiente das corporações modernas além de discricionariedade dos gestores, a pesquisa procurou caracterizar o novo e atual cenário de maior flexibilidade nas escolhas contábeis. Esta maior flexibilidade é fruto do processo de convergência contábil internacional e, consecutivamente, da reforma da Lei n.º 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas/Lei das SA's).

O Brasil adotou as normas contábeis internacionais – IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Instituições como o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários estabeleceram, formalmente, a obrigatoriedade de elaborar e divulgar as demonstrações contábeis consolidadas a partir do exercício social findo em 31 de dezembro de 2010 com base nas IFRS (CPC, 2014). Ainda no contexto das IFRS, apesar da maior flexibilidade proporcionada pelas normas internacionais, Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) enfatizam que o gerenciamento por *accruals* diminuiu com a implantação do IFRS, provavelmente pelo aumento da qualidade dos números reportados decorrente do processo de harmonização.

Bakay e Moqbel (2012) enfatizam que quanto maior a atividade estrangeira, melhor é o nível de divulgação em função dos investidores e credores internacionais que procuram informações mais detalhadas. Lin *et al* (2011) elucidam que maior assimetria de informação leva a maior custo de capital para compensar a incerteza. Este fato dificulta o

desenvolvimento do mercado de capitais devido ao aumento nos custos de financiamento de projetos viáveis.

Percebe-se assim que a qualidade da evidenciação contábil afeta a produtividade de todo um país que tenha o mercado de capitais com intensa contribuição para a formação do Produto Interno Bruto (PIB). Verrecchia (1999) evidencia o fato de que os agentes são racionais e descontam a capacidade do gestor em reter informações privadas desfavoráveis. Já Ball, Jayaraman e Shivakumar (2012) elucidam o fato de que relatórios financeiros auditados e divulgação voluntária são complementos e não substitutos.

É importante destacar neste contexto que, toda esta discussão é de extrema relevância para a literatura contábil como um todo, uma vez que estão estritamente relacionadas à finalidade principal da contabilidade de servir como instrumento redutor de assimetria informacional – plataforma informacional segura. Como instrumento de comunicação, que usa como meio/veículo as demonstrações contábil-financeiras para produzir informações aos usuários, sendo de suma importância que se compreenda e analise incessantemente aspectos relacionados ao processo de reconhecimento, mensuração e evidenciação contábil.

A partir do processo de convergência contábil internacional, espera-se maior consistência e transparência das informações contábil-financeiras, tornando estas mais compreensíveis, comparáveis, verificáveis e tempestivas além de serem relevantes e de representarem com fidedignidade o que pretende representar, objetivando relatar a variedade de transações do mercado de capitais brasileiro, propiciando aos usuários das informações contábeis melhor interpretação dos fatos econômicos (CPC, 2014).

É importante ressaltar, no entanto, que o efeito da convergência contábil internacional pode ser adverso ao pretendido, visto que o modelo internacional tem maior grau de subjetividade e flexibilidade se baseando em princípios “geralmente” aceitos pelo aparente consenso da classe contábil. Neste contexto, acionistas e potenciais investidores de empresas que estão realizando um IPO devem se preocupar fortemente com a avaliação de seus investimentos, pois essa convergência resulta em maior grau de flexibilização nas escolhas contábeis a serem adotadas.

Sendo assim, esta flexibilidade nas práticas contábeis oferece aos gestores discricionariedade suficiente para que os mesmos gerenciem resultados em períodos que antecedem ou que marcam um IPO. Os gestores podem se tornar propensos a atuar com base nas consequências econômicas de determinada escolha contábil de forma paralela a seu bem-estar ou função de utilidade. Para reduzir a possibilidade de gerenciamento de resultados

deve-se buscar reduzir o nível de discricionariedade e também a assimetria informacional no mercado de capitais (BISPO, 2010).

Os mercados financeiros se expandem e se tornam cada vez mais complexos e os padrões contábeis tentam acompanhar o ritmo destas mudanças. Neste sentido, é um desafio para a contabilidade fazer uma contribuição substancial na abordagem acerca de questões relevantes para a configuração dos padrões contábeis. Deve ser grande o interesse de usuários e acadêmicos sobre as informações contábeis à medida que o mercado acionário no país amadurece e se profissionaliza, permeado pelos conceitos de Governança Corporativa e transparência.

O sistema financeiro é parte integrante e importante de qualquer sociedade econômica moderna. Portanto, é fundamental estudar algumas noções básicas sobre o funcionamento da economia, para que se compreenda melhor as funções e o funcionamento dos mercados. Pode ser conceituado como o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia. Não é difícil perceber a importância desse sistema para o adequado funcionamento e crescimento econômico de uma nação (CVM, 2014 e BM&FBOVESPA, 2014).

O mercado de capitais pode ser considerado como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar seus ativos e projetos. O mercado de capitais tem uma grande importância no desenvolvimento do país, pois estimula a poupança e o investimento produtivo, o que é essencial para o crescimento de qualquer sociedade econômica moderna.

Dado todo este contexto, a ciência econômica, pode-se dizer, preocupa-se com o estudo da alocação de recursos da economia. Esse assunto torna-se relevante devido à constatação de que os indivíduos têm necessidades e desejos ilimitados, enquanto os recursos disponíveis para atendê-los são escassos (CVM, 2014). Neste contexto, a pesquisa justifica-se ainda por elucidar o quão importante é, para os investidores no mercado de capitais, compreender o gerenciamento de resultados contábeis e as consequências de suas reversões.

O gerenciamento de resultados contábeis abastece o mercado com falsas expectativas e pode fazer com que as decisões tomadas pelos investidores não sejam as melhores, já que estes investidores não terão, nas demonstrações contábeis-financeiras, fonte informacional confiável para distinguir empresas saudáveis das ruins na alocação dos recursos à sua disposição. Destarte, o cenário com demonstrações contábeis-financeiras gerenciadas, refletindo os incentivos dos gestores e não a realidade econômica das empresas poderá

comprometer a alocação de recursos entre investidores, empresas e países. Importante ressaltar ainda que os investimentos realizados em empresas com gerenciamento de resultados podem ter desempenho econômico-financeiro e retorno fracos no longo prazo, em função das reversões dos *accruals* adotados quando do gerenciamento. Percebe-se assim a relevância de estudos acerca desta temática no que tange à tomada de decisões dos investidores.

Enfim, percebe-se que esta pesquisa justifica-se por advertir e sinalizar tanto os usuários das demonstrações contábil-financeiras assim como órgãos normalizadores sobre o problema do gerenciamento de resultados contábeis, possibilitando melhor compreensão do tema abordado e despertando reflexões sobre a discricionariedade embutida nas normas e práticas contábeis atuais. Paulo (2007) enfatiza que diante dos possíveis prejuízos que podem ser ocasionados aos diversos participantes da economia, é de extrema relevância que o conjunto de normas contábeis restrinja a possibilidade de emprego da manipulação das informações reportadas.

Destarte, cabe enfatizar que é de fundamental importância pesquisas que contribuam para a compreensão e delimitação dos padrões contábeis, que por ser um tema revestido de grande complexidade carece de incessantes pesquisas para que o arcabouço teórico da contabilidade evolua e possa servir como uma plataforma informacional segura para a tomada de decisões dos seus diversos *stakeholders*.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo aborda o escopo das pesquisas que relacionam mercado de capitais e informação contábil, situando as investigações em gerenciamento de resultados entre elas (seção 2.1). Apresenta os fundamentos da teoria econômica e financeira que auxiliam na compreensão dos conceitos, modalidades e incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis (seção 2.2). Enfatiza ainda o processo de financiamento, captação de recursos, evento de suma importância para o mercado de capitais denominado (*Initial Public Offerings* – IPO). A teoria e o levantamento de pesquisas brasileiras e internacionais sobre a temática também são apresentadas (seção 2.3).

É importante destacar ainda que as teorias econômica e financeira são de extrema relevância nos estudos relacionados ao gerenciamento de resultados. A teoria de eficiência de mercado, os estudos de evento e os modelos de precificação de ativos têm contribuído para o desenvolvimento das pesquisas que relacionam mercado de capitais e a informação contábil-financeira. A teoria da firma, paralela à teoria da agência e dos contratos e aos conceitos de governança corporativa e transparência constituem a base para a compreensão dos incentivos para a prática do gerenciamento de resultados contábeis.

A empresa caracterizada pela teoria contratual como um nexo de contratos e na qual se estabelecem relações de agência nas quais podem prevalecer a maximização de objetivos individuais incongruentes e a existência de assimetria de informações constituem o ambiente em que a contabilidade se configura como importante instrumento redutor de assimetria informacional, ou seja, plataforma informacional para os *stakeholders* (MAGEE, 2001; LAMBERT, 2001).

Neste âmbito, o papel da informação contábil-financeira em contratos de incentivos desenhados com o objetivo de minimizar custos de agência sinaliza o contexto no qual os incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis se estabelecem.

2.1 IMPORTÂNCIA DA CONTABILIDADE E A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBIL-FINANCEIRAS

A falta de abordagem científica, a pouca preocupação com a evidenciação empírica e o desenvolvimento de ciências correlatas como a economia e as finanças fizeram com que a pesquisa em contabilidade absorvesse lentamente outras perspectivas, abordagens e métodos (LOPES e MARTINS, 2007).

A pesquisa contábil estabeleceu-se inicialmente (até meados da década de 60) com caráter extremamente normativo e voltado à recomendação de práticas e procedimentos. Entretanto, objetivando investigar o conteúdo informacional das informações contábil-financeiras e avaliar o efeito destas para o mercado de capitais surge a pesquisa positiva. Neste sentido, começa a se utilizar nos mercados de capitais a variação no preço dos ativos objetivando inferir se a informação contida nos relatórios contábil-financeiros é útil para os *stakeholders* (KOTHARI, 2000).

Assim, proposições positivas e normativas podem ir para direções opostas, pois o foco das proposições é diferente. Nas proposições normativas procura-se o ideal, enquanto nas discussões positivas discute-se o que realmente acaba acontecendo com os agentes econômicos. Um clássico exemplo de diferença de visão entre o normativismo e o positivismo é o Princípio do Conservadorismo, tido pelos normativistas como necessário para adicionar credibilidade às demonstrações contábil-financeiras e neutralizar o otimismo excessivo dos gestores. Ele é visto pelos positivistas simplesmente como uma regra criadora de assimetria: sendo as más notícias divulgadas rapidamente (provisões para perdas, por exemplo), e as boas notícias na espera por fatos corroboradores (realização da receita, por exemplo) (LOPES e MARTINS, 2007).

Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) foram pioneiros na investigação que relaciona informação contábil e características dos ativos nos mercados de capitais. A literatura subsequente a estas investigações, de acordo com Watts e Zimmerman (1990), adotou a premissa de que os números contábeis fornecem informações para decisões de alocação de recursos no mercado de capitais e utilizaram esta perspectiva informacional para investigar a relação entre números contábeis e preço das ações.

Os resultados dos estudos empíricos que relacionam informação contábil-financeira e características dos ativos nos mercados de capitais (*ex*. retorno das ações) elucidam a relevância da informação contábil-financeira na precificação e, portanto, sobre o valor da empresa, auxiliando na compreensão do gerenciamento de resultados contábeis sob a hipótese de incentivos relacionados ao mercado de capitais.

Contudo, se os preços das ações refletem a informação contida nos relatórios contábil-financeiros que são reportados, então os gestores poderão manipular estes relatórios para influenciar o desempenho das ações no curto prazo, tendo em vista, seu bem-estar ou função de utilidade. Por este motivo, ênfase é dada ao tema gerenciamento de resultados por acadêmicos, reguladores e analistas de mercado no cenário econômico atual (RONEN e YAARI, 2008).

As empresas podem ser vistas como um conjunto de contratos entre os *stakeholders*, os quais devem convergir para o cumprimento das expectativas dos agentes. Desta forma, os conflitos de interesses entre estas partes interessadas (conflitos de agência) podem levar a perdas substanciais para as entidades. Este problema é abordado pela teoria da agência, a qual considera, entre outras considerações, que o comportamento dos gestores e, consequentemente, a divulgação de seus atos e decisões, pode ser conflitante com o interesse dos *stakeholders*, uma vez que a divulgação privilegia a função de utilidade ou bem-estar daqueles e não destes (MATOS, 2001).

Jensen e Meckling (1976) enfatizam que se as partes envolvidas na relação de agência são maximizadoras de utilidade individual, somando ao fato de que os contratos são incompletos e a informação é imperfeita entre o principal (acionista) e agente (gestor), existe o risco de que estes tomem decisões que não objetivam a maximização da riqueza daqueles, o que caracteriza o problema de agência que é induzir o agente a se comportar como se ele fosse maximizador da riqueza do principal.

O conflito de agência surge quando os interesses dos gestores são divergentes dos interesses dos acionistas. Por conseguinte, o acionista deve ter o maior número possível de instrumentos para evitar que a função de utilidade dos administradores prejudique a entidade, gerando, assim, custos de agência (MAGEE, 2001).

A pesquisa em contabilidade busca modelar e produzir diferentes mecanismos de informação que objetivam reduzir o conflito de agência, uma vez que a contabilidade pode ser entendida como instrumento redutor de assimetria informacional. Recentemente, muitos pesquisadores têm utilizado métodos econométricos para analisar e discutir os incentivos que buscam a congruência entre objetivos de acionistas e gestores. As pesquisas apresentam aplicações da teoria da agência em contabilidade gerencial (LAMBERT, 2001).

A informação contábil é de suma relevância para os usuários internos, estes últimos estreitamente relacionados à contabilidade gerencial. Neste contexto, *insights* e contribuições revelam a importância das pesquisas relacionadas à teoria da agência, que se preocupa com a entidade moderna e a separação entre controle e propriedade e, consecutivamente, no conflito de interesses.

Neste âmbito, surgem os mecanismos de monitoramento e incentivos que primam pelo alinhamento entre os objetivos dos acionistas e gestores. Esses custos se caracterizam como custos de monitoramento das atividades desenvolvidas pelos gestores, custos relacionados à promoção da transparência informacional; além de perdas decorrentes da transferência de riqueza dos acionistas devido aos interesses divergentes dos gestores, entre outros. Há ainda,

espaço para o gerenciamento de resultados por parte dos gestores que, a partir da delegação do poder dado pelos acionistas, têm a possibilidade de gerenciar os resultados contábeis, seja de forma real (consequências reais) ou artificial (usufruindo dos denominados *accruals*) (MATOS, 2001; RONEN e YAARI, 2008).

As demonstrações contábil-financeiras são consideradas como instrumentos que possibilitam a redução dos conflitos entre agente e principal. Nesse sentido, a contabilidade tem como propósito principal fornecer informações úteis para os diversos agentes econômicos, e muitos destes possuem interesse sobre a situação econômico-financeira das empresas. Logo, muitas decisões no mercado financeiro como um todo são diretamente afetadas pelos números reportados pela contabilidade.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) corrobora com os parágrafos precedentes ao emitir o pronunciamento conceitual básico R1, mais conhecido como CPC 00 R1 – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, que enfatiza que a informação contábil tem por objetivo fornecer informações acerca da entidade para usuários externos em geral tendo em vista suas finalidades e necessidades distintas (CPC 00 R1).

Estas informações devem ser úteis a investidores e credores, existentes e em potencial, ligadas ao fornecimento de recursos da entidade. Governos, órgãos reguladores ou autoridades fiscais, por exemplo, podem especificamente determinar exigências para atender a seus próprios fins. Essas exigências, no entanto, não devem afetar as demonstrações contábil-financeiras preparadas sob a égide do Pronunciamento Conceitual Básico (CPC 00 R1).

Para Hendriksen e Van Breda (1999), as demonstrações contábil-financeiras destinam-se predominantemente aos usuários externos de dados contábeis, mas os profissionais contábeis também devem fornecer ferramentas e materiais aos administradores para fins de controle e melhor tomada de decisões. Já o *Financial Accounting Standards Board* – FASB (1978) considera que o processo de divulgação de informações financeiras deve proporcionar informações úteis à tomada de decisões de investidores e credores, presentes e futuros, bem como outros usuários.

Destarte, estas demonstrações contábil-financeiras objetivam fornecer informações que sejam úteis para a tomada de decisões e avaliações por parte dos usuários em geral, não tendo o propósito de atender finalidade ou necessidade específica de determinados usuários, apesar de ser dada ênfase a investidores e credores existentes e em potencial. Conforme o CPC 00 R1, os relatórios contábil-financeiros preparados com essa finalidade satisfazem as

necessidades comuns da maioria de seus usuários, uma vez que quase todos eles utilizam estes relatórios na tomada de decisões econômicas.

Quadro 1. Diferentes enfoques dos usuários das informações contábil-financeiras

USUÁRIOS	***ENFOQUE***
Fornecedores	Necessitam conhecer a capacidade de pagamento, a liquidez, a rentabilidade e o endividamento.
Clientes	Além do enfoque do fornecedor, precisam considerar a capacidade de expansão, produção e a realização de pesquisas e desenvolvimento de produtos da empresa, no aspecto do relacionamento futuro.
Instituições Financeiras	Além dos mesmos interesses dos fornecedores, analisam também a capitalização por parte dos acionistas e a capacidade da empresa para gerar recursos e saldar suas obrigações.
Concorrentes	Analisam os indicadores da empresa com o objetivo maior de se auto avaliarem, comparando seus resultados.
Acionistas	Utilizam as informações para tomada de decisões e no sentido de avaliarem o retorno sobre o capital investido.
Governos	Interesse no recolhimento de tributos e contribuições sociais, além de informações socioeconômicas que podem nortear suas políticas de desenvolvimento setorial, regional ou nacional.
Empregados	Acompanhamento das condições econômico-financeiras e das possibilidades de crescimento da empresa. Preocupação maior com a estabilidade da empresa e, consecutivamente, com a garantia de seu emprego.

Fonte: Pires (2008, p.65)

Neste contexto, é importante enfatizar também que, paralelamente a finalidade de suprir informacionalmente seus usuários, a contabilidade se caracteriza como uma importante ferramenta que possibilita a prestação de contas por parte das empresas no mercado. Sendo assim, a finalidade da contabilidade também se relaciona com a *accountability*.

Lopes e Martins (2007) esclarecem que a utilidade do sistema de informações contábeis reside em fornecer sinais que possuam valor para alterar as crenças dos investidores. Esses sinais têm como função reduzir a assimetria informacional existente entre gestores e *stakeholders*, objetivando, desta forma, adicionar valor para os usuários. Os *accruals* é que cumprem esse papel. É nos *accruals* que reside o conteúdo informativo da contabilidade, à medida que eles fornecem informações ao mercado e seus agentes.

No contexto da relação entre empresa e *stakeholders*, os trabalhos de Holthausen (1990), Holthausen e Leftwich (1983) e Basu (1997), enfatizam que as informações contábeis exercem papel de instrumento redutor da assimetria informacional, tendo em vista o ambiente de mercado e informações imperfeitos. Lopes e Martins (2007) assim como Ball *et al* (2005) argumentam que tanto no momento pré-contratual, caracterizado pela seleção adversa, ou pós-contratual, caracterizado pelo risco moral, as informações contábeis são de extrema relevância. Entretanto, neste contexto, a informação contábil influencia e é incessantemente

influenciada por inúmeros fatores de natureza macro e microeconômicas, dentre eles: normas, riscos, agentes, educação e cultura, todos intrinsecamente relacionados ao complexo ambiente em que opera a contabilidade.

A informação contábil deve ser estudada objetivando compreender a interação da mesma para com propriedades como: relevância e representação fidedigna. Aspectos como conservadorismo, escolhas contábeis, assim como tempestividade, *stakeholders*, utilidade, contratos e gerenciamento de resultados são imprescindíveis para compreensão do conteúdo, finalidade, *layout* e outras propriedades inerentes à contabilidade. É importante destacar assim que a informação contábil não pode ser avaliada por uma única variável, sendo necessário avaliar e compreender uma série de variáveis que a envolvem.

A contabilidade se configura como um instrumento produtor de informações ao mercado, com o propósito de oferecer bases satisfatórias para a tomada de decisões de seus usuários (MAGEE, 2001). Entretanto, Zendersky (2005) assim como Lo (2008) elucidam que os relatórios contábil-financeiros têm certo grau de subjetividade, visto que há determinadas situações nas quais a regulamentação contábil é flexível, permitindo que os gestores utilizem sua discricionariedade na definição dos critérios e práticas contábeis que serão adotadas.

Holthausen e Leftwich (1983) analisaram as variáveis para escolhas contábeis, escolhas voluntárias e obrigatórias de técnicas e normas contábeis que se caracterizam como uma função de fatores específicos da empresa como: tamanho (*proxy* para visibilidade política), alavancagem (*proxy* para custos de contratação) e planos de remuneração dos gestores. Neste sentido, consideram que escolhas têm consequências econômicas se mudanças nas regras utilizadas para calcular números contábeis alteram a distribuição dos fluxos de caixa ou a riqueza de partes interessadas que usam tais números para contratação ou tomada de decisões.

Verificam ainda que as escolhas são induzidas por eventos endógenos ao ambiente econômico. É assumida racionalidade dos agentes econômicos e que os custos de contratação e monitoramento são finitos. Quando estes custos são considerados, escolhas afetam o valor da empresa e a riqueza ou bem-estar dos gestores, auditores, reguladores e investidores, principais *stakeholders*.

Sendo assim, as práticas de gerenciamento de resultados interferem nos regimes de competência das empresas reduzindo a capacidade da contabilidade em evidenciar a realidade econômica, aumentando a assimetria informacional e interferindo na percepção dos agentes em relação às perdas que deveriam variar conforme o grau de conservadorismo. Entretanto, tanto a teoria da informação quanto as de consequência econômica acreditam que há

associação entre os métodos de contabilidade e os fluxos de caixa das empresas, mas discordam sobre a direção da causalidade (HOLTHAUSEN e LEFTWICH, 1983; HOLTHAUSEN, 1990). No trabalho de Holthausen e Leftwich (1983), é ressaltada também, a dificuldade na interpretação dos resultados devido à escassez de evidências e teorias concorrentes que auxiliem na compreensão dos fenômenos e variáveis envolvidas.

Um fator crítico se refere ao fato de que a maioria das pesquisas sobre escolhas contábeis tem focado o comportamento oportunista e é extremamente difícil distinguir entre comportamentos visando à eficiência administrativa dos recursos e oportunismo. Estruturar investigações e testes empíricos a partir da perspectiva de contratação eficiente, como Malmquist (1990) e Mian e Smith (1990) tentaram ou a partir das perspectivas de informações, são importantes para que se possa melhor compreender a teoria contábil, sua evolução, seu status, conteúdo e finalidade. Estes são aspectos importantes para a educação tanto de preparadores quanto de *stakeholders*, pois é preciso conhecer a história e evolução para melhor compreensão do contexto atual. Contudo, não parece provável progresso nesta literatura com investigações baseadas em condições de eficiência (ambiente atual de mercado e informações imperfeitos) sendo de suma importância a compreensão dos comportamentos oportunistas ou julgamentos que podem ser adotados pelos gestores (HOLTHAUSEN, 1990).

É importante ressaltar ainda que, apesar dos esforços nas pesquisas contábeis com o intuito de melhorar a qualidade das informações reportadas, verifica-se uma prática intencional de distorcer os relatórios contábil-financeiros para atender às necessidades específicas da empresa ou dos gestores, sua função de utilidade ou bem-estar. Assim, devido à existência de critérios múltiplos nas normas e práticas contábeis atuais, os gestores podem escolher alternativas apropriadas com a intenção de apresentarem as demonstrações contábil-financeiras da forma que bem desejarem, o que pode originar atitudes oportunistas de gerenciamento de resultados contábeis (SANTOS e PAULO, 2006).

Corroborando com os aspectos mencionados, Paulo (2007) enfatiza que uma série de fatores sociais, econômicos, políticos e comportamentais fazem com que os diversos agentes econômicos não possuam a mesma informação, em termos de qualidade e/ou quantidade. Essa situação é conhecida como assimetria informacional. Sendo assim, um dos principais papéis da Contabilidade, dentro da dinâmica empresarial, está na redução da assimetria informacional, minimizando os conflitos de interesses e, consequentemente, contribuindo para a adequada alocação dos recursos disponíveis, fazendo, portanto, parte do sistema de governança corporativa.

Cabe destacar ainda que, o conjunto de demonstrações contábil-financeiras é base para uma ampla extensão da análise empresarial e é utilizado como importante meio para que os gestores comuniquem o desempenho da empresa e o mecanismo de governança aos *stakeholders*. No intuito de agregar maior número e qualidade às informações para seus diversos usuários, a contabilidade incorporou, ao longo do tempo, além da flexibilidade na adoção de normas e práticas, uma série de conceitos econômicos para representar de forma fidedigna e relevante os fatos contábeis dentro de seus relatórios, objetivando retratar a realidade empresarial. Dentre estes conceitos é possível destacar o da comparabilidade, relevância, tempestividade e regime de competência (PAULO, 2007).

A magnitude da influência do regime de competência (*accruals basis*) e outros conceitos contábeis, entretanto, mudam conforme a estrutura organizacional, sistema de governança, regulamentação contábil, tributação, relações jurídicas dos contratos, investidores e outros mais aspectos. Sendo assim, voltando à questão da assimetria, diversos são os incentivos para o gestor agir de forma oportunista na escolha dos critérios contábeis alternativos de mensuração e/ou evidenciação contábil (MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007).

O termo gerenciamento de resultados pode ser analisado de forma paralela ao termo manipulação, pois, este último, descreve o fenômeno objeto do presente estudo, ou seja, o de interferir no processo de informação contábil. Este trabalho então considera que a manipulação das informações contábeis se caracteriza como um conjunto de práticas desenvolvidas pelos gestores.

Enfim, pesquisas acerca da teoria da agência e dos mecanismos de monitoramento e incentivos dos gestores são de extrema relevância para a contabilidade. A informação contábil que atenda às necessidades dos usuários em geral, internos e externos, funcionando como instrumento redutor de assimetria informacional, sua finalidade principal, pode ser substancialmente afetada pelas decisões tomadas pelos gestores. Estes, ao se caracterizarem como agentes racionais tomam decisões em função de sua utilidade ou bem-estar e podem gerenciar os resultados, "manipulando" a informação contábil e fazendo com que a mesma perca valor, dando força a outras fontes informacionais disponíveis no mercado.

Por este motivo, paralelamente aos comentários de Magee (2001), compreender os conceitos da teoria da agência e assimetria informacional que permeiam o ambiente das corporações modernas assim como a informação contábil e sua relevância para usuários internos que estão estreitamente relacionados à contabilidade gerencial é de suma importância para que possamos compreender questões como custo-benefício, evolução e mutação da informação contábil, assim como sua relevância e finalidade.

A preocupação das normas internacionais de contabilidade, essencialmente orientadas para o futuro, no que tange à predominância da essência sobre a forma e preparação de informações verdadeiras e justas "*true and fair view*" está relacionada à finalidade principal da informação contábil-financeira de ser relevante e representar com fidedignidade o que propõe representar sendo úteis na tomada de decisões dos *stakeholders.* Além disso, devem servir como meio para que a contabilidade possa exercer seu duplo papel de informação e administração, fornecendo mecanismos de sinalização, orientação e controle em prol da gestão adequada dos recursos colocados à disposição do gestor e congruência entre os objetivos dos *stakeholders.*

Esta preocupação surge concomitantemente a eventos e investigações que procuram elucidar a utilidade e relevância da informação contábil-financeira. Nos mercados imperfeitos, fontes informacionais concorrentes surgem e cabe à contabilidade ser flexível, mutável e evoluir, uma vez que está inserida em um complexo ambiente econômico, mantendo o seu grande valor como plataforma informacional para os agentes no mercado nacional e internacional.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS

2.2.1 *Definição de Gerenciamento de Resultados Contábeis*

Os escândalos financeiros nos últimos anos fizeram com que a política de governança corporativa das firmas tenha se tornado um dos temas mais discutidos no mundo empresarial e acadêmico. Os trabalhos mais recentes reconhecem que os mecanismos de governança corporativa surgem como instrumentos para corrigir falhas existentes no mercado, devido aos conflitos de agência e a assimetria informacional, não observada pela teoria da firma (IUDÍCIBUS e LOPES, 2004).

Baseada na ótica da teoria da firma, a contabilidade surge para contribuir com os mecanismos de governança, reduzindo o impacto dos conflitos de agência, através da redução da assimetria informacional, além da possibilidade de ser visualizada como instrumento de poder e de controle organizacional. Seguindo a linha de redução de assimetria informacional, as pesquisas buscam analisar a confiabilidade da mensuração contábil, pois suas métricas possuem aspectos subjetivos, como por exemplo, os *accruals*. O regime de competência (*accrual basis*) e outros conceitos mudam conforme a estrutura institucional na qual a

empresa está inserida, como sistema de governança, auditoria, regulação contábil e sistema de normas, *enforcement*, relações jurídicas dos contratos, investidores, etc (PAULO, 2006).

A primeira vista, os lucros são importantes porque as informações contábil-financeiras também o são. Neste âmbito, a informação contábil possui duplo papel:

1) Informatividade – Investidores demandam informações para prever fluxos de caixa futuros e avaliação de risco (Lucros contábeis estão mais associados com os preços das ações do que fluxos de caixa, vendas e demais dados das demonstrações contábil-financeiras) (FRANCIS; SCHIPPER e VINCENT, 2003).

2) Administração – Separação entre propriedade e gestão - Informações que servem para os proprietários monitorar as ações dos gestores que estão em posição privilegiada em relação aos proprietários (Teoria da Agência). Uma função dos relatórios financeiros é restringir a gestão para agir no interesse dos acionistas, ou pelo menos, direcionar para a congruência entre os objetivos dos mesmos (WATTS e ZIMMERMAN, 1978).

Atualmente, existe uma linha de pesquisa em contabilidade dedicada a investigar se gestores de empresas utilizam sua discricionariedade para influenciar os números contábeis com o objetivo de atender a interesses particulares, sua função de utilidade ou bem-estar. Em âmbito internacional, essa linha de pesquisa é denominada *balance-sheet management* (gerenciamento do balanço patrimonial) e *earnings management* (gerenciamento de resultados) (RODRIGUES, 2008).

Como Healy e Wahlen (1999) explicam, apesar da sabedoria popular de que o gerenciamento de resultados contábeis existe, tem sido extraordinariamente difícil para os pesquisadores documentá-lo de forma convincente. Este problema surge principalmente porque, para identificar se os resultados têm sido gerenciados, os pesquisadores primeiro tem que estimar o lucro antes dos efeitos do gerenciamento de resultados. Em outras palavras, os pesquisadores precisam distinguir a parte dos resultados de causas naturais da parte devido às atividades de gerenciamento de resultados.

Verifica-se que a esperança dos que gerenciam resultados é que não deve ser fácil detectar suas ações. Quanto mais sofisticado o gestor, menos provável é que ele vá se envolver em gerenciamento de resultados de fácil detecção, e mais elaborados serão os planos para a ocultação objetivando evitar a detecção. No que tange a relatórios contábil-financeiros, as pessoas envolvidas geralmente são experientes, inteligentes, educadas e guiadas por códigos profissionais de conduta e ética (LO, 2008).

Neste contexto, assim como nas pesquisas de Jones (1991), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Healy e Wahlen (1999), Paulo (2006), Lo (2008), Gioielli,

Carvalho e Sampaio (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013) nesta investigação, procurou-se esclarecer um pouco mais sobre o termo *earnings management*, pois se trata de um tema bastante discutido na literatura acadêmica internacional e que tem ganhado espaço no Brasil.

Nesse sentido, mencionam-se a seguir algumas definições do termo *earnings management*:

Para Healy e Wahlen (1999, p. 368), *earnings management*:

> [...] ocorre quando gerentes usam do julgamento na divulgação financeira e na estruturação das transações para alterar os relatórios contábil-financeiros, com a finalidade de enganar *stakeholders* sobre o desempenho econômico subjacente da empresa ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis reportados.

Ronen e Yaari (2008) apontam dois pontos fracos dessa definição, sendo: i) não define uma fronteira clara entre gerenciamento de resultados das atividades normais de onde se obtém lucros; e ii) nem todo gerenciamento de resultados é enganoso.

Tendo em vista os pontos fracos apontados, os autores oferecem uma definição alternativa de gerenciamento de resultados:

"Gerenciamento de Resultados é um conjunto de decisões gerenciais que resultam em não divulgar a verdade no curto prazo, sobre o valor máximo dos lucros como sabe a gestão". Entretanto, sinalizam que o Gerenciamento de Resultados pode ser:

a) Benéfico: sinaliza o valor a longo prazo;

b) Pernicioso: esconde o valor tanto de curto prazo quanto no longo prazo; e

c) Neutro: revela o verdadeiro desempenho de curto prazo.

Neste sentido, cabe destacar que os lucros gerenciados resultam das ações de produção ou investimento antes dos lucros serem realizados.

Já para Martinez (2001, p.13) *earnings management* pode ser elucidado como:

> [...] opera dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil facultando escolhas discricionárias ao gerente. Portanto, pelo uso do julgamento, o gestor realiza suas escolhas em razão dos incentivos que o leva a reportar um resultado distinto daquele ditado pela realidade concreta dos negócios. Assim sendo, o gerenciamento também pode ocorrer por meio de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa (consequências reais) e não somente da manipulação formal das contas de resultado (consequências artificiais).

Schipper (1989, p.92) define *earnings management* como “uma intervenção proposital no processo de elaboração dos relatórios financeiros externos, com a intenção de obter algum ganho ou atingir interesse particular [...]”. Schipper (1989) ressalta ainda que refere-se ao processo de divulgação externa, não envolvendo qualquer conceito particular de lucro, ou seja, é baseada em uma visão dos números contábeis como informação e inclui tanto gerenciamento dos componentes do lucro como de informações complementares. Sendo assim, o gerenciamento pode ocorrer em qualquer parte do processo de divulgação externa podendo tomar vários formatos.

Fields, Lys e Vincent (2001) consideram que gestores racionais provavelmente não engajariam na prática de gerenciamento de resultados na ausência de benefícios esperados, e esses benefícios requerem que pelo menos alguns usuários da informação contábil-financeira sejam incapazes ou pouco dispostos a compreenderem os efeitos do gerenciamento de resultados.

Tendo em vista a necessidade de se atender às expectativas dos usuários externos para com a entidade, pode haver motivação ou pressão para gerenciar resultados por meio de fraude nas demonstrações contábil-financeiras. Para tanto, a Resolução nº 836/1999 do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), na interpretação técnica da NBC T11 – IT 3, dentre outras características, distingue as fraudes como decorrentes de apropriação indébita, manipulação, falsificação ou alteração de registros ou documentos, de modo a modificar os registros de ativos, passivos e resultados, resultante da aplicação de práticas contábeis indevidas/ilegais ou omissão de transações e fatos econômico-financeiros.

É importante ressaltar assim que é crucial entender que gerenciamento de resultados contábeis não é o mesmo que fraude contábil. No trabalho de Healy e Wahlen (1999), ficou evidente que não está se referindo a questões que envolvam fraudes contábeis, mas antes à intenção, ao exercício do julgamento dos gestores para influenciar os demonstrativos contábil-financeiros. Nesse sentido, Dechow e Skinner (2000) esclarecem que gerenciamento de resultados ocorre quando há manipulação das informações contábil-financeiras dentro do âmbito das normas e dos princípios contábeis geralmente aceitos, enquanto fraude é uma manipulação que viola as normas e os princípios contábeis e se configura como uma prática inaceitável e passível de punições legais severas.

No Quadro 2, percebe-se claramente a diferença entre gerenciamento de resultados contábeis e fraude contábil.

Quadro 2. Diferença entre Gerenciamento de Resultados e Fraude Contábil.

Gerenciamento de Resultados Contábeis	
Práticas de acordo com as Normas/Princípios Contábeis	***Práticas Aceitáveis***
Contabilidade "Conservadora" a) Reconhecimento elevado de provisões; b) Aceleração de despesas de depreciação; c) Reconhecimento de receita apenas quando da cobrança; ***Contabilidade "Agressiva"*** a) Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões; b) Reduzir as cotas de depreciação/amortização; c) Reconhecimento de receitas durante a produção;	***Visando reduzir os Fluxos de Caixa*** a) Retardar Vendas; b) Acelerar gastos com publicidade, treinamento e P&D. c) Aumentar despesas não operacionais (*ex.* Doações); ***Visando aumentar os Fluxos de Caixa*** a) Antecipar ou acelerar as vendas; b) Adiar a realização de despesas com publicidade, treinamento e P&D; c) Aumentar receitas não operacionais (ex. venda de imobilizado);
Fraude Contábil	
Práticas que violam as Normas/Princípios Contábeis	***Práticas Inaceitáveis***
a) Registrar vendas fictícias; b) Antecipar (documentalmente) a data de realização das vendas; c) Superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício.	a) Receber e não efetuar a entrega do produto; b) Não cumprir com os compromissos financeiros; c) Não pagar tributos contabilizados/lançados;

Fonte: Adaptado de Dechow e Skinner, 2000.

É importante destacar ainda que por mais que o conceito de gerenciamento de resultados tenha uma conotação oportunista, conforme aponta Schipper (1989), esta prática pode ser concebida sob duas perspectivas, sendo: 1) a perspectiva do lucro econômico; e 2) a perspectiva da informação. De acordo com a primeira perspectiva, o gerenciamento é fruto do comportamento oportunista dos gestores. Já sob a perspectiva informacional, o gerenciamento tem a qualidade de revelar informações sobre o valor da empresa.

No enfoque da perspectiva informacional, o lucro é um dos muitos mecanismos sinalizadores que podem ser usados para tomar certas decisões e julgamentos. Inclusive, no âmbito das Finanças Corporativas, mecanismos sinalizadores são extremamente importantes no cenário econômico atual, pois, no ambiente permeado de incertezas e informação imperfeita, instrumentos sinalizadores são cruciais para a continuidade e crescimento das entidades em todo o mundo (MATOS, 2001).

Entretanto, sob esta perspectiva os gestores usam a discricionariedade objetivando melhorar a capacidade do lucro reportado. Exemplo desta prática diz respeito ao lucro que pode ter sido suavizado para neutralizar o efeito de movimentos transitórios na lucratividade, ou seja, revelar maior segurança quanto ao histórico de lucros para os *stakeholders*,

principalmente acionistas em potencial, que avessos ao risco, são contrários a oscilações no lucro reportado (SUBRAMANYAM, 1996).

Para Schipper (1989), a perspectiva informacional assume que os gestores têm informação privada que pode ser usada quando das escolhas dos elementos de um conjunto viável de regras, sob um conjunto de contratos que determinam planos de remuneração, compartilhamento de recursos entre *stakeholders*, entre outros. Suas escolhas incluem, além dos procedimentos contábeis, as estimativas requeridas por estes procedimentos como, por exemplo, a estimativa para perdas com créditos de liquidação duvidosa.

Levando em consideração a perspectiva do lucro econômico, os números são propositalmente distorcidos pela prática de gerenciamento de resultados. Os gestores utilizam a discricionariedade proporcionada pelas normas e práticas contábeis de forma oportunista, alterando o lucro divulgado. Sendo assim, o gerenciamento de resultados contábeis se caracteriza como uma prática oportunista se os gestores exercem a discricionariedade para seu benefício *ex post*, e esta discricionariedade têm efeitos redistributivos de riqueza entre as partes de um contrato (WATTS e ZIMMERMAN, 1990).

Destarte, a definição de gerenciamento divulgada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, é consistente com o entendimento da prática pela academia, explícito nas definições acima mencionadas. A CVM manifesta sua preocupação com a prática do gerenciamento de resultados contábeis, sendo que, o órgão se refere a ela como o julgamento arbitrário no processo de divulgação das demonstrações contábil-financeiras, objetivando influenciar ou manipular os números contábeis reportados, ainda que dentro dos limites prescritos pela legislação contábil e fiscal. Desta forma, esta definição é consistente com a perspectiva do gerenciamento de resultados sob enfoque do lucro econômico (BAPTISTA, 2008).

Assim pode-se destacar que o gerenciamento/manipulação das informações contábil-financeiras pode ser definida como a utilização das ações discricionárias por parte dos gestores para alterar a interpretação da realidade econômica e financeira da empresa. Essa prática é motivada pelas possibilidades de transferências de riqueza entre a entidade e a sociedade (custos políticos), fontes de recursos (custo de capital) ou para os próprios administradores (planos de remuneração); sendo que as duas primeiras situações tentam beneficiar a empresa e seus proprietários, diferentemente do que ocorre na última situação (PAULO, 2006).

Os estudos empíricos sobre gerenciamento de resultados apresentam um conjunto de incentivos para o agente (gestor) agir oportunisticamente na escolha dos critérios de

mensuração e/ou evidenciação contábil, como, por exemplo, evitar a divulgação de perdas ou declínio dos resultados contábil-financeiros (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995; BURGSTAHLER e DICHEV, 1997a; MARTINEZ, 2001), aumentar a remuneração variável dos gestores (HEALY e WAHLEN, 1999; BARTOV e MOHANRAM, 2004), ou minimizar a variabilidade dos erros de previsão dos analistas (BARTOV, GIVOLY e HAYN, 2002). Neste contexto, serão discutidos posteriormente os principais incentivos para a prática de gerenciamento de resultados contábeis.

2.2.2 *Incentivos para a prática de Gerenciamento de Resultados Contábeis*

O gerenciamento de resultados contábeis envolve ações dos gestores com o propósito de alterar as informações reportadas sobre o real desempenho da empresa. Estas ações gerenciais possuem motivações, e essas motivações podem não ser condizentes com o objetivo das demonstrações contábil-financeiras (fornecer informações úteis para a tomada de decisões dos usuários em geral da contabilidade). Sendo assim, o conjunto de informações divulgadas será distorcido, prejudicando a apropriada representação da realidade econômica da entidade, com impacto nas análises dos agentes do mercado e, em consequência, no processo de alocação de recursos em toda a economia.

Neste contexto, outro importante evento que vem sendo investigado recentemente não é a existência ou não do gerenciamento de resultados contábeis, mas as motivações para essa prática e os impactos que ela pode ter para os usuários que creditam confiança e solidez nas demonstrações contábil-financeiras publicadas pelas empresas e tomam decisões econômico-financeiras com base nelas.

Entretanto, importante fator acerca das discussões sobre o tema gerenciamento de resultados contábeis refere-se aos incentivos dos gestores para “enganar” investidores e outros *stakeholders* das informações contábil-financeiras sobre a situação econômico-financeira da empresa e sua performance. Assim, verifica-se que a grande implicação da prática de gerenciamento de resultados é o não reporte da realidade concreta das empresas, apesar dos registros contábeis estarem de acordo com os padrões exigidos pelos dispositivos legais e os princípios contábeis geralmente aceitos.

A importância da motivação é evidente para Healy e Wahlen (1999) e sua definição de gerenciamento de resultados. Refere-se, de fato, a dois motivos: para enganar os usuários ou para influenciar os resultados contratuais. Porque a contabilidade é inerentemente subjetiva, a aplicação de julgamento de uma forma benigna, sem o objetivo de ganho pessoal não é

considerado como gerenciamento de resultados. Ou seja, o motivo para o gerenciamento de resultados é que ele satisfaz expectativas.

Tratando-se de IPOs, na verdade, o motivo parece ser idêntico em qualquer entidade e em qualquer parte do mundo - quer o IPO ocorra no Reino Unido ou nos EUA – inflar o preço do IPO para beneficiar *insiders* à custa de assinantes do IPO. Não há nenhum equilíbrio para o gerenciamento de resultados. O grau de motivação e extensão do gerenciamento de resultados depende do comportamento que é esperado em cada ambiente (LO, 2008).

Healy e Wahlen (1999) elucidam que uma abordagem comum para investigar a existência de gerenciamento de resultados é identificar os incentivos dos gestores para gerenciar lucros e testar se os *accruals* discricionários são consistentes com estes incentivos. Estes autores classificam a pesquisa empírica acerca dos incentivos para o gerenciamento de resultados em três vertentes: i) incentivos relacionados ao mercado de capitais; ii) incentivos contratuais; e iii) incentivos relacionados a regulação.

Corroborando, no trabalho seminal de Martinez (2001) o autor enfatiza que apesar de serem muitos os incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis, é possível classificá-los em:

a) Motivações vinculadas ao mercado de capitais:

O uso difundido das informações contábil-financeiras por investidores e por analistas na avaliação de ações cria incentivos para que os gestores gerenciem os resultados contábeis. O propósito é modificar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa. Ou seja, pretende-se angariar uma reação positiva do mercado.

Para Healy e Wahlen (1999), a amplitude do uso das informações contábil-financeiras por investidores e analistas financeiros pode criar um incentivo para o gerenciamento de resultados na tentativa de influenciar o desempenho dos títulos de curto prazo. Ou seja, o incentivo para a prática de gerenciamento de resultados se origina da motivação em não desapontar o mercado.

Os incentivos para gerenciar lucros relacionados ao mercado de capitais podem objetivar reduzir o preço das ações reduzindo os resultados (por exemplo, em períodos antecedendo *management buyouts*) ou para manter o alto preço das ações, aumentando os resultados (por exemplo, em períodos que antecedem a oferta pública de ações). Healy e Wahlen (1999) enfatizam que são altos os incentivos para gerenciar resultados por parte dos gestores em períodos que antecedem *management buyouts* e oferta pública de ações.

Neste contexto, cabe destacar que as pesquisas empíricas que investigaram a existência de gerenciamento de resultados contábeis antecedendo IPOs ((Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Paulo (2006), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013)) encontraram evidências desta prática.

b) Motivações contratuais:

Para esta perspectiva, as escolhas contábeis passam a ter efeito econômico, bem como se criam incentivos contratuais para gerenciamento de resultados contábeis.

Para Healy e Wahlen (1999), a informação contábil-financeira é utilizada no auxílio ao monitoramento e regulação dos contratos entre a empresa e seus vários *stakeholders*. Contratos ou planos de remuneração para os gestores atrelados à informação contábil-financeira são usados para alinhar os interesses entre agente (gestor) e principal (acionistas). Já contratos de empréstimos com cláusulas restritivas atreladas a informação contábil-financeira são fixados para limitar as ações dos gestores que beneficiam os *stakeholders* da empresa em detrimento dos credores.

Contratos baseados em informação contábil-financeira não são efetivos no que tange ao alinhamento de interesses entre administradores e outras partes do contrato, pois o gestor sempre tem alguma discricionariedade sobre os relatórios contábil-financeiros, podendo utilizá-los como veículo para aumentar a riqueza de todas as partes (perspectiva informacional) como para aumentar sua própria riqueza ou função de utilidade, em prejuízo das outras (perspectiva econômica) (WATTS e ZIMMERMAN 1990).

De acordo com Schipper (1989), o instrumento de atribuição de benefícios é atrelar, pelo menos de forma parcial, o preço de alguma obrigação para com terceiros ou fonte de recurso a um número contábil.

Assim, percebe-se que o problema mais sério dos contratos de incentivos é que os mesmos proporcionam enorme oportunidade para os gestores se auto beneficiarem, seja negociando tais contratos quando os mesmos sabem que o lucro ou preço das ações são altos e/ou irão crescer, ou até mesmo manipulando os relatórios contábil-financeiros objetivando aumentar a sua remuneração.

No que tange os contratos de dívida, o gerenciamento de resultados pode ser analisado sob uma perspectiva *ex ante* e *ex post*. Numa situação *ex ante*, as empresas podem praticar o gerenciamento em prol da obtenção de menor variância dos lucros e, com isso, demonstrar solidez econômica e obter financiamento a um menor custo. Ou seja, verifica-se que a taxa cobrada pelos credores é uma função crescente da sua percepção sobre a variação dos lucros,

a qual determina a probabilidade de falência da empresa. Com a redução dos riscos a captação de recursos ocorre em condições mais atraentes (juros mais baixos) (SCHIPPER, 1989).

Em uma situação *ex post*, o gerenciamento pode ser praticado com o intuito de evitar a violação das cláusulas dos contratos de dívida confeccionados. Watts e Zimmerman (1990) enfatizam que quanto maior a relação dívida/capital próprio maior a possibilidade de gerenciamento de resultados para aumentar os resultados reportados, pois quanto maior esta relação maior é a probabilidade de violação das cláusulas restritivas do contrato.

c) Motivações regulamentares e custos políticos:

As empresas gerenciam seus resultados contábeis quando possuem lucros muito elevados, ou resultados acima da média de outros setores. O propósito seria evitar despertar inveja de outros setores, que poderiam alegar práticas de cartel ou monopólio.

As empresas de setores regulados têm incentivos para gerenciar as variáveis contábeis que são de interesse do órgão regulador objetivando se beneficiar com a prática. Evidências empíricas sobre a relação entre gerenciamento de resultados e incentivos regulatórios elucidam que o ambiente regulatório influencia a prática do gerenciamento de resultados contábeis (JONES, 1991).

d) Motivações por plano de incentivos:

Os gestores que recebem algum tipo de bônus ou remuneração variável tentarão utilizar-se de métodos contábeis alternativos para aumentarem os resultados do período e consequentemente atender a sua função de utilidade ou bem-estar.

Como recentemente os gestores tem grande parte de sua remuneração atrelada aos números contábil-financeiros como tentativa de alinhar os interesses entre gestores e *stakeholders*, os primeiros têm incentivos para gerenciar os resultados contábeis e aumentar sua remuneração. Os gestores irão adotar as normas e procedimentos contábeis que estejam alinhados ao seu interesse particular, seu bem-estar ou função de utilidade (RONEN e YAARI, 2008).

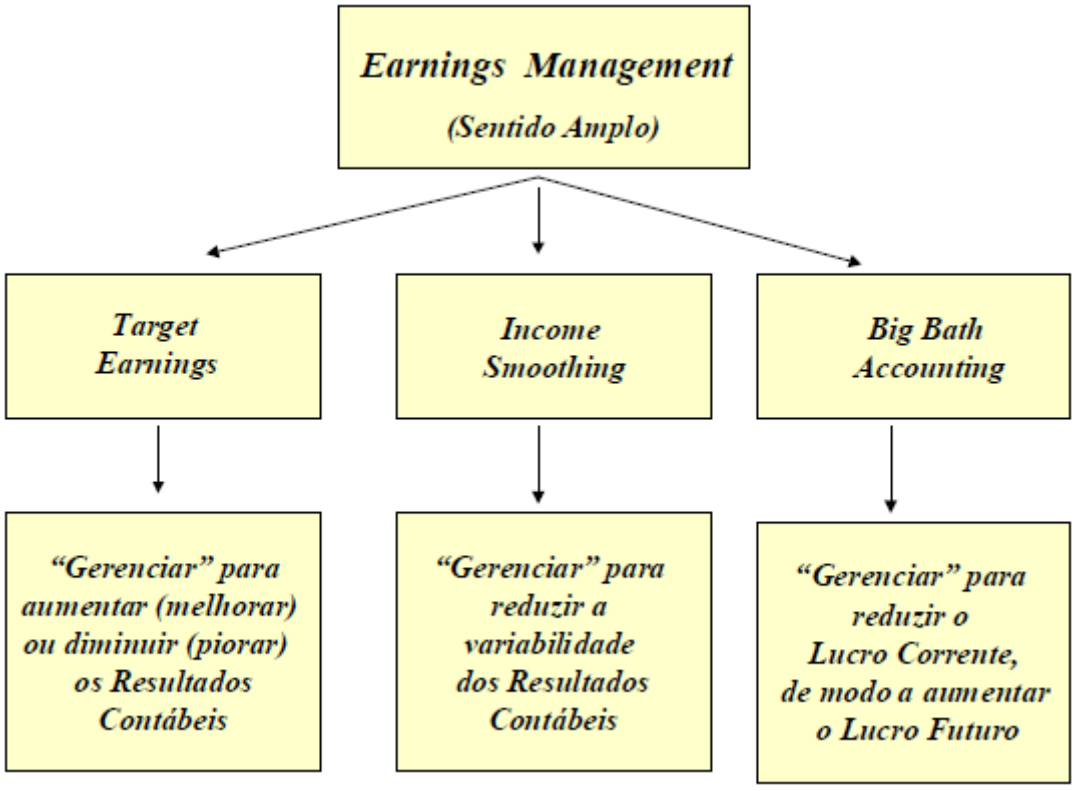
As razões para os gestores gerenciarem resultados estão relacionadas ao desempenho da empresa no que tange alguma meta de referência (*benchmark*) que se deseja atingir. A qualidade do resultado contábil pode ser vista, então, como uma medida de assimetria da informação, pois a empresa é capaz de influenciar os usuários da informação contábil-financeira em suas decisões, modificando o julgamento dos mesmos sobre a real situação da empresa (MOHANRAM, 2003).

Assim, dadas todas estas motivações para o gerenciamento de resultados contábeis, percebe-se que as vítimas potenciais do gerenciamento de resultados são, naturalmente, os usuários das demonstrações contábil-financeiras. Esses usuários incluem investidores, banqueiros, reguladores, sindicatos, fornecedores, clientes e concorrentes. No contexto das IPOs, as vítimas potenciais são, obviamente, os investidores que compram patrimônio destas empresas (LO, 2008). Teoh, Welch e Wong (1998) exploram esta questão e descobrem que, de fato, os investimentos em empresas com gerenciamento de lucros altos tendem a ter mal desempenho em períodos futuros, desapontando os investidores no longo prazo.

2.2.3 *Modalidades de Gerenciamento de Resultados Contábeis*

Tendo em vista as motivações mencionadas, várias são as modalidades de gerenciamento de resultados contábeis (*earnings management*). O estudo de Martinez (2001) evidenciou algumas modalidades de gerenciamento de resultados contábeis a partir de determinadas motivações dos gestores (Figura 1).

Figura 1: Modalidades de Gerenciamento de Resultados Contábeis.



Fonte: Martinez, 2001, p.42.

a) ***Target Earnings*****:**

Gerenciamento de resultados objetivando aumentar ou diminuir os lucros reportados. Os resultados são gerenciados de modo a atingir determinadas metas de referência (*benchmarks*) que podem ser acima ou abaixo do resultado do período (MARTINEZ, 2001).

A minimização transfere o resultado para futuros relatórios e a maximização tanto pode esgotar reservas passadas como "pegar emprestado" de resultados futuros. Sendo assim, aqui se encaixa o problema de comportamentos agressivos que podem levar a escândalos contábeis quando as condições econômicas se deterioram (RONEN E YAARI, 2008).

Inúmeras são as motivações para inflar os preços das ações, dentre elas tem-se: i) Remuneração de gerentes; ii) Troca de CEOs; iii) Especulação de *insider trading*; iv) Atingir metas; v) Menor custo de capital em IPOs; vi) Fusões e aquisições; vii) Contratos de dívida; viii) Negociação com sindicatos; ix) Considerações fiscais, entre outras. Entretanto, somente motivação não é suficiente, é preciso ter um veículo (um meio) e uma oportunidade para isso. Como veículo ênfase é dada ao gerenciamento de resultados e como oportunidade temos, além da flexibilidade na adoção das práticas contábeis, as imperfeições da auditoria em que não há certeza de detecção do gerenciamento de resultados por parte da mesma. Cabe destacar que o gerenciamento de resultados contábeis é praticado dentro do que prescreve a legislação contábil.

O sistema de precificação motiva a estratégia de maximização porque o preço da ação quando o resultado maior for divulgado será maior do que o preço quando da divulgação de um resultado baixo. Assim sendo, se configura como estratégia ótima a maximização, pois, reportar baixos ganhos implicaria em revelar a verdade, real desempenho (RONEN e YAARI, 2008).

Enfim, percebe-se assim que o gerenciamento de resultados contábeis será claramente prejudicial/pernicioso, pois introduz distorção dentro do sistema de preços levando ao desconto do preço das ações da empresa que obteve um bom e real resultado e aumenta o preço da empresa que obteve sucesso em falsificar sua realidade econômico-financeira.

b) ***Income Smoothing*****:**

Gerenciamento de resultados objetivando reduzir a variabilidade dos resultados. O propósito é manter os resultados em determinado patamar e evitar sua excessiva flutuação, passando imagem de maior estabilidade econômica para o mercado (MARTINEZ, 2001).

Esta prática também conhecida como "suavização dos resultados" se refere ao tipo de gerenciamento de resultados em que o gestor elimina os "picos" e "vales" nas sequências de

fluxos de caixa de uma empresa, de forma a reduzir (de forma aparente) a volatilidade nos resultados reportados. Sendo assim espera-se elucidar aos usuários das demonstrações contábil-financeiras uma ideia de menor risco/maior segurança. É importante destacar ainda que é um dos tipos de gerenciamento de resultados mais praticados e estudados recentemente (RONEN e YAARI, 2008).

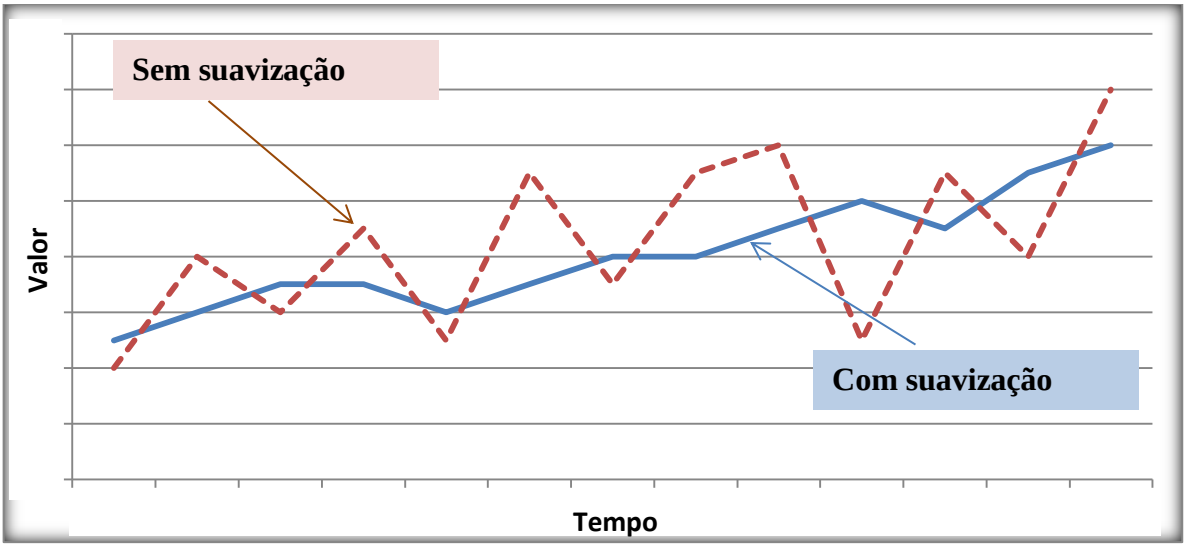
Cabe ressaltar ainda que existem dois tipos de suavização: i) Real – Obtida a partir de decisões de negócio reais que irão afetar os fluxos de caixa das empresas de forma real, tais como: aquisição de matéria-prima; redução de investimentos; entre outros; e ii) Artificial – Obtida a partir de escolhas contábeis (possibilitadas pelos GAAP), tais como: momento de reconhecimento de receitas e despesas; métodos de depreciação adotados; entre outras (RONEN e YAARI, 2008).

Há motivação para suavização dos resultados no mercado de capitais ligadas ao mercado de ações (modificando ou não) a percepção dos acionistas em potencial em seus processos de *Valuation.* Podem também haver motivações para suavização ligadas ao sistema de crédito em que se buscaria, por exemplo, afetar as percepções sobre o risco das empresas para as instituições financeiras que lhes emprestam recursos.

Chaney e Lewis (1995) enfatizam que, ocorrendo suavização, um instrumento sinalizador seria importante para separar as empresas de alto valor das empresas de baixo valor, uma vez que os acionistas não conseguiriam discernir entre os dois tipos e, consequentemente, subestimariam as de alto valor e superestimariam as de baixo valor.

Na figura 2, percebe-se de forma gráfica a prática do *income smoothing:*

Figura 2. Ilustração do Gerenciamento de Resultados Contábeis denominado *Income Smoothing.*



Fonte: Adaptado de Ronen e Yaari (2008).

c) *Take a Bath* ou *Big Bath Accounting*:

Gerenciamento de resultados para reduzir lucros correntes em prol de aumentos nos lucros futuros. As empresas gerenciam os seus resultados correntes piorando-os, tendo como propósito obter melhores resultados no futuro com a reversão destas práticas adotadas.

Ronen e Yaari (2008) se referem a esta prática como minimização radical dos resultados reportados sendo o bem-estar ou função de utilidade do gestor/empresa grande mecanismo impulsionador desta prática.

Cabe ressaltar ainda que Ronen e Yaari (2008) dividem em quatro as estratégias/modalidades de gerenciamento de resultados, sendo as três mencionadas acima e também explicitadas por Martinez (2001) e a quarta é caracterizada pelos autores como a estratégia de "***Dizer a Verdade***".

Conforme aponta Hellman (1999), os gestores têm um incentivo para evitar a manipulação da Contabilidade. A defesa desse ponto de vista se dá pelo argumento de que a Contabilidade se caracteriza como uma linguagem utilizada para descrever o negócio e as atividades de uma empresa, sendo consequentemente um importante instrumento para a gestão da mesma.

Se os usuários da informação contábil-financeira percebem que essa é manipulada, poderão buscar outros sistemas de informação provocando sérios problemas aos gestores. Nesse sentido, haveria um incentivo natural para uma empresa "Dizer a Verdade" por meio de suas demonstrações contábil-financeiras. Dizer a Verdade e gerenciamento de resultados perniciosos seriam então antíteses (RONEN E YAARI, 2008).

Portanto, em algumas situações a estratégia de gerenciamento de resultados da empresa será justamente a estratégia de reportar a verdade em suas demonstrações contábil-financeiras, uma vez que isso pode ser capaz de maximizar seus ganhos. No caso de empresas no mercado de capitais, um tipo comum de sinalização utilizado para informar ao mercado que são boas empresas se dá pelo pagamento de dividendos, que implicam em custos, na medida em que se reduzem as disponibilidades de caixa das empresas, aumentando seus riscos e custo de capital. Contudo, como implicam em altos custos só "boas" empresas conseguirão emitir estes sinais e os investidores perceberiam estes sinais e conseguiriam a partir daí, discernir empresas boas e ruins (RONEN E YAARI, 2008; MATOS, 2001).

De um modo geral, observando-se a quantidade elevada de regulamentação pode-se inferir que o gerenciamento de resultados pode colocar em pauta a eficiência dos mercados de capitais uma vez que diz respeito à falta de confiança por parte dos *stakeholders* acerca das

informações contidas nos relatórios contábil-financeiros, principal meio de comunicação entre empresa e mercado (LO, 2008).

Enfim, é importante destacar ainda, no âmbito do gerenciamento de resultados contábeis que o pesquisador deve ser cauteloso quando da investigação da perspectiva oportunista, como neste trabalho, pois o gerenciamento pode se caracterizar como uma forma de comunicação de informações dos gestores para o mercado, objetivando melhor previsão sobre o desempenho futuro da empresa. Entretanto, diante da diversidade de incentivos e formas de gerenciamento que circunstanciam o ambiente empresarial, adicionados às dificuldades na identificação dos *accruals* discricionários, torna-se complexa a tarefa de evidenciação empírica de quando tal prática se enquadra sob uma perspectiva oportunista ou de eficiência (PAULO, 2007).

2.2.4 Gerenciamento de Resultados Contábeis e os Accruals

As demonstrações contábil-financeiras são preparadas conforme o regime contábil da competência. Segundo esse regime, os efeitos das transações entre receitas, despesas e outros eventos são reconhecidos quando ocorrem (e não quando caixa e outros recursos financeiros são recebidos ou pagos), sendo registrados contabilmente e reportados nas demonstrações dos períodos a que se referem. Ou seja, reconhece-se a receita de acordo com a sua realização, e no mesmo período confrontam-se as despesas necessárias para efetivação daquela receita (CPC 00 R1).

O regime de competência (*accrual basis*) determina que o registro das transações contábeis da entidade seja efetuado no período em que estas são realizáveis. Segundo esse princípio, reconhece-se a receita de acordo com a sua realização, e no mesmo período confrontam-se as despesas necessárias para efetivação daquela receita. Este procedimento é diferente do registro baseado no regime de caixa (*cash basis*), em que se focalizam exclusivamente as entradas e saídas de disponibilidades (MARTINEZ, 2001).

A diferença entre *accruals basis* e *cash basis* é uma questão temporal. Os *accruals* surgem pela discrepância existente no *timing* entre os movimentos nos fluxos de caixa das transações realizadas pelas empresas na consecução de suas atividades objeto e o momento do reconhecimento pela contabilidade dessas transações e eventos, dada à flexibilidade das normas e práticas contábeis atuais (RONEN e YAARI, 2008).

Os ajustes advindos do regime de competência impactam tanto as receitas quanto os custos/despesas e podem ser classificados como *accruals* de receitas e *accruals* de despesas. Desse modo, os *accruals* ajustam o reconhecimento dos fluxos de caixa no tempo para que o lucro contábil reflita melhor o desempenho da empresa do que o fluxo de caixa (GALDI, 2008).

Objetivando reconhecer as receitas e despesas de acordo com o regime de competência, o profissional contábil modifica os fluxos de caixa das operações com os ajustes decorrentes do regime de competência, ou seja, os *accruals*. Destarte, dadas às práticas contábeis, o lucro líquido do negócio não será igual ao seu fluxo de caixa líquido, salvo em circunstâncias especiais (quando os *accruals* = zero) (MARTINEZ, 2001).

Os *accruals* representam os elementos do resultado que, embora pelo regime de caixa já tenham sido efetivados, ainda não se atribuem dentro do período de apuração/regime de competência. Assim, os gestores podem estar motivados a influenciar os resultados financeiros da empresa com o intuito de minimizar a perda de riqueza, utilizando-se de escolhas contábeis resultantes da flexibilidade das normas e práticas contábeis.

Fields, Lys e Vincent (2001) elucidam que estes princípios exigem que o julgamento contábil seja feito com a intenção de evidenciar informações financeiras fidedignas. Este julgamento contábil pode relacionar-se: (a) aos valores possíveis de ainda serem recebidos dos clientes, como estimativas para perdas com créditos de liquidação duvidosa; ou (b) aos valores e/ou taxas apropriadas para alocação das despesas de depreciação do período. Ao exercer esses julgamentos, os gestores influenciam os dados que serão apresentados aos usuários das informações contábeis dados seus interesses próprios relacionados aos resultados da empresa, o que leva à discricionariedade quanto às escolhas contábeis a serem adotadas.

Chen, Lin e Zhou (2005) explicam que, no momento da evidenciação de resultados, os *accruals* suprem os gestores de oportunidades para se engajarem em operações de gerenciamento de resultados contábeis. A flexibilidade das normas e práticas contábeis decorrentes do regime de competência pode possibilitar aos gestores atitude oportunista para gerenciar os resultados contábeis das empresas.

Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) enfatizam que o Gerenciamento de Resultados não é diretamente observável e objetivando medi-lo, os modelos (por exemplo, Jones, 1991; Dechow, Sloan e Sweeney, 1995; Kothari Leone e Wasley, 2005) tem sido baseados em acumulações: a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Corroborando, Teoh, Welch e Wong (1998) evidenciam que os *accruals* podem ser

considerados como todas as contas de resultado que participaram no cálculo do lucro, mas que não provocaram a movimentação de disponibilidades. Ou seja:

***ACCRUALS* TOTAIS = LUCRO LÍQUIDO – FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL LÍQUIDO** (1)

LUCRO LÍQUIDO = FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL LÍQUIDO + *ACCRUALS* TOTAIS

Quanto maior o valor dos *accruals*, maior será a diferença entre o resultado contábil e o fluxo de caixa gerado nas operações. Assim, os acionistas e potenciais investidores devem ter atenção especial quanto a aumentos inesperados e em proporções substancialmente desiguais no valor dos *accruals* em relação aos períodos anteriores.

Os *accruals* alteram o período de reconhecimento nas demonstrações contábeis. No caso de uma receita que é reconhecida no período, mas que só será recebida no futuro haverá uma diferença positiva do lucro em relação ao fluxo de caixa do período. Já no caso de aquisição de ativo imobilizado, o reconhecimento no resultado, por meio da depreciação, será posterior ao impacto no fluxo de caixa, gerando um *accrual* negativo. Entretanto, as diferenças entre os valores que impactam o lucro e o fluxo de caixa podem ser bastante significativas, pois, existem diferenças temporais entre os fluxos de lucro e os de caixa. (GALDI, 2008).

É importante destacar ainda que, em certas condições empresariais, alguns ajustes nos *accruals* são necessários e realmente esperados pelos usuários das demonstrações financeiras. Por exemplo, em empresas que utilizam intensamente ativos imobilizados, a depreciação é relativamente alta, pois, quanto mais intensa a utilização de um ativo, maior o seu desgaste. Empresas que estão em processo de crescimento econômico acelerado são mais propensas a terem receitas que excedam os recursos realmente contidos em caixa, visto que, para ganhar mercado, créditos são concedidos por parte das empresas a seus clientes (TEOH; WELCH e WONG, 1998).

Grande parte do gerenciamento de resultados contábeis é baseado nos *accruals*, pois eles abrangem consideráveis parcelas das decisões contábeis. Para Teoh, Welch e Wong (1998), isso se deve ao fato de as normas e práticas contábeis proverem as empresas com certa discricionariedade para reconhecer algumas transações como eventos econômicos (isto é, independentemente da realização financeira das transações). Por exemplo, vendas a crédito conduzem à criação de *accruals*, uma vez que a venda é reconhecida junto com um direito de recebimento (evento econômico). Atrelado a esse direito de recebimento, tem-se a apuração do valor da estimativa para perdas com créditos de liquidação duvidosa. Esta estimativa pode

variar, pois cada empresa tem aspectos peculiares no que diz respeito a seus clientes, ramo de atividade, situação do crédito em geral e à própria conjuntura econômica, fornecendo discricionariedade aos gestores.

Paulo, Martins e Corrar (2007) ressaltam que nem todo *accrual* é evidência de prática de manipulação das informações contábeis e que o que se avalia é a utilização anormal do montante de *accruals*, controlando-se os demais fatores econômicos e financeiros. Algumas contas contábeis podem ser mais suscetíveis à manipulação dos gestores que outros componentes, enquanto outros componentes podem ser simplesmente bons indicadores do passado ou futuro sobre as condições dos negócios da empresa.

Os estudos vinculados ao gerenciamento de resultados contábeis relacionados à flexibilidade na adoção das normas e práticas contábeis (EAM – *Accruals Earnings Management* – com consequências artificiais), como este trabalho, decompõem os *accruals* da seguinte forma:

i) *accruals* não discricionários (*nondiscretionary accruals* - NDA); e
ii) *accruals* discricionários (*discretionary accruals* - DA).

Destarte, tem-se a seguinte igualdade:

***ACCRUALS* TOTAIS = *ACCRUALS* NÃO-DISCRICIONÁRIOS + *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS** (2)

Os *accruals* não discricionários *(NDA)* serão aqueles que surgem das transações realizadas em um período e que são normais para uma entidade, dadas a sua performance, estrutura de financiamento, estratégia de negócios, convenções do seu setor e demais fatores políticos, sociais e econômicos. São inerentes às atividades da empresa. Já os *accruals* discricionários *(DA)* serão aqueles que surgem a partir de escolhas e tratamentos contábeis adotados com a finalidade de gerenciar resultados. São artificiais e teriam como objetivo somente manipular o resultado contábil-financeiro. As *reversões* serão *accruals* originados de transações e eventos originados de períodos anteriores que precisam ser revertidos no período atual (RONEN e YAARI, 2008).

É importante ressaltar que, além dos *accruals* não-discricionários e discricionários, os *accruals* podem ser classificados em correntes e não-correntes. Os correntes são ajustes (acréscimos ou decréscimos) envolvendo ativos e passivos de curto prazo que alimentam as operações no dia a dia das empresas. Por exemplo, os gerentes podem alterar os *accruals* correntes antecipando o reconhecimento de Receitas a Receber (antes mesmo de o dinheiro ser recebido), retardando o reconhecimento de despesas e assumindo uma baixa estimativa

para perdas com créditos de liquidação duvidosa. Em contraste, os não-correntes (*accruals* de longo prazo) são ajustes envolvendo ativos líquidos de longo prazo. Estes ajustes podem ser realizados, por exemplo, desacelerando a depreciação e diminuindo os impostos diferidos (TEOH; WELCH e WONG, 1998).

Teoh, Welch e Wong (1998) observaram que os reflexos negativos no preço das ações de uma empresa, nos casos em que a empresa não consegue atingir o lucro esperado pelo mercado, têm levado muitos gestores a modificar as políticas contábeis objetivando aumentar o lucro divulgado no período atual. Uma das formas dessa manipulação é por meio dos componentes discricionários dos *accruals*, que permitem à administração escolher como tratar o evento contábil.

Por fim, quando se analisam os componentes discricionários dos *accruals*, é possível definir seu padrão de comportamento de acordo com sua variabilidade. Esse comportamento pode ser positivo ou negativo, mostrando, respectivamente, que a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los. Neste contexto, o valor a ser assumido pelos *accruals* possui sempre um limite que dependerá de cada empresa. Por mais que se possa manejar o resultado em um sentido desejado, sempre se encontrará uma restrição nas próprias contas contábeis (por exemplo, não poderá reconhecer uma depreciação em valor superior aos ativos) (MARTINEZ, 2001).

Inúmeras pesquisas nacionais e internacionais envolvendo gerenciamento de resultados contábeis – Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Kang e Sivamarakrishnan (1995), Burgstahler e Dichev (1997), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Healy e Wahlen (1999), Bartov *et al* (2002), Dechow, Richardson e Tuna (2003), Bartov e Mohanram (2004), Fuji (2004), Tukamoto (2004), Zendersky (2005) e Kothari, Leone e Wasley (2005), Paulo (2006), Bispo (2010), Alhadab, Clacher e Keasey (2013), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) - consideram os *accruals* discricionários como *proxy* do gerenciamento de resultados. Daí a importância de se utilizar tais técnicas na análise deste tema.

A abordagem de estimação dos *accruals* mais utilizada na literatura é a baseada nas contas do Balanço Patrimonial (Healy (1985); DeAngelo (1986); Jones (1991); Dechow, Sloan e Sweeney (1995); Kang e Sivaramakrishnan (1995); Burgstahler e Dichev (1997), Teoh, Welch e Wong (1998) Healy e Wahlen (1999); Martinez (2001); Zendersky (2005); Pae (2005) e Almeida (2006)). A estimação através do Balanço Patrimonial está fundamentada no pressuposto de que as mudanças nas contas do capital circulante estão articuladas com os componentes dos *accruals* de receitas e despesas na Demonstração de Resultado (DRE). Cabe

destacar que os dados necessários para essa abordagem estão disponíveis a mais tempo do que os exigidos na abordagem da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) (PAULO, 2007).

Enfim, a grande ênfase do gerenciamento de resultados contábeis pode ser explicada pela importância dada ao lucro do período pelos diversos usuários da contabilidade e a frequente utilização como variável essencial no modelo decisório de alocação de recursos pelos investidores. Beneish (2001) elucida que as pesquisas sobre gerenciamento de resultados baseadas nos *accruals* são mais comuns, devido às seguintes razões:

i) os *accruals* são frutos da aplicação das normas contábeis e, se os resultados são gerenciados, é mais provável que isto ocorra através dos *accruals* do que nos componentes que influenciem os fluxos de caixa;
ii) analisando os *accruals* reduzem-se os problemas associados à incapacidade de mensurar os efeitos das várias escolhas contábeis dentro do resultado; e
iii) se o gerenciamento de resultados é um componente não observado dos *accruals*, é menos provável que os investidores possam detectar o efeito da manipulação das informações contábeis.

2.3 OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES (*INITIAL PUBLIC OFFERING* - IPO)

2.3.1 *O Processo de Initial Public Offering (IPO)*

O capital inicial necessário para se abrir um negócio normalmente é fornecido pelo próprio empreendedor e familiares. Contudo, estes não conseguem financiar um negócio em crescimento, o que leva grande parte das vezes, à necessidade de capital externo por parte das empresas no mercado (BERK e DEMARZO, 2009).

Um resultado significativo dos trabalhos empíricos sobre IPOs é que o fator crucial na decisão das empresas de ter suas ações publicamente negociadas em bolsa são as condições do mercado de capitais. Embora também seja afetada por alguns fatores internos às empresas, essa escolha não reflete inevitavelmente o estágio de desenvolvimento da empresa. No mercado, há tanto empresas de grande porte com capital fechado como pequenas empresas listadas em bolsa. Inclusive é realidade o incentivo ao acesso gradual a bolsa de pequenos projetos com boas perspectivas de crescimento (ALDRIGHI *et al*, 2010).

O acesso a financiamento de projetos de expansão e investimento leva empresas de capital fechado a desejarem se engajar em uma *Initial Public Offering* (IPO). Para Chen, Lin e Zhou (2005) a abertura de capital é considerada o maior evento corporativo para uma empresa

que pretende obter fundos. Se uma empresa estiver ofertando suas ações ao público pela primeira vez, ela estará realizando uma *Initial Public Offering* - IPO; se ela já obtiver ações comercializadas no mercado e emitir mais ações para a venda, então se trata de uma *Seasoned Equity Offering* - SEO. Por meio de uma IPO, serão vendidas algumas ações da empresa a investidores externos, permitindo, assim, a negociação nos mercados públicos e, consequentemente, capital adicional será acrescido à empresa, permitindo o crescimento da mesma (BISPO, 2010). Captando recursos no mercado de capitais, a empresa emerge em uma nova dimensão empresarial e adquire novos horizontes e responsabilidades.

Dentre as etapas do processo de IPO podemos destacar algumas mais relevantes e que necessitam de maiores recursos:

a) contratação de instituição coordenadora da emissão;
b) auditoria independente das demonstrações contábil-financeiras da empresa;
c) estudos para definição do preço e volume a ser negociado;
d) processo de obtenção de registro junto a CVM;
e) processo de registro da empresa em bolsa de valores;
f) adaptação de estatuto e outros registros legais;
g) apresentações para potenciais investidores (*road show*); e
h) anúncio do início e encerramento da distribuição (BM&FBOVESPA, 2014).

Corrobora com as etapas acima mencionadas a Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, que foi alterada pelas Instruções 429/06; 442/06; 472/08; 482/10; 488/10; 507/11; 525/12; 528/12; 531/13; 533/13 e 546/14 que tem como objetivo harmonizar a Instrução 400/03 com as novas práticas e regras econômico-financeiras vigentes no país, bem como aperfeiçoar certos comandos que refletem a experiência acumulada pela CVM no que tange ofertas públicas de valores mobiliários. É importante destacar que a própria CVM considera a Instrução 400/03 uma norma bem atual e pequenas mudanças aconteceram até o momento. De acordo com estas Instruções CVM, uma empresa que queira engajar em um IPO deve:

a) Elaborar e apresentar um prospecto contendo o resumo da documentação a ser enviada à CVM, sendo este o documento informativo necessário ao investidor para tomar sua decisão quanto ao projeto. Nesse prospecto constarão as demonstrações contábil-financeiras auditadas e uma descrição completa dos negócios da empresa (mercado de atuação, produtos, riscos,

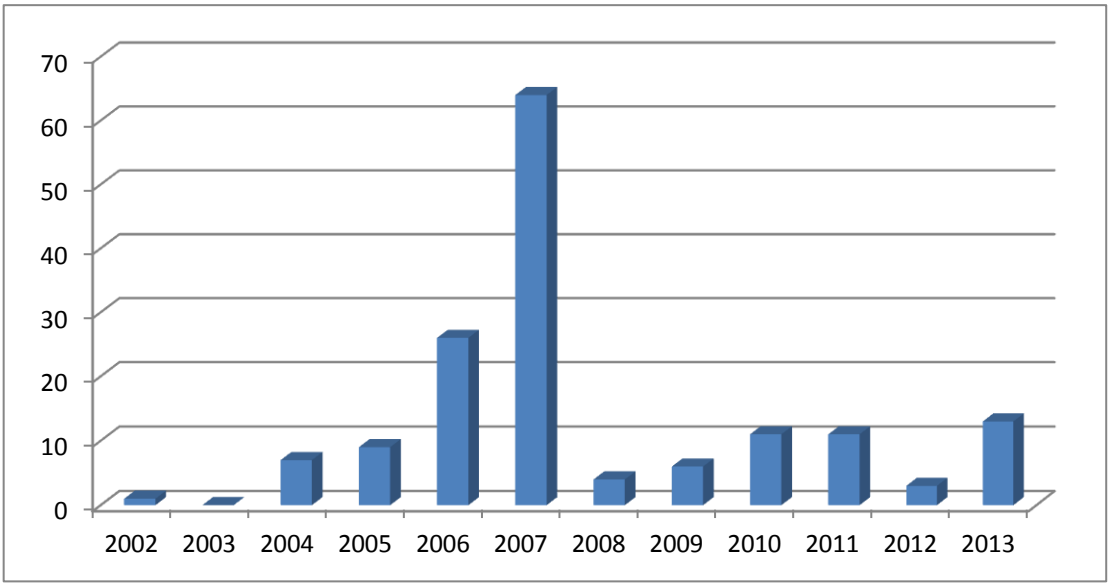
principais clientes, fornecedores e concorrentes etc). De posse do prospecto, a CVM avalia a empresa e aprova, ou não, o certificado de registro junto ao órgão, evento indispensável para a oferta pública de ações.

b) Caso a CVM tenha aprovado o certificado de registro, é preciso precificar e determinar o número de ações a serem vendidas. No contexto do IPO, o preço por ação é fixado após a finalização dos procedimentos de coleta de intenções de investimento (*road shows*), nos quais os gestores e as instituições financeiras encarregadas da distribuição explicam e tentam vender a IPO aos potenciais investidores. Isso é importante para que os investidores conheçam o estilo e administração da empresa e, também, para que o emissor desenvolva uma expectativa de demanda pela oferta. Embora as "manifestações de interesse" dos compradores em potencial não constituam ofertas efetivas, elas influenciam o preço da oferta, o número ofertado de ações e o direcionamento a investidores particulares.

A retomada do lançamento de IPOs no mercado brasileiro de ações a partir de 2004 culminou em 2007 com a abertura de capital de 64 empresas, que, conjuntamente, captaram cerca de R$ 55 bilhões. Tal montante é excepcional tanto se comparado ao dos anos anteriores ou ao valor total de desembolsos do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES), principal fonte de financiamento de longo prazo das grandes empresas brasileiras (ALDRIGHI *et al*, 2010).

Sendo assim, em contexto nacional, o ano de 2007 marcou o auge de um processo crescente de oferta pública de ações de empresas brasileiras iniciado em 2002, quando apenas uma empresa ofertou publicamente suas ações. Em 2003, nenhuma empresa ofertou suas ações. Em 2004, sete empresas realizaram suas primeiras ofertas públicas. No ano seguinte, foram nove. Em 2006, esse número chegou a 26. Em 2007, 64 empresas realizaram IPO. Em 2008, quatro e em 2009, apenas seis. Em 2010 foram mais onze, igualmente a 2011. Em 2012, três e em 2013, mais treze empresas realizaram IPO e lançaram ações no BM&FBOVESPA (Gráfico 1). Desta forma, entre 2002 e 2013, 155 empresas passaram a negociar suas ações na bolsa brasileira (Bovespa). Juntas, essas empresas captaram montante superior a R$ 100 bilhões (BM&FBOVESPA, 2014).

Gráfico 1. Número de empresas que realizaram IPO no Brasil entre 2002 e 2013.



Fonte: BM&FBOVESPA, 2014.

Entre os fatores usualmente identificados como responsáveis pelo "*boom*" no mercado de IPOs entre 2002 e 2007 destacam-se os sólidos fundamentos macroeconômicos da economia brasileira; os avanços nas reformas microeconômicas, especialmente a reforma da lei das S.A. em 2007 e da lei disciplinando as atribuições e responsabilidades da CVM em 2002; a farta liquidez internacional; e a criação em 2000 dos níveis diferenciados de exigências de governança corporativa pela Bovespa, aos quais as empresas podem aderir voluntariamente por meio de contrato privado. De fato, a demanda dos investidores, sobretudo estrangeiros, por padrões mais exigentes de governança corporativa e transparência teve papel decisivo na concentração das listagens das IPOs no Novo Mercado no período entre 2004 e 2008 (ALDRIGHI *et al*, 2010).

O processo de abertura de capital tipicamente começa com discussões entre um empreendedor e um segurador sobre a conveniência de levar a público um projeto. O subscritor, em conjunto com a empresa emissora, prepara um prospecto de oferta. Este documento contém demonstrações contábil-financeiras auditadas externamente para até três anos mais recentes, e informações sobre a empresa, seus negócios, perspectivas futuras, concorrentes e produtos. Ele também inclui outras relevantes informações financeiras, como estrutura de propriedade. O prospecto é usado como um documento de marketing pelo subscritor em *road shows* para solicitar demanda (TEOH, WONG e RAO, 1998).

Apesar do ritmo crescente dos IPOs brasileiros, não há normas ou práticas para decidir se a empresa deve abrir seu capital e quando deverá fazê-lo. Trata-se de uma decisão

individual que deve ser tomada única e exclusivamente pelos gestores e acionistas da empresa (ALDRIGHI *et al*, 2010).

Existem algumas características marcantes do processo de abertura de capital que oferecem oportunidades e incentivos para gerenciar os lucros. Primeiro, há relativamente pouca informação disponível para os investidores a partir de fontes públicas sobre as empresas privadas fazendo com que os investidores confiem principalmente nas declarações contábil-financeiras relatadas no prospecto. Rao (1993) relata que quase não há cobertura da mídia nas empresas nos anos anteriores a oferta.

Algumas outras fontes de informação corroboram com as demonstrações contábil-financeiras, e é difícil para os investidores julgar se os acréscimos refletem os valores da empresa de forma adequada. Geralmente, os subscritores usam o múltiplo de preço-lucro de uma empresa de capital aberto no mesmo setor e economia como potencial IPO para ajustar o preço da oferta. Assim, o emitente e o subscritor podem ter um incentivo para reportar informações contábil-financeiras favoráveis no prospecto objetivando reduzir o custo de capital, ou melhor, os gestores têm um incentivo para gerenciar os resultados contábeis que serão reportados (TEOH, WONG e RAO, 1998).

2.3.2 *Vantagens e Desvantagens dos IPOs*

As duas vantagens da abertura de capital são: i) maior liquidez; e ii) maior acesso ao capital. As empresas de capital aberto geralmente têm acesso a elevados montantes de capital através dos mercados públicos de valores mobiliários, tanto na Oferta Pública Inicial quanto na Oferta Subsequente de Ações (BERK e DEMARZO, 2009).

Entretanto a principal vantagem de se empreender um IPO também pode se caracterizar como uma desvantagem. Ao diversificar sua carteira de títulos, os acionistas das empresas tornam-se mais dispersos. Isso abala a capacidade do investidor em monitorar a gerência representando, portanto, uma perda de controle. Além disso, dado que as ações da empresa passam a ser listadas e negociadas publicamente em uma bolsa de valores, a empresa pública passa a ter que satisfazer todas as exigências de uma empresa de capital aberto, principalmente no que tange a um maior grau de transparência. Por outro lado, este cenário pode também representar um menor custo de capital para a empresa, visto que o risco também será diluído com a pulverização das ações.

À luz do exposto acima, Aldrighi *et al* (2010) destacam os seguintes incentivos que os proprietários de uma empresa têm para realizar um IPO:

(a) o acesso a uma fonte de financiamento alternativa ao crédito bancário e o maior poder de barganha com as instituições financeiras, resultando em menores taxas de juros;
(b) a diversificação do portfólio;
(c) os benefícios de maior liquidez e a consequente redução no custo de capital; e
(d) o *market timing*.

Corroborando, a CVM (2014) menciona que as principais vantagens e desvantagens da abertura de capital das empresas são:

Vantagens:

a) Ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento;

Acesso ao mercado de capitais para captação de recursos destinados ao financiamento de projetos, expansão, mudança de escala ou diversificação de seus negócios, ou até mesmo reestruturação de seus passivos financeiros.

b) Maior flexibilidade estratégica - liquidez patrimonial;

Margem para administração de sua estrutura de capital, balanceando as relações entre capital próprio e de terceiros e, consequentemente, seu risco empresarial.

c) Imagem institucional - maior exposição ao mercado;

A transparência e confiabilidade exigidas no *disclosure* de suas informações facilitam os negócios, atraindo os agentes, gerando maior presença e prestígio em todo o mercado.

d) Restruturação societária;

Soluções para problemas relativos à estratégia empresarial, heranças e processos sucessórios podem ser equacionadas através de uma abertura de capital, orientado por especialistas em questões societárias que estão aptos a apresentar inúmeras alternativas.

e) Gestão profissional; e

A abertura de capital leva à aceleração da profissionalização da empresa.

f) Relacionamento com funcionários.

A abertura do capital de uma empresa pode ser feita também para seus funcionários, procedimento esse muito utilizado no mercado internacional.

Desvantagens:

a) Custos;

Os custos associados ao processo de abertura de capital, à remuneração do capital dos novos acionistas (política de *payouts*) e à administração de um sistema de informações específico para o controle da propriedade da empresa, tendem a se diluir em função das vantagens agregadas.

Dentre esses custos, destacam-se:

1) manutenção de um Departamento de Acionistas;
2) manutenção de um Departamento de Relações com Investidores, que poderá incorporar o Departamento de Acionistas. Este setor incumbir-se-á de centralizar todas as informações internas a serem fornecidas ao mercado;
3) contratação de empresa especializada em emissão de ações escriturais, debêntures, serviços de planejamento e de corretagem, e *underwriting;*
4) taxas da CVM e das Bolsas de Valores;
5) contratação de serviços de auditores independentes mais abrangentes que aqueles exigidos para as demais empresas; e
6) divulgação de informação sistemática ao mercado sobre as atividades da empresa.

Corroborando, Aldrighi *et al* (2010), também elucidam que entre os custos que as empresas incorrem com a abertura do capital, cabe mencionar:

1) o desconto no preço das ações em decorrência do problema da seleção adversa, desconto esse ainda maior em empresas novas e pequenas; e
2) as maiores exigências de *disclosure*, que podem dificultar a evasão fiscal e forçar as empresas a revelarem informações estratégicas que favoreçam seus concorrentes.

b) Qualidade da informação;

A necessidade de atendimento a normas específicas e rigorosas, no que tange aos procedimentos e princípios contábeis, de auditoria, e divulgação de demonstrações contábil-financeiras, quando contrapostos aos benefícios oriundos do status de companhia aberta, tende também a se diluir (CVM, 2014).

Vários escândalos no início do século XXI estimularam regulamentações mais rígidas criadas com o intuito de tratar dos abusos corporativos (por exemplo, *Enron* e *World.com*). Organizações como a Comissão de Valores Mobiliários dos EUA (*Securities and Exchange Commission*, ou SEC), as bolsas de valores (por exemplo, Bolsa de Valores de Nova York;

Nasdak e a BM&FBovespa) além do Congresso norte-americano (através da Lei Sarbanes-Oxley de 2002) procuraram adotar novos padrões que enfatizassem uma transparência financeira mais completa, maior responsabilidade na prestação de contas além de exigências mais rígidas para as companhias abertas. Esses padrões, de maneira geral, foram criados para fornecer maior proteção aos investidores. É importante destacar ainda que o cumprimento dos novos padrões é custoso e consome muito tempo das empresas de capital aberto (BERK e DEMARZO, 2009).

Considerando-se as vantagens e desvantagens expostas, os recorrentes e recentes processos de abertura de capital de empresas brasileiras estão chamando a atenção de empresas que necessitam de recursos para expansão, além de investidores e pessoas físicas em busca de grandes retornos em curto espaço de tempo; e enfim, pesquisadores e estudiosos acerca da temática (ERNST & YOUNG, 2013).

Ainda no que tange fatores condicionantes na decisão de lançar IPOs por parte das empresas brasileiras bem como suas principais características, Aldrighi *et al* (2010), elucidaram em seu trabalho os seguintes resultados, dentre os quais, cabe destacar:

i) As participações elevadas do maior acionista nos direitos de votos e de *cash flow* combinadas com as parcelas altas de *free float* e de oferta primária indicam que diversificação de portfólio não foi uma motivação relevante para as IPOs no período analisado (2004 a 2008). Desse modo, não se confirmou a expectativa, alimentada pelas mudanças institucionais no início da década, de uma descontinuidade no padrão tradicional de forte concentração da propriedade do capital e do controle do capital das empresas.

ii) Dado que (i) os prospectos de ofertas públicas de distribuição informam que a alocação das receitas arrecadadas com as IPOs concentrou-se em despesas com investimentos (média de 78%); (ii) os modelos econométricos estimaram coeficiente positivo e significativo para a variável investimento/capital (CAPEX); e (iii) os testes de comparação de médias apontaram que a variável CAPEX cai após as IPOs, pode-se enfatizar que na média houve uma queda no coeficiente de investimento das empresas após as IPOs.

iii) As evidências não corroboram a suposição de que a reestruturação financeira tenha sido uma motivação relevante das IPOs. Os prospectos das ofertas relatam uma baixa parcela dos recursos das IPOs para o pagamento de empréstimo. O fato de que os testes de comparação de médias indicam uma queda no grau de endividamento após as IPOs pode estar associado ao crescimento do lucro líquido e do EBTIDA, com os investimentos sendo financiados com lucros e receitas das IPOs.

iv) Os resultados dos modelos econométricos levam à conclusão de que empresas

maiores, mais lucrativas, com coeficientes de investimento mais elevados, e com maiores taxas de crescimento são mais propensas a realizarem uma IPO. A significância estatística da variável "tamanho" aliada à elevada média (e mediana) de idade das empresas que realizaram IPOs (27 anos) são evidências em conformidade com interpretações dos determinantes das IPOs baseadas em seleção adversa e reputação.

v) As condições favoráveis do mercado internacional de capitais parecem ter sido uma contribuição essencial para a onda recente de IPOs entre 2004 e 2007 no Brasil. Na média, os investidores estrangeiros adquiriram mais de 2/3 das ofertas, sendo que em 90% delas a fatia adquirida por estes investidores foi superior a 50%.

vi) O fenômeno do *underpricing* foi observado na amostra analisada de IPOs. Todavia, sua magnitude (média de 4,6%) é muito inferior à que Ritter (2003) relata para outros países.

vii) Embora não captado pelos modelos econométricos, há evidências de *market timing* das IPOs. Enquanto a média para o período analisado (49 meses) é de 2,2 IPOs mensais, em abril de 2007 ocorreram 11, em junho 8, em julho 16 e em outubro 12 (51 IPOs, 42% do total, foram lançadas nos sete meses entre abril e outubro de 2007). As IPOs tenderam, também, a formar *cluster* setorial, com 42% delas concentrando-se nos setores de construção civil, bancos e alimentos.

2.3.3 *Governança Corporativa nas empresas IPOs*

Em meados dos anos 90, em um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos, acionistas despertaram para a necessidade de novas regras que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia dos conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas. Conceitualmente, a Governança Corporativa surgiu para superar o conflito de agência, decorrente da separação entre propriedade e gestão empresarial. A preocupação da Governança Corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos gestores esteja alinhado com o interesse dos acionistas (IBGC, 2014).

A boa Governança proporciona aos proprietários a gestão estratégica e a monitoração dos gestores. Os principais mecanismos que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal. A empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa adota como linhas mestras a

transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa (BACHA e FILHO, 2005).

No Brasil, os conselheiros profissionais e independentes surgiram em resposta ao movimento pelas boas práticas de Governança Corporativa e à necessidade das empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes para o mercado. O fenômeno foi acelerado pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia, que resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo (IBGC, 2014; BACHA e FILHO, 2005).

Neste sentido, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Governança Corporativa pode ser definida como:

> "o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade."

Bacha e Filho (2005) corroboram com a definição do IBGC ao enfatizar que a governança corporativa pode ser conceituada como um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas envolvendo as relações entre acionistas, diretoria, auditoria e outros *stakeholders*. Dentre o conjunto de mecanismos que tal sistema abrange, podemos destacar a existência de um sistema de divulgação dos resultados e posição econômico-financeira eficaz, que assegure confiabilidade e transparência aos investidores externos (BACHA e FILHO, 2005).

Os objetivos dos mecanismos de governança convergem para a otimização do desempenho de longo prazo da empresa. Assim, espera-se que exista uma relação inversa entre a existência de fortes mecanismos de governança e a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Ou seja, quanto mais consistente a estrutura de governança da empresa, menores os níveis de gerenciamento (BAPTISTA, 2008).

Destarte, a ausência de bons sistemas de Governança Corporativa além de proporcionar ambiente adequado para a prática do gerenciamento de resultados, tem levado empresas a fracassos decorrentes de:

i) Abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos gestores sobre terceiros);

ii) Erros estratégicos (resultado da grande concentração de poder); e

iii) Fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

Contudo, uma característica saliente do cenário corporativo brasileiro até o final dos anos noventa era a forte concentração da propriedade de capital e dos direitos de votos da empresa nas mãos de poucos acionistas, em geral famílias, com profundas implicações sobre a governança. A emissão de ações sem direito a voto e a propriedade do capital via arranjos piramidais resultavam na predominância de acionistas controladores, que dispunham de ampla discricionariedade para expropriar acionistas minoritários (BACHA e FILHO, 2005; ERNST & YOUNG, 2013).

Com os novos segmentos de listagem introduzidos pela Bovespa e com as reformas nas leis das Sociedades por Ações e da Comissão de Valores Mobiliários, espera-se que as empresas ingressantes apresentem uma estrutura de propriedade do capital mais dispersa e que seus maiores acionistas tenham poder de voto significativamente inferior ao das empresas operando no segmento tradicional de listagem (TEOH, WONG e RAO, 1998). Esta pulverização das ações entre as empresas brasileiras significariam um grande passo no processo de consolidação e profissionalização por quem passa o mercado de capitais brasileiro.

2.3.4 *Earnings Management em Ofertas Públicas Iniciais*

O processo de abertura de capital é particularmente suscetível a gerenciamento de resultados. Há grande assimetria de informação entre investidores e emissores no momento da oferta. Rao (1993) relata que não há quase nenhuma cobertura informacional das empresas nos anos anteriores ao IPO. Esta escassez de informações sobre o emissor obriga os investidores a depender fortemente do prospecto (TEOH, WELCH e WONG, 1998).

As companhias que captam recursos junto ao mercado, através da oferta pública de ações, *ceteris paribus*, buscam receber o maior volume de aporte financeiro possível dos seus "novos" investidores. Por outro lado, os investidores procuram pagar o menor preço pela ação, para garantir o retorno esperado pelo seu investimento. Neste cenário, verifica-se um conflito de interesses entre a administração da empresa e os novos investidores. Esse conflito também pode ser observado quando os acionistas detentores de uma grande parte das ações da empresa vendem um bloco de títulos no mercado de capitais, pois esses também objetivam receber o maior preço pelos seus papéis. Os investidores existentes visualizam uma

oportunidade de realização de bons resultados no momento da oferta pública de ações, mesmo mantendo interesses residuais sobre a empresa (PAULO, 2006).

Sendo assim, essa situação cria a possibilidade dos administradores agirem discricionariamente, motivados a aumentar o preço das ações no momento que antecede a oferta publica de ações. Assim, levanta-se a possibilidade de gerenciamento de resultados no momento da oferta pública de ações na literatura internacional, na qual existem evidências empíricas que comprovam tal hipótese (FRIEDLAN, 1994; TEOH, WELCH e WONG, 1998; TEOH, WONG e RAO, 1998; ROOSENBOOM, GOOT e MERTENS, 2003; DARROUGH e RANGAN, 2005; ZIELINSKI, 2013; ALHADAB, CLACHER e KEASEY, 2013), entretanto, no contexto brasileiro recente ainda não têm sido apresentados muitos trabalhos sobre esse tipo de incentivo de gerenciamento de resultados (PAULO, 2006; BISPO, 2010; GIOIELLI, CARVALHO e SAMPAIO, 2013).

Tal análise se torna relevante, pois a manipulação das informações contábil-financeiras pode prejudicar seus usuários na tomada de decisão quando da alocação eficiente de recursos. Sabe-se que existem diferenças entre os países no que se refere a regimes contábeis e performance econômica, inclusive em relação às diversas características institucionais, bem como em relação ao ambiente legal e político (PAULO, 2006). Neste âmbito, há necessidade de serem desenvolvidas pesquisas sobre a influência das diversas características institucionais sobre os números contábeis, e especificamente, no que trata este trabalho, sobre os efeitos do julgamento dos administradores nos relatórios contábil-financeiros da empresa.

Os investidores são incapazes de compreender plenamente as empresas IPO que se envolvem em gerenciamento de resultados contábeis dada a assimetria informacional existente entre gestores e outros *stakeholders*. Destarte, os altos lucros reportados traduziriam diretamente em um maior preço de oferta para as ações, ocasionando uma reação positiva do mercado, uma vez que, os primeiros (lucros reportados) impactam os últimos (preço das ações). Assim, a empresa também tem um incentivo para inflar seus resultados imediatamente após o lançamento das ações objetivando manter o preço de mercado elevado (TEOH, WELCH e WONG, 1998).

As pesquisas empíricas recentes fornecem evidências de que a proteção dos investidores frente à expropriação pelos administradores tem uma relação significativa com a proteção legal e desenvolvimento local do mercado de capitais. A contabilidade fornece uma fonte importante de informações para os mecanismos de governança, auxiliando na moderação dos problemas de agência (SLOAN, 2001).

A existência de critérios múltiplos nas normas e práticas contábeis possibilita aos administradores escolherem alternativas válidas com o objetivo de apresentarem informações da forma desejada, impactando o desempenho ou a estrutura financeira da empresa (TEOH, WELCH e WONG, 1998).

Portanto, cabe destacar que gerenciamento de resultados agressivo leva a um desempenho mais pobre posteriormente à emissão. Como as empresas não podem manter as aparências, as mesmas devem, portanto, decepcionar seus investidores. Afinal de contas, os emitentes não podem contrair lucros futuros para aumentar o resultado atual para sempre. As reversões do gerenciamento praticado nos momentos prévios ou que marcam o IPO ocasionarão desempenho ruim no longo prazo.

A ligação entre o gerenciamento de resultados e atividade pós-emissão poderia também indicar que gestores que gerenciam agressivamente seus resultados seriam incapazes de levantar capital no mercado de Ofertas Subsequentes de Ações (SEO) ou pode ser que os gestores perdem a confiança dos participantes do mercado (TEOH, WELCH e WONG, 1998).

Destarte, um dos principais objetivos do gerenciamento de resultados no que se refere à emissão e distribuição de títulos e valores mobiliários é reduzir o custo de capital, portanto, a utilização discricionária dos *accruals* busca influenciar os números contábeis reportados.

2.3.5 *Barreiras para a prática de Gerenciamento de Resultados Contábeis e performance das empresas IPO*

Os resultados são gerenciados somente se há oportunidades para fazê-lo. O "sistema contábil" alicerçado pelo GAAP permite às empresas fazer ajustes ao relatar seus resultados. Os gestores têm discricionariedade conferida ao reconhecer tanto os prazos quanto os valores de receitas e despesas. Esses ajustes são supostos para refletir a condição do negócio subjacente da empresa com mais precisão.

No entanto, quando os empresários têm poder discricionário sobre as normas e critérios contábeis a serem adotados, torna-se difícil para os investidores avaliar se os números reportados em um determinado período são apropriados ou enganosos. Isto dá aos emissores excepcional oportunidade de "manipular" os números contábeis para o período de pré-emissão objetivando reação positiva para com os números relatados.

Parte das pesquisas na área contábil se desenvolveu, nos últimos anos, dentro da chamada *Teoria Positiva*, que busca descrever a realidade, com o objetivo de explicar o passado e possibilitar a previsão de ocorrência ou não de determinados fenômenos no futuro,

não entrando no mérito de indicar qual seria o melhor procedimento contábil. Os trabalhos nessa linha testam as hipóteses levantadas sobre duas perspectivas: oportunista e de eficiência (HENDRIKSEN e VAN BRENDA, 1999).

Dentro da perspectiva oportunista, coloca-se que os administradores (indivíduos) realizam a escolha de critérios contábeis influenciados em interesses pessoais, em termos individual (si próprio) ou coletivo (*stakeholders* ligados à empresa). Para Lopes e Martins (2007), as informações geradas pela contabilidade, sofrem influência direta dos interesses pessoais (bem estar ou função de utilidade) dos gestores ou agentes (conforme definição da teoria da agência), interesses aos quais podem ser influenciados pelos seguintes motivos: i) Mecanismos de remuneração; ii) Acordos contratuais; iii) Legislação societária falha; iv) Clima organizacional; v) Concorrência; e vi) Mecanismos falhos de governança.

O limite regulatório se caracteriza como uma chave no critério empresarial. Limites sobre os incentivos para gerenciamento de resultados oportunistas são imperfeitos, dada às escolhas contábeis (*accounting choices*) provenientes da flexibilidade das normas e práticas contábeis. Um limite regulador para a discrição é a exigência de que os relatórios contábil-financeiros apresentados no prospecto da oferta devem ser auditados por uma empresa de contabilidade externa para verificar o cumprimento geral dos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP). Cabe destacar que, o auditor é responsável apenas por garantir que os relatórios contábil-financeiros estão de acordo com os GAAP, e não verificar se estes se configuram como mais precisa representação da condição econômico-financeira da empresa.

Além disso, os bancos de investimento, auditores e empresários estão sujeitos a ações judiciais por falsificação de relatórios contábeis, e a reputação de um banqueiro de investimento afeta a quota de mercado subsequente. Assim, o medo por parte dos banqueiros de investimento, auditores e empresários de tornarem-se alvos de ações judiciais pode restringir as empresas de gerenciamento de resultados (TEOH, WELCH e WONG, 1998).

Outra barreira para o gerenciamento de resultados contábeis diz respeito aos mecanismos de governança corporativa que convergem para a otimização do desempenho de longo prazo da empresa. Assim, espera-se que exista uma relação inversa entre a existência de fortes mecanismos de governança e a prática do gerenciamento de resultados contábeis (BAPTISTA, 2008). É importante destacar que, como as empresas IPO acabaram de se tornar uma empresa pública, espera-se que grande parte delas não possua fortes mecanismos de governança, caracterizando a imperfeição dos mecanismos reguladores no que tange a manipulação das informações contábeis, gerenciamento de resultados.

Medidas também têm sido adotadas pelas empresas e órgãos normalizadores em prol da congruência de interesses entre agente e principal. Incentivos são concedidos aos gestores para que os mesmos tomem as melhores decisões em favor da empresa e seus *stakeholders* e que os relatórios contábil-financeiros, principal meio de comunicação entre empresa e mercado, reflitam com relevância e fidedignidade a posição econômico-financeira da empresa assim como sua performance.

É comum empresas IPO cederem concessão de direitos de ações e opções de ações para incentivar os gestores objetivando atrelar o bem-estar ou função de utilidade destes últimos às suas decisões de alocação e administração de recursos e para que os mesmos permaneçam depois que a empresa passa a ser pública. Estes instrumentos de remuneração contêm restrições sobre quando as ações podem ser vendidas e quando as opções podem ser exercidas, o que geralmente não é de vários meses ou anos após a data do IPO. Assim, os gestores compensados por esses planos têm incentivo adicional para gerenciar os ganhos a fim de manter os preços das ações até que as restrições à venda expirem (RONEN e YAARI, 2008; TEOH, WONG e RAO, 1998).

Outro incentivo diz respeito aos ganhos verbais com projeções que são comumente insinuadas aos investidores durante os *road shows.* Após o início das negociações, os analistas de segurança iniciam a cobertura da empresa geralmente divulgando as projeções de resultados de forma ampla. Para suportar o preço da oferta inicial, os analistas das empresas de subscrição estão sob pressão para fazer as projeções de resultados mais favoráveis possíveis. Por sua vez, a empresa emissora está sob pressão para atender a essas projeções no mercado de reposição e salvaguardar a sua reputação, para manter a boa vontade dos investidores, banqueiros de investimento e analistas que realizaram as projeções iniciais de resultados, e para evitar ações judiciais por *shareholders* descontentes (TEOH, WELCH e WONG, 1998).

Por este motivo, inclusive, é analisado o desempenho de longo prazo das empresas que ofertaram publicamente suas ações objetivando captar desempenho ruim fruto das reversões do gerenciamento de resultados contábeis, uma vez que, no curto prazo assim como em momentos prévios ao lançamento, são muitos os incentivos para que as empresas gerenciem seus resultados.

Além disso, nas últimas duas décadas uma variedade de estudos empíricos têm examinado o retorno de longo prazo das ações de empresas IPO. Várias publicações têm lidado com o mercado de ações estadunidense que, devido à sua longa história e grande número de ofertas, foi desde o início objeto de investigação favorito para os pesquisadores do

mercado de capitais (ZIELINSKI, 2013).

Enquanto isso, Zielinski (2013), enfatiza que o comportamento dos preços de longo prazo das ações IPO tornou-se amplamente documentado, não só nos mercados de ações desenvolvidos como a Alemanha ou o Reino Unido, mas também nas economias menores. Além disso, ofertas de ações em mercados emergentes têm experimentado um crescimento rápido nos últimos anos. Fato notável é que, nos últimos anos, a queda relativa nos preços das ações IPO foi em média mais fraco do que costumava ser duas ou três décadas atrás. Além disso, o excesso de retorno obtido em mercados desenvolvidos tende a ser maior se comparado aos mercados emergentes.

No entanto, cabe ressaltar de forma inequívoca que, com isenção de alguns mercados locais, o fenômeno de longo prazo com mau desempenho de empresas IPO tem existido ao longo das últimas três décadas em todo o mundo, enfatizando mais uma vez, a importância de estudos acerca deste tema (ZIELINSKI, 2013).

Enfim, pesquisas acerca de eventos como os IPOs são de extrema relevância para a economia, principalmente no contexto brasileiro, que recentemente têm vivido um alto desenvolvimento e profissionalização de seu mercado de capitais e financeiro como um todo. Compreender as barreiras que podem limitar a prática do gerenciamento de resultados em IPOs paralelamente a possibilidade proporcionada pelas normas e práticas contábeis assim como os incentivos dos gestores em distintos momentos é de extrema relevância para o sucesso da pesquisa e, consecutivamente, compreensão de eventos como o gerenciamento de resultados contábeis que pode colocar em pauta a finalidade informacional da contabilidade.

2.3.6 *Pesquisas internacionais relacionadas a gerenciamento de resultados e ofertas públicas iniciais de ações*

O trabalho de Teoh, Welch e Wong (1998) explora o fato de que os emitentes de (IPO) podem reportar lucros anormalmente elevados, adotando ajustes contábeis discricionários que elevam os lucros relatados. Como informações sobre a empresa são reveladas ao longo do tempo por relatos da mídia, dos analistas, e pelas demonstrações contábil-financeiras posteriores, os investidores podem reconhecer que os ganhos não mantêm a dinâmica, e podem, assim, perder o otimismo.

O principal objetivo do trabalho foi o de avaliar a medida em que os acréscimos discricionários influenciam o desempenho de longo prazo e o retorno anormal das ações das empresas IPO. As empresas IPO têm incentivos para gerenciar os resultados tanto pré e pós-

imediato IPO. Sendo assim, o desempenho foi analisado no longo prazo, objetivando verificar se há queda no desempenho destas entidades o que sugeriria a ocorrência de gerenciamento de resultados no momento do lançamento. As empresas foram divididas em quartis com base em como progressivamente elas conseguem gerenciar seus resultados. A *proxy* para o gerenciamento de resultados são os *accruals* discricionários.

Os emitentes com maior poder discricionário - acumulações discricionárias – (calculadas com base no Modelo de Jones modificado), têm pior desempenho no retorno das ações nos três anos subsequentes. As empresas classificadas no quartil mais agressivo de gerenciamento de resultados têm em média de 15 a 30 por cento de pior desempenho nos três anos após o lançamento.

Neste contexto, Zielinski (2013) reuniu selecionados estudos acerca do mercado de capitais, demonstrando que a longo prazo baixa performance é um fenômeno amplamente existente e sua magnitude muda ao longo do tempo. Além disso, o trabalho discute brevemente as razões mais importantes para o fraco desempenho das ações IPO e aponta para os possíveis *drivers* de seus retornos excedentes negativos.

Uma explicação diz respeito ao gerenciamento de resultados contábeis por parte dos gestores no momento do lançamento das ações usufruindo da assimetria informacional existente entre gestores e *stakeholders*, o que devido às reversões destes acréscimos discricionários, acarretaria em mau desempenho no longo prazo pós-IPO.

Esta pesquisa é de suma importância para o campo teórico acerca do gerenciamento de resultados e baixo desempenho de longo prazo em IPOs, pois, enfatiza a preocupação de pesquisadores em todas as partes do mundo acerca desta temática e, deixa claro ainda, que o fenômeno de baixo desempenho das empresas IPO é realidade em todo o mundo.

Corroborando Teoh, Wong e Rao (1998), enfatizam que a contabilidade fornece discrição aos gestores no relato dos resultados. Esta permite que os relatórios contábil-financeiros possam refletir informações gerenciais sobre as condições econômicas subjacentes com mais precisão do que é possível com uma regra de comunicação estritamente mecânico-normativa. No entanto, se em algumas circunstâncias, os gestores desejam enganar os investidores, a discrição proporciona maior espaço para obscurecer o verdadeiro desempenho da empresa subjacente. Os incentivos para gerenciar resultados podem ser especialmente fortes quando a empresa planeja vender ações para o mercado, como em uma oferta pública inicial (IPO).

Para testar o oportunismo, também foi utilizado o modelo de Jones modificado. Verificou-se que apenas as empresas IPO no quartil agressivo (com maiores acumulações

discricionárias) consistentemente apresentam baixa performance no longo prazo. Ambas mediana e médias são estatisticamente significativamente negativas em cada um dos seis anos e uma maioria significativa das empresas IPO apresenta fraco desempenho no longo prazo. Além disso, uma grande maioria (65 %) das empresas IPO agressivos tem ganhos acumulados menores do que empresas não-emissoras.

Os altos resultados apresentados em momentos que precedem o IPO não são sustentados posteriormente quando os acréscimos são desfeitos (com as reversões dos *accruals* relativos ao gerenciamento). Esta explicação é consistente com os resultados combinados que acumulações anormais são altas no ano da emissão, e que altos acréscimos anormais preveem baixos ganhos e retornos futuros para o mercado de ações.

Loughran, Ritter e Rydqvist (2013) discutem as evidências sobre o desempenho de curto e longo prazo quando da abertura de capital em muitos países. Diferenças nos retornos iniciais médios são analisadas em termos de regulamentos vinculativos, mecanismos contratuais e características das empresas que vão a público.

Evidência sugere que as empresas com sucesso em suas ofertas públicas com altas valorizações para os períodos próximos a oferta pública de ações, se caracterizam com investidores recebendo baixos retornos no longo prazo. Implicações para os investidores, emitentes e reguladores também são discutidas tendo em vista ser de suma importância para o mercado como um todo, eventos como os IPOs.

Coakley, Hadass e Wood (2004) também pesquisaram o declínio de longo prazo no desempenho pós-IPO das empresas em várias economias avançadas. Jain e Kini (1994) e (1995), Mikkelson, Partch e Shah (1997) e Teoh, Welch, e Wong (1998) fornecem evidência para os EUA, Pagano, Panetta e Zingales (1998) para a Itália, Khurshed, Paleari e Vismara (2003) para o Reino Unido, e Cai e Wei (1997) e Kutsuna, Okamura, e Cowling (2002) para o Japão.

Todos estes estudos constataram que as empresas IPO apresentam uma diminuição do retorno operacional sobre ativos e fluxos de caixa operacionais padronizados pelos ativos em relação aos seus níveis pré-IPO. Os resultados do trabalho para a regressão *cross-section* indicam uma relação significativamente negativa entre retornos iniciais e retornos operacionais pós-IPO nos anos que não configuraram a bolha econômica, ou seja, o desempenho baixo no longo prazo das empresas IPO são realidade tanto em tempos de crise como em tempos de estabilidade econômica.

Não menos importante, Lo (2008) elucida em seu trabalho que entre os tópicos de pesquisa em contabilidade e finanças, nenhum é talvez mais provocante do que o

gerenciamento de resultados contábeis. O artigo é baseado em comentários debatedores preparados e apresentados em uma sessão simultânea em gerenciamento de resultados na Reunião Anual de 2004 da Associação Americana de Contabilidade e a Conferência da Revista de Contabilidade e Economia de 2006.

O autor enfatiza que os gestores e conselhos de diretores são protegidos pela regra "julgamento", termo que faz com que seja difícil encontrar os responsáveis pelas más decisões tomadas. Em contraste, os *accruals* e outras manipulações contábeis estão sujeitos a exame por auditores e potencialmente por contadores forenses e ainda pelos tribunais, que têm padrões de contabilidade como *benchmarks* definidos pelo mercado.

É importante destacar neste âmbito que esta pesquisa é de suma importância para a academia, tendo em vista a discussão sobre o tema gerenciamento de resultados que coloca em pauta a finalidade principal da contabilidade de servir como plataforma informacional segura. Esta conjectura é paralela a estudos e eventos que acontecem atualmente e que investigam se o processo contábil têm gerado informações de qualidade e relevantes para a tomada de decisões de seus usuários em geral, internos e externos.

Neste âmbito, Ball e Shivakumar (2008) também pesquisaram o gerenciamento de resultados contábeis próximo aos períodos em que as empresas realizam IPOs no Reino Unido. Objetivou-se examinar o mercado e os aspectos regulamentares quanto à qualidade das demonstrações contábil-financeiras e sua divulgação ao mercado.

Devido à elevada demanda por informações contábil-financeiras, os gestores estariam propensos a manipular os números contábeis na intenção de prover o mercado com informações contábil-financeiras de qualidade, o que seria possível devido à assimetria de informações existente entre gestores e *stakeholders*.

Os resultados foram consistentes com a hipótese de que, na média, as empresas gerenciam seus resultados contábeis para melhorar a qualidade das demonstrações contábil-financeiras antes de um IPO, melhorando suas informações contábil-financeiras. Cabe destacar ainda que, para se precaver dessa ação oportunista os investidores devem exigir maior transparência dos resultados evidenciados pelos gestores, contexto da governança corporativa no cenário econômico atual.

Alhadab, Clacher e Keasey (2013) analisam a relação entre o gerenciamento de resultados com decisões reais e artificiais em IPOs e o risco de falha dessas empresas. Realizam uma regressão transversal para cada ano, utilizando o modelo sugerido por Kothari, Leone e Wasley (2005), o Modelo de *Performance-Matching*, a fim de controlar o desempenho, uma vez que esta variável pode enviesar a estimativa das acumulações

discricionárias. Finalmente, e de acordo com estudos anteriores (por exemplo, Friedlan (1994) e Teoh, Welch e Wong (1998)), encontram indícios de acumulações discricionárias positivas significativas no IPO.

Elucidam que as empresas IPO, portanto, gerenciam ganhos para cima durante o ano que marca e no ano pós-IPO. Desmembrando a amostra entre empresas com maiores e menores níveis de gerenciamento e realizando regressão utilizando variáveis de controle definidas na literatura, os autores evidenciam também que as empresas IPO com altos níveis de gerenciamento de resultados durante o ano IPO têm uma maior probabilidade de falha/menor sobrevivência nos períodos subsequentes. Também examinou-se o desempenho e retorno das ações pós-IPO e encontraram evidências de que o gerenciamento de resultados (real e artificial) está associado com o mau desempenho pós-IPO.

Por fim, Hansen e Jorgensen (2010) enfatizam que há especialmente duas áreas dentro dos IPOs que causam admiração por pesquisadores de todo o mundo; as evidências de *underpricing* inicial e o fraco desempenho de longo prazo. Neste âmbito, os autores analisaram o *underpricing* e o desempenho de longo prazo de ofertas públicas iniciais (IPOs) na Escandinávia, no período de 1997-2006. A maioria das pesquisas anteriores é baseada em dados empíricos dos EUA, onde o foco do desempenho de longo prazo é sobre o retorno das ações. Os autores pretenderam encontrar evidências de retorno inicial positivo entre as empresas escandinavas IPO. Adicionalmente, os autores testaram o desempenho operacional de longo prazo, com o uso de variáveis contábeis específicas, em comparação com as empresas privadas.

Os resultados documentam desempenho anormal negativo de retorno dos ativos nos anos pós-IPO, e o resultado é robusto a diferentes métodos de ensaio. Um aumento substancial para o Ativo Total no ano de listagem foi encontrado, após o qual as empresas IPO mostram tendências de crescimento normais. Para as vendas também era esperado que as mesmas aumentassem após a listagem, o que também é apoiado pelos resultados. No ano do IPO, porém, as vendas não mostram um grande desempenho anormal. Finalmente, esta amostra também fornece resultados válidos sobre o desempenho anormal em renda (ROA utilizado como *proxy*) e EBITDA, que são negativos como esperado.

2.3.7 *Pesquisas nacionais relacionadas a gerenciamento de resultados e ofertas públicas iniciais de ações*

Paulo (2006) verificou a relação entre a oferta pública de ações e o nível de discricionariedade dos resultados contábeis. O estudo foi realizado nas companhias abertas brasileiras que efetuaram ofertas de ações no período de 2000 a 2003, através da utilização dos modelos para detecção de gerenciamento de resultados e de testes de hipóteses, com o intuito de analisar a existência de comportamentos diferentes de *accruals* discricionários ao longo do período observado.

A literatura apresenta evidências de que os administradores têm incentivos para alavancar seus resultados antes do lançamento de títulos no mercado de capitais, bem como estimular a elevação dos preços das ações para incrementar o aporte de recursos financeiros dos seus novos investidores. Utilizou-se a abordagem empírica através da aplicação de modelos econométricos descritos na literatura que medem os *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) como o Modelo de Jones (1991) e o Modelo de Jones Modificado (1995).

Entretanto, apesar da existência de evidências empíricas internacionais no sentido de que existe gerenciamento de resultados entre as companhias abertas em momentos que precedem e marcam o lançamento, no estudo não foi estatisticamente constatado que as empresas gerenciam seus resultados no ano do lançamento, sendo constatado tal comportamento oportunista somente em momentos precedentes. É enfatizada ainda a importância de pesquisas acerca de eventos como os IPOs que são de extrema relevância para a economia, principalmente no contexto brasileiro, que recentemente têm vivido processo de desenvolvimento e profissionalização de seu mercado de capitais.

Já Aldrighi *et al* (2010) examinaram os fatores determinantes na decisão das empresas de realizaram ofertas públicas iniciais (IPOs) na Bovespa no período entre 2002 e 2007. Investigou-se a possível influência sobre essa decisão de diversas características econômico-financeiras *ex ante* das empresas, tais como: tamanho, gastos de investimento, crescimento das vendas, lucratividade, grau de endividamento, setor em que atuam e oportunidades de crescimento no setor. Foram analisadas ainda as escolhas dos empresários relacionadas ao formato dessas IPOs, como: i) segmento de listagem; ii) fração do maior acionista no capital votante da empresa após a IPO; e iii) a parcela de *free-float*. Por fim, verificou-se se há diferenças no desempenho e nas escolhas financeiras e de investimento antes e após o IPO.

Para identificar os fatores relevantes na ocorrência de um IPO, recorreu-se a modelos

econométricos em que as variáveis explicativas testadas foram o tamanho da empresa, seu grau de endividamento, a rentabilidade, as taxas de crescimento da receita, a taxa de investimento, o setor em que opera e as oportunidades de crescimento. Complementarmente, foram utilizados testes de média e outras estatísticas descritivas.

Destacam-se os seguintes resultados: (a) empresas maiores, mais lucrativas, com gastos de investimento mais elevados e maiores taxas de crescimento apresentam maior probabilidade de lançar um IPO; e (b) reestruturação financeira e diversificação da riqueza dos empresários não parecem ser motivações para os IPOs.

Trabalho também muito importante é o de Martinez (2001) que revela que um olhar panorâmico sobre a literatura acadêmica mundial em contabilidade e, principalmente, nos Estados Unidos poderá dar a impressão de que o gerenciamento de resultados ou "*Earnings Management*" se destaca como a área crítica do estudo contábil contemporâneo. De forma ilustrativa, cabe ressaltar que, nos "*Top Journals*" em contabilidade como: *The Accounting Review; Journal of Accounting and Economics e Journal of Accounting Research* a expressão "*Earnings Management*" têm aparecido com grande frequência nos títulos dos artigos publicados.

A tese teve o objetivo principal de demonstrar empiricamente que as empresas abertas no Brasil gerenciam seus resultados contábeis como resposta a estímulos provenientes do mercado de capitais. Utilizou-se o Modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) – Modelo KS para estimar as acumulações discricionárias e pode-se verificar que as empresas brasileiras com resultados muito ruins os manejam de forma que possam piorá-los ainda mais, visando melhores resultados no futuro.

No que tange desempenho no mercado, pode-se elucidar que empresas que manejam artificialmente seus resultados conseguem seduzir seus investidores no curto prazo, entretanto, no longo prazo, o mercado identifica as práticas realizadas e essas ações são penalizadas com piores desempenhos acumulados no longo prazo, com as reversões das práticas artificiais (*accruals* discricionários) adotadas. A pesquisa tem importantes implicações para diversos agentes envolvidos com o mercado de capitais, dentre eles: investidores, autoridades reguladoras, gestores, auditores e advogados.

Já Paulo, Martins e Corrar (2007) objetivaram verificar se a análise do diferimento tributário aumenta significativamente a detecção do gerenciamento de resultados nas empresas abertas brasileiras. Percebeu-se que algumas pesquisas apresentam evidências significativas de gerenciamento de resultados por meio do diferimento (ativo e passivo) de tributos, e os usuários das informações contábil-financeiras podem verificar tal prática

analisando o diferimento tributário. Por conseguinte, por meio da utilização dos modelos de Jones Modificado (1995) e Kang e Sivaramakrishnan (1995), foi verificado se existe aumento do poder preditivo na detecção do gerenciamento de resultados com a inclusão da análise do diferimento de tributos.

A pesquisa desenvolveu-se nos setores de mineração, siderurgia, metalurgia, e têxtil, durante o período de 2000 a 2004. As evidências sugerem que, para a análise efetuada nos setores e no período especificado, a inclusão da análise do diferimento dos tributos não contribui positivamente para uma melhoria na detecção do gerenciamento de resultados em seus diversos contextos. De acordo com os autores, uma das causas desse fato pode ser explicada pelo uso da flexibilidade propiciada pelo método parcial do diferimento dos tributos, o que conduziria a uma mensuração oportunista por meio do seu não reconhecimento, sendo evidenciado somente em notas explicativas anexas aos relatórios contábil-financeiros.

Neste cenário, Baptista (2008) delineou o perfil das empresas brasileiras com maior propensão ao gerenciamento de resultados contábeis. Foi investigado se existe um padrão de *accruals* discricionários entre categorias de variáveis qualitativas e quantitativas que representam os incentivos das empresas a praticar o gerenciamento de resultados.

As variáveis analisadas incluíram indicadores econômicos, de mercado, medidas de concentração acionária e tamanho, além de características relacionadas à governança, relacionamento com a auditoria, remuneração de executivos, captação de recursos em bolsa de valores estrangeira e sanção do órgão regulador responsável.

Três modelos para estimação dos *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) foram utilizados na pesquisa. Dentre esses modelos destaca-se o modelo de Jones (1991), o qual estima os *accruals* discricionários a partir dos *accruals* totais (obtidos pelo enfoque do Balanço).

Percebeu-se que maiores níveis de *accruals* podem estar associados a empresas com maiores expectativas de crescimento, maior exposição ao risco e menor concentração acionária. Quanto às variáveis rentabilidade patrimonial e operacional, endividamento e rentabilidade do acionista, maiores valores de *accruals* foram associados tanto a menores como a maiores níveis destas variáveis. Verificou-se que são mais propensas a praticar gerenciamento de resultados contábeis as empresas não listadas nos segmentos especiais da Bovespa, que não apresentam programas de ADR e que têm planos de remuneração variável como opções de ações, entre outros.

Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) investigaram o gerenciamento de resultados em IPOs e o papel de gestores de capital de risco (*private equity/venture capital* – PE/VC) em dificultar tal prática, pois, investidores de capital de risco têm incentivos para forçar suas empresas investidas a manter boas práticas de governança corporativa, mesmo depois do IPO.

Para estimar as acumulações discricionárias, os autores usaram três diferentes modelos econométricos: o *Modelo de Jones* (Jones, 1991), o *Modelo de Jones Modificado* (Dechow, Sloan e Sweeney, 1995), e o *Modelo de Jones Modificado com ROA* (Retorno sobre Ativos) (Kothari, Leone e Wasley, 2005) com dados no formato *cross-sectional*. Ao analisar o GR, os autores percebem que as empresas investidas por PE/VC e as empresas não investidas por PE/VC deveriam ser tratadas como amostras diferentes. Ao dividir a amostra, o R2 aumenta significativamente para ambas as sub-amostras. Para os IPOs de empresas com investimento de PE/VC, o GR é marginal, geralmente relacionado às características das empresas e pouco relacionado às fases do IPO. De forma diferente, para os IPOs de empresas não investidas por PE/VC o GR é significativo, geralmente relacionado às fases do IPO e pouco relacionado às características das empresas.

Por fim, Galdino (2010) faz uma listagem dos processos de abertura de capital ocorridos recentemente na BMF&BOVESPA e analisa sob o ponto de vista da companhia, classificando as ofertas públicas iniciais e fazendo uma revisão teórica acerca do processo e das etapas que o compõe. Do ponto de vista do investidor individual verifica o desempenho das ofertas e a atratividade de uma possível operação com papéis que estão estreando na bolsa. Verificou-se que o desempenho médio das ações das empresas IPO fica sempre aquém do Ibovespa (índice utilizado pelo autor para comparar os retornos das ações no mercado para com os retornos das ações das empresas IPO) em todos os períodos. Observou-se que os IPOs valorizaram menos que o Ibovespa nos períodos de alta e desvalorizaram mais que o Ibovespa nos períodos de baixa.

3 METODOLOGIA

Apresentado à introdução, caracterização do problema, objetivos geral e específicos, hipóteses, relevância e referencial teórico, pretende-se, neste tópico, apresentar os procedimentos metodológicos a serem utilizados na pesquisa.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A metodologia utilizada na pesquisa é classificada quanto aos objetivos como *descritiva*, uma vez que, procura-se analisar e descrever o nível de *accruals* e o desempenho de empresas que realizaram IPO no Brasil entre 2002 e 2010. Pretende-se descrever ainda aspectos sobre a possível prática de gerenciamento de resultados contábeis adotada pelos gestores destas empresas.

Esta pesquisa pode ser classificada ainda como *explicativa*, uma vez que pretende-se, além de identificar e descrever o desempenho e o nível de *accruals*, buscar explicar fatores motivacionais, consequências e outros dados de suma importância acerca do tema abordado.

Quanto às estratégias de pesquisa, se classifica como *documental e quantitativa*, uma vez que, pretende-se através da análise dos demonstrativos contábil-financeiros das entidades, verificar se as mesmas gerenciam seus resultados contábeis usufruindo dos *accruals* em momentos que precedem ou marcam o lançamento das ações e se apresentam desempenho inferior no longo prazo fruto das reversões do gerenciamento.

Para Martins e Theóphilo (2008), esse tipo de estudo busca descrever os fenômenos estudados, ou seja, tem como principal objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno, e até mesmo estabelecer relações entre as variáveis investigadas. Já para Beuren (2008) a pesquisa descritiva se caracteriza como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou melhor, não é tão preliminar como a primeira nem tão aprofundada quanto à última.

Os documentos consultados serão as demonstrações divulgadas pelas entidades objeto de estudo, caracterizadas como fontes primárias de materiais, que não receberam tratamento por outras pessoas e a partir desses documentos, aplicar conceitos de inferência estatística para testar estatisticamente as hipóteses apresentadas, utilizando desta forma, conceitos e técnicas quantitativas. Caracteriza-se ainda como uma pesquisa *bibliográfica* na busca de suporte teórico para realização da investigação.

Pesquisa bibliográfica esta amparada por livros, artigos, teses e dissertações. Beuren (2008) enfatiza que a pesquisa bibliográfica se caracteriza como uma pesquisa desenvolvida com base em fontes secundárias, que constituem material já elaborado, principalmente livros, teses, dissertações e artigos científicos. É importante destacar que a pesquisa bibliográfica alimenta o referencial teórico que serve de base para a pesquisa.

Pesquisa documental, caracterizada pelos demonstrativos publicados pelas entidades objeto de estudo. Para Martins e Theóphilo (2009), pesquisa documental é característica dos estudos que utilizam documentos como fonte de dados, informações e evidências. Elucidam ainda que a pesquisa documental emprega fontes primárias, isso considerado como materiais compilados pelo próprio autor do trabalho, que não foram objeto de análise, ou ainda que podem ser reelaborados de acordo com os propósitos da investigação.

O tratamento dos dados será realizado utilizando técnicas estatísticas e, como geralmente acontece empiricamente, a validação dos resultados será apoiada nos parâmetros estatísticos de significância adotados nas ciências sociais aplicadas como a contabilidade. Trata-se de uma abordagem positiva utilizando ainda de modelos estatísticos com regressões para análise dos dados obtidos.

A escolha da regressão se deve ao fato de que a mesma se caracteriza como uma técnica muito utilizada por pesquisadores, principalmente internacionais, de dependência confirmatória, que objetiva estudar o comportamento de uma variável dependente/explicada em função de uma ou mais variáveis independentes/explicativas, a fim de que seja analisada: (i) a influência relativa de cada uma delas; (ii) investigação da dependência entre as variáveis; e (iii) elaboração de previsões acerca da temática investigada (GUJARATI e PORTER, 2011).

3.2 PROCEDIMENTOS DE AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS

Alguns critérios para a seleção das empresas que irão compor a amostra são definidos a seguir e, é importante destacar que todos estes critérios são definidos objetivando o sucesso da investigação, ou seja, para que robustas inferências possam ser realizadas.

Critérios para seleção das empresas e coleta de dados:

1. Os dados coletados se referem às demonstrações contábil-financeiras das empresas que realizaram IPO entre os anos de 2002 e 2010, sendo coletados dados destas empresas entre os anos de 2001 e 2013. O período escolhido justifica-se pelo fato de que entre os anos de 2000 e

2002 muitos eventos de suma importância contribuíram para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro como a criação do Novo Mercado em 2000, fato estreitamente relacionado à governança corporativa e ainda à reforma da lei que disciplina as atribuições e responsabilidades da CVM, órgão responsável por regulamentar o mercado de títulos no Brasil, em 2002. Cabe ressaltar ainda a necessidade de se analisar no longo prazo o desempenho das entidades que realizaram IPOs procurando verificar se as mesmas apresentaram baixo desempenho fruto das reversões do gerenciamento praticado no momento do lançamento das ações, sendo, por este motivo, o fechamento do período analisado, em 2010.

2. Os dados contábeis utilizados serão aqueles divulgados trimestralmente e anualmente, disponíveis no sistema Economática®, que serão tabulados com o auxílio do *software* Microsoft Excel®. Para análise estatística será utilizado o *software* STATA®.

3. Consideraram-se somente aqueles IPOs de empresas que disponibilizaram suas demonstrações contábil-financeiras de forma consecutiva em anos anteriores e posteriores ao lançamento.

4. Empresas com dados insuficientes, ou seja, quando o nível de divulgação não permitir o cálculo dos *accruals* serão excluídas da amostra.

5. A coleta dos dados compreenderá os demonstrativos contábil-financeiros das empresas listadas na Bovespa e seus prospectos de IPOs, sendo obtidos dados nos sites da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da BM&FBovespa e sites institucionais, além da utilização do banco de dados Economática®.

6. Serão excluídas as ofertas realizadas por instituições financeiras, pois estas instituições têm características, transações e controles diferenciados das empresas dos demais segmentos. Este mesmo padrão foi observado em trabalhos como os de Hochberg (2011) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).

Como critério para essa exclusão, foi utilizada a classificação setorial da BM&FBovespa, eliminando-se todas as empresas do setor econômico “Financeiro e Outros”. Este setor é composto pelos seguintes segmentos de atuação: Bancos, Sociedades de Crédito e

Financiamento, Sociedades de Arrendamento Mercantil, Securitizadoras de Recebíveis, Seguradoras, Exploração de Imóveis, *Holdings* Diversificadas, Fundos e Outros.

Assim sendo, foram excluídas 32 empresas que realizaram ofertas públicas iniciais no período de 2002 a 2010 caracterizadas como instituições financeiras ou empresas de exploração de imóveis. As empresas que abriram o capital no período analisado e que foram excluídas de acordo com esse critério são: Porto Seguro, Banco Nossa Caixa, Brasilagro, GP Investments, Lopes Brasil, Iguatemi Shopping, Banco Pine, BR Malls, Banco Sofisa, Tarpon Investment Group, Paraná Banco, Banco Cruzeiro do Sul, Banco Daycoval, Banco Indusval, Redecard, Invest Tur, Banco Patagônia, Banco ABC Brasil, Multiplan, General Shopping, Sulamerica, BicBanco, Bovespa Holding, BrBrokers, Banco Panamericano, BMF, VisaNet, Banco Santander, Cetip, Aliansce, BRPropert e BRInsurance. As empresas Cosan e Dufrybras foram excluídas em função da não disponibilidade de dados trimestrais completos e consecutivos. Já as empresas Satibel e Terna Part., foram excluídas por terem sido incorporadas ou compradas por outras empresas logo após o IPO. A amostra final compõe-se de 92 empresas.

Destarte, as empresas que compõem a amostra estão inseridas na Tabela 1.

Tabela 1. Amostra com empresas que realizaram IPO no período de 2002 a 2010.

Seq.	Empresas	Listagem na Oferta	Classificação Setorial (Segmento)	Preço por Ação (Lçto.)	Início de Negociação	Volume Total Captado (R$)
1	CCR	NM	Exploração de Rodovias	R$ 20.70	01/02/02	351,000,000
2	NATURA	NM	Prod. de Uso Pessoal	R$ 36.50	26/05/04	768,120,637
3	GOL	N2	Transporte Aéreo	R$ 26.57	24/06/04	878,138,500
4	ALL AMER LAT	N2	Transporte Ferroviário	R$ 46.50	25/06/04	588,225,000
5	CPFL ENERGIA	NM	Energia Elétrica	R$ 17.22	29/09/04	820,962,174
6	GRENDENE	NM	Calçados	R$ 31.00	29/10/04	616,900,000
7	DASA	NM	Serv. Méd. Hospitalares	R$ 20.00	19/11/04	437,384,020
8	RENAR	NM	Alimentos Diversos	R$ 1.60	28/02/05	16,000,000
9	SUBMARINO	NM	Produtos Diversos	R$ 21.62	30/03/05	472,937,500
10	LOCALIZA	NM	Aluguel de Carros	R$ 11.50	23/05/05	264,802,738
11	TAM S/A	N2	Transporte Aéreo	R$ 18.00	14/06/05	548,488,800
12	ENERGIAS BR	NM	Energia Elétrica	R$ 18.00	13/07/05	1,184,702,724
13	OHL BRASIL	NM	Exploração de Rodovias	R$ 18.00	15/07/05	495,999,990
14	UOL	N2	Programas e Serviços	R$ 18.00	16/12/05	624,680,586
15	COPASA	NM	Água e Saneamento	R$ 23.50	08/02/06	813,461,524
16	VIVAX	N2	Televisão Por Assinat.	R$ 24.50	08/02/06	529,200,000
17	GAFISA	NM	Construção Civil	R$ 18.50	17/02/06	926,988,750
18	COMPANY	NM	Construção Civil	R$ 16.00	02/03/06	281,600,000
19	TOTVS	NM	Programas e Serviços	R$ 32.00	09/03/06	460,000,000
20	EQUATORIAL	N2	Energia Elétrica	R$ 14.50	03/04/06	540,270,000
21	ABNOTE	NM	Serviços Diversos	R$ 17.00	27/04/06	480,434,790
22	CSU CARDSYST	NM	Serviços Diversos	R$ 18.00	02/05/06	340,972,578
23	LUPATECH	NM	Motores e Compressor.	R$ 22.00	15/05/06	452,740,024
24	DATASUL	NM	Programas e Serviços	R$ 18.00	02/06/06	317,012,508
25	MMX MINER	NM	Minerais Metálicos	R$ 815.00	24/07/06	1,118,895,570
26	ABYARA	NM	Construção Civil	R$ 25.00	27/07/06	163,770,250

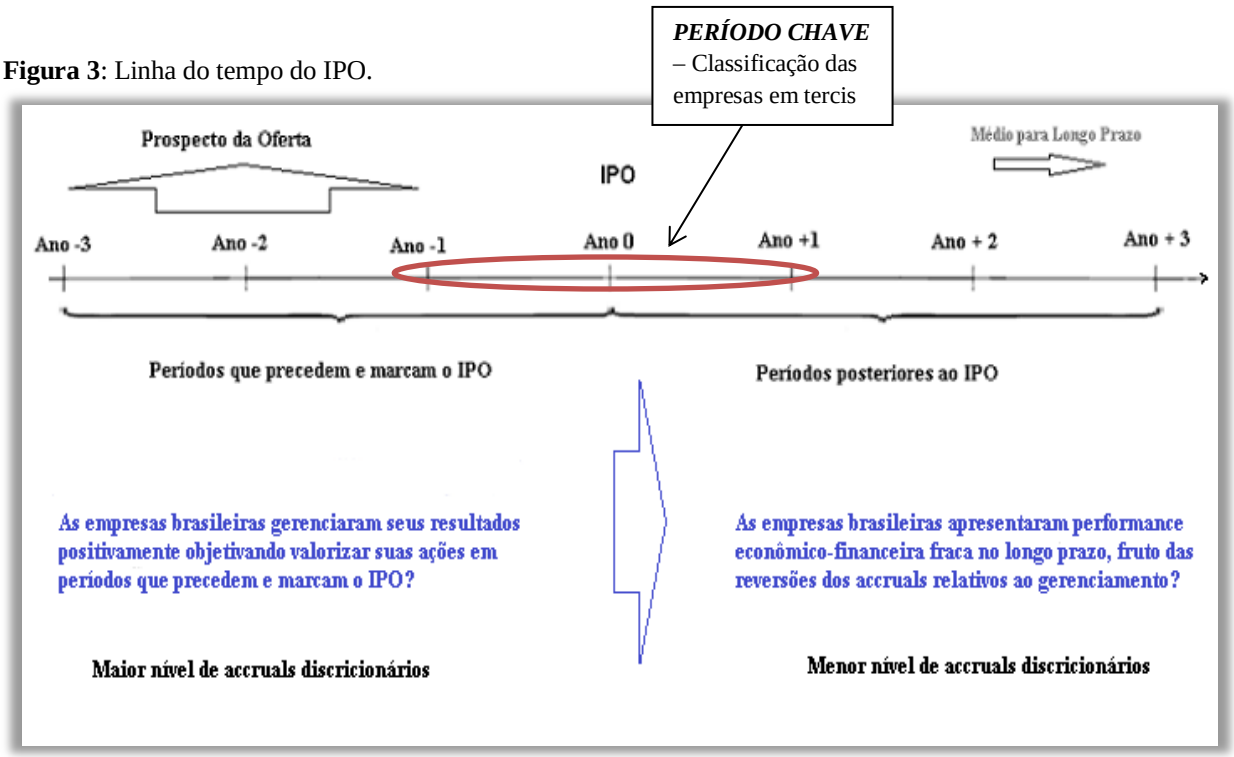
27	MEDIAL SAUDE	NM	Serv. Méd. Hospitalares	R$ 21.50	22/09/06	742,287,328
28	KLABINSEGALL	NM	Construção Civil	R$ 15.00	09/10/06	527,347,500
29	SANTOS BRAS	N2	Serv. Apoio e Armazen.	R$ 23.00	13/10/06	933,402,100
30	M.DIASBRANCO	NM	Alimentos Diversos	R$ 21.00	18/10/06	410,766,300
31	BRASCAN RES	NM	Construção Civil	R$ 16.00	23/10/06	1,188,000,000
32	PROFARMA	NM	Medicamentos	R$ 22.50	26/10/06	401,062,500
33	ECODIESEL	NM	Exploração e/ou Refino	R$ 12.00	22/11/06	378,932,220
34	ODONTOPREV	NM	Serv. Méd. Hospitalares	R$ 28.00	01/12/06	522,031,244
35	POSITIVO INF	NM	Computadores e Equip.	R$ 23.50	11/12/06	604,112,150
36	PDG REALT	NM	Construção Civil	R$ 14.00	26/01/07	648,394,600
37	RODOBENSIMOB	NM	Construção Civil	R$ 19.50	31/01/07	448,500,000
38	CC DES IMOB	NM	Construção Civil	R$ 14.50	31/01/07	521,999,986
39	TECNISA	NM	Construção Civil	R$ 13.00	01/02/07	791,303,084
40	SAO MARTINHO	NM	Alimentos Diversos	R$ 20.00	12/02/07	423,680,000
41	GVT HOLDING	NM	Telefonia Fixa	R$ 18.00	16/02/07	1,076,400,000
42	ANHANGUERA	N2	Serviços Educacionais	R$ 18.00	12/03/07	512,325,000
43	JBS	NM	Carnes e Derivados	R$ 8.00	29/03/07	1,616,750,400
44	EVEN	NM	Construção Civil	R$ 11.50	02/04/07	460,000,000
45	FER HERINGER	NM	Fertilizantes e Defensivos	R$ 17.00	12/04/07	349,577,358
46	JHSF PART	NM	Construção Civil	R$ 8.00	12/04/07	432,400,000
47	METALFRIO	NM	Equipamentos Elétricos	R$ 19.00	13/04/07	452,950,500
48	BEMATECH	NM	Computadores e Equip.	R$ 15.00	19/04/07	406,630,050
49	CR2	NM	Construção Civil	R$ 20.00	23/04/07	307,575,000
50	AGRA INCORP	NM	Construção Civil	R$ 8.50	26/04/07	786,037,500
51	CREMER	NM	Medicamentos	R$ 17.50	30/04/07	551,631,500
52	WILSON SONS	BDR	Serv. de Apoio e Armaz.	R$ 23.77	30/04/07	705,969,000
53	INPAR S/A	NM	Construção Civil	R$ 17.50	06/06/07	756,000,000
54	SLC AGRICOLA	NM	Alimentos Diversos	R$ 14.00	15/06/07	490,043,750
55	LOG-IN	NM	Transporte Hidroviário	R$ 14.25	21/06/07	848,246,654
56	EZTEC	NM	Construção Civil	R$ 11.00	22/06/07	542,145,813
57	MARFRIG	NM	Carnes e Derivados	R$ 17.00	29/06/07	1,020,510,000
58	TEGMA	NM	Transporte Rodoviário	R$ 26.00	03/07/07	603,980,000
59	MINERVA	NM	Carnes e Derivados	R$ 18.50	20/07/07	444,000,000
60	MRV	NM	Construção Civil	R$ 26.00	23/07/07	1,193,400,000
61	KROTON	N2	Serviços Educacionais	R$ 39.00	23/07/07	478,773,750
62	GUARANI	NM	Alimentos Diversos	R$ 13.50	23/07/07	665,758,062
63	TRIUNFO PART	NM	Exploração de Rodovias	R$ 9.50	23/07/07	513,000,000
64	SPRINGS	NM	Fios e Tecidos	R$ 19.00	27/07/07	655,500,000
65	PROVIDENCIA	NM	Materiais Diversos	R$ 15.00	27/07/07	468,750,000
66	ESTACIO PART	N2	Serviços Educacionais	R$ 22.50	30/07/07	446,940,000
67	COSAN LTD	BDR	Alimentos Diversos	R$ 21.05	17/08/07	275,016,440
68	TRISUL	NM	Construção Civil	R$ 11.00	15/10/07	330,281,050
69	TENDA	NM	Construção Civil	R$ 9.00	15/10/07	603,000,000
70	SEB	N2	Serviços Educacionais	R$ 33.00	18/10/07	412,500,000
71	MARISA	NM	Tecidos, Vest. e Calçados	R$ 10.00	22/10/07	506,000,000
72	AGRENCO	BDR	Alimentos	R$ 10.40	25/10/07	666,187,454
73	AMIL	NM	Serv. Méd. Hospitalares	R$ 14.00	29/10/07	1,400,700,000
74	HELBOR	NM	Construção Civil	R$ 11.00	29/10/07	251,832,053
75	LAEP	BDR	Laticínios	R$ 7.50	31/10/07	507,611,108
76	MPX ENERGIA	NM	Energia Elétrica	R$ 1,006.63	14/12/07	2,035,409,887
77	TEMPO PART	NM	Serv. Méd. Hospitalares	R$ 7.00	19/12/07	419,795,600
78	NUTRIPLANT	MA	Fertilizantes e Defensivos	R$ 10.00	13/02/08	20,701,000
79	HYPERMARCAS	NM	Produtos Diversos	R$ 17.00	18/04/08	612,390,099
80	LE LIS BLANC	NM	Tecidos, Vest. e Calçados	R$ 6.75	29/04/08	150,187,500
81	OGX PETROLEO	NM	Exploração e/ou Refino	R$ 1,131.00	13/06/08	6,711,662,763
82	TIVIT	NM	Programas e Serviços	R$ 15.00	28/09/09	574,566,690
83	DIRECIONAL	NM	Construção Civil	R$ 10.50	19/11/09	273,999,999
84	FLEURY	NM	Serv. Méd. Hospitalares	R$ 16.00	17/12/09	630,233,120
85	MULTIPLUS	NM	Programas de Fidelização	R$ 16.00	05/02/10	692,384,000
86	OSX BRASIL	NM	Máquinas e Equipamentos	R$ 800.00	22/03/10	2,450,400,000
87	ECORODOVIAS	NM	Exploração de Rodovias	R$ 9.50	01/04/10	1,368,028,500
88	MILLS	NM	Serviços Diversos	R$ 11.50	16/04/10	685,740,734
89	JULIO SIMOES	NM	Transporte Rodoviário	R$ 8.00	22/04/10	477,902,824
90	RENOVA	N2	Energia Elétrica	R$ 15.00	13/07/10	160,707,000
91	HRT PETROLEO	NM	Exploração e/ou Refino	R$ 1,200.00	25/10/10	2,481,000,000
92	RAIA	NM	Medicamentos	R$ 24.00	20/12/10	654,697,680

Fonte: Adaptado de BM&FBovespa, 2014.

É importante ressaltar ainda que os períodos a serem estudados compreendem o ano anterior à oferta (prospecto da oferta), o ano do IPO e três anos posteriores ao IPO. Sendo assim, será estabelecido como ano$_{-1}$ o ano anterior à oferta primária das ações, como ano$_0$ o ano do IPO e como ano$_{+1}$; ano$_{+2}$ e ano$_{+3}$ os três anos posteriores ao IPO. Os anos $_{-2}$ e $_{-3}$ não foram estudados em função da indisponibilidade de dados nestes períodos. Os prospectos de IPOs destes períodos não contém dados contábeis-financeiros trimestrais completos que possibilitem o cálculo dos *accruals*.

Para melhor compreensão dos períodos a serem estudados, na figura 3 é ilustrado o processo de IPO com respectivas datas e eventos importantes no que tange apuração do nível de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) e ainda, avaliação do desempenho econômico-financeiro das empresas.

Figura 3: Linha do tempo do IPO.



Fonte: Adaptado de Teoh, Welch e Wong (1998).

3.3 MÉTODOS PARA IDENTIFICAÇÃO DOS *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS

Uma série de questões que são de grande interesse para acadêmicos, reguladores e profissionais tem ocasionado uma demanda por pesquisa, dentre elas, a relevância, adequação e credibilidade das informações contábil-financeiras. No intuito de agregar mais informações

para os seus diversos usuários, a contabilidade incorporou, ao longo do tempo, uma série de conceitos econômicos para apresentar, de forma mais fidedigna, a realidade das empresas em seus relatórios, tais como: compreensibilidade, comparabilidade, verificabilidade e tempestividade (PAULO, 2007).

Destarte, a informação contábil objetiva apresentar, de forma fidedigna e imparcial, o verdadeiro desempenho econômico e financeiro da empresa. Considerando que os relatórios contábil-financeiros transmitem informações da empresa e de sua gestão aos *stakeholders*, as normas contábeis precisam permitir que os gestores usem de sua *expertise* para exercer julgamento sobre as demonstrações contábil-financeiras em prol do reporte da realidade empresarial de forma mais adequada (HEALY E WAHLEN, 1999).

Entretanto, o gerenciamento de resultados contábeis pode ser considerado uma estratégia de geração de lucro contábil que é realizada através da discrição administrativa sobre escolhas contábeis e fluxos de caixa. Desta forma, se caracteriza como um conjunto de atos que afetam o lucro contábil reportado ou sua interpretação, a partir das decisões de produção e investimentos, que, em parte determinam os lucros econômicos subsequentes, passando pela escolha do tratamento contábil, finalizando com ações que afetam a interpretação dos resultados reportados (RONEN E YAARI, 2008).

Esse desajuste da contabilidade e sua finalidade informacional na era atual tem impulsionado a demanda por dois tipos de pesquisa: i) sugestões de melhorias dos procedimentos contábeis objetivando melhores informações (Demonstrações Contábil-financeiras); e ii) compreensão do gerenciamento de resultados contábeis.

A manipulação das informações contábeis é considerada neste trabalho como um conjunto de práticas desenvolvidas pelos administradores, seja através das escolhas contábeis (EAM – *Accruals Earnings Management*) ou alteração das atividades operacionais (reais) normais da empresa (ERM – *Real Earnings Management*), com o objetivo de interferir, intencionalmente, na informação contábil reportada e, consequentemente, afetar a análise do desempenho da empresa ou influenciar as relações contratuais que dependam dos números contábeis. Entretanto, a manipulação da informação contábil pode ser classificada em: i) gerenciamento de resultados através das escolhas contábeis (*accruals*); ii) gerenciamento de resultados através das atividades operacionais (consequências reais – fluxo de caixa); e iii) manipulação classificatória das demonstrações contábil-financeiras.

A manipulação das atividades operacionais (reais) ocorre quando os gestores modificam as práticas operacionais normais (fluxos de caixa – ex. maior produção para diluição dos custos fixos; concessão temporária de descontos e envio de produtos a diversos

clientes) com o objetivo de alterar os números contábeis e, consequentemente, afetar a percepção dos *stakeholders* em relação ao seu desempenho e cumprimento dos contratos.

Quanto à manipulação classificatória das demonstrações contábil-financeiras, cabe destacar que é um tema pouco discutido na literatura acadêmica (Gramlich *et al* (2001) e Gordon e Joos (2004)) que tem impacto na mensuração dos ativos, passivos, patrimônio líquido, receitas e despesas, prejudicando, análises posteriores acerca da liquidez, endividamento, rentabilidade e alavancagem da empresa. Gramlich *et al* (2001), por exemplo, analisaram a reclassificação de obrigatoriedades de curto para o longo prazo. Outra recente possibilidade acerca desta prática diz respeito aos títulos híbridos que têm sido discutidos com frequência em função de sua complexidade classificatória e classificação de gastos operacionais como atividades de investimentos.

O gerenciamento de resultados pode também ocorrer quando os gestores utilizam do seu julgamento sobre as escolhas contábeis, em particular, sobre os *accruals*, para alterar os relatórios contábil-financeiros, modificando a avaliação de desempenho e influenciando relações contratuais (PAULO, 2007).

Os estudos vinculados ao gerenciamento de resultados contábeis relacionados à flexibilidade na adoção das normas e práticas contábeis (EAM – *Accruals Earnings Management* – com consequências artificiais), como este trabalho, decompõem os *accruals* da seguinte forma:

iii) *accruals* não discricionários (*nondiscretionary accruals* - NDA); e

iv) *accruals* discricionários (*discretionary accruals* - DA).

Os *accruals* não discricionários *(NDA)* serão aqueles que surgem das transações realizadas em um período e que são normais para uma entidade, dadas a sua performance, estrutura de financiamento, estratégia de negócios, convenções do seu setor e demais fatores políticos, sociais e econômicos. São inerentes às atividades da empresa. Já os *accruals* discricionários *(DA)* serão aqueles que surgem a partir de escolhas e tratamentos contábeis adotados com a finalidade de gerenciar resultados. São artificiais e teriam como objetivo somente manipular o resultado contábil-financeiro.

As *reversões* serão *accruals* originados de transações e eventos originados de períodos anteriores que precisam ser revertidos no período atual (RONEN E YAARI, 2008). Compreender as reversões é de extrema relevância, pois estas são responsáveis por "denunciar" as práticas oportunistas adotadas pelos gestores em períodos anteriores. Destarte, espera-se que quando do gerenciamento de resultados no momento do lançamento das ações

por parte das empresas, estas mesmas apresentem desempenho ruim no longo prazo, fruto das reversões do gerenciamento praticado em prol de uma avaliação positiva do mercado.

Inúmeras pesquisas nacionais e internacionais envolvendo gerenciamento de resultados contábeis – Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Kang e Sivamarakrishnan (1995), Burgstahler e Dichev (1997), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Healy e Wahlen (1999), Bartov *et al* (2002), Dechow, Richardson e Tuna (2003), Bartov e Mohanram (2004), Fuji (2004), Tukamoto (2004), Zendersky (2005) e Kothari, Leone e Wasley (2005), Paulo (2006), Bispo (2010), Alhadab, Clacher e Keasey (2013), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) - consideram os *accruals* discricionários como *proxy* do gerenciamento de resultados. Daí a importância de se utilizar tais técnicas na análise deste tema.

Outro fato que ilustra a importância da utilização dos *accruals* na detecção do gerenciamento de resultados diz respeito ao trabalho seminal de Martinez (2001) em que o mesmo afirma que, para qualquer teste envolvendo gerenciamento de resultados contábeis, é de extrema relevância mensurar a discricionariedade da gestão sobre as práticas contábeis adotadas. Neste contexto, Paulo (2007) elucida que os estudos envolvendo o comportamento dos *accruals* tem sido de grande importância também para outras linhas de pesquisas (*value relevance, disclosure*, regulação, etc), representando um dos principais pontos de discussão no meio acadêmico e profissional da área contábil atualmente.

Os *accruals* permitem que o resultado contábil reflita melhor o desempenho da empresa do que o fluxo de caixa. Surgem pela discrepância entre os movimentos nos fluxos de caixa (regime de caixa) e o reconhecimento contábil (regime da competência – em que as Demonstrações Contábeis-Financeiras são preparadas). Destarte, para estimar os *accruals* discricionários de uma empresa em um determinado período é necessário conhecer o valor dos *accruals* totais. Percebe-se que o valor dos *accruals* totais para uma empresa em determinado período será dado pela diferença entre o resultado contábil e o fluxo de caixa (equação 1). Contudo, estes *accruals* totais podem ser estimados também pelo denominado enfoque do balanço (equação 3). O enfoque do cálculo dos *accruals* totais com base nas mudanças em sucessivas contas patrimoniais está fundamentado no fato de que as mudanças no capital circulante líquido estão articuladas com os componentes de *accruals* de receitas e despesas na DRE (contas de resultado que participaram do cálculo do resultado contábil, mas não das disponibilidades). Cabe ressaltar que todas as contas de resultado possuem contrapartida nas contas patrimoniais (PAULO, 2007).

Sendo assim, na equação 3, o nível de *accruals* totais de uma empresa será dado pela diferença entre a variação no ativo circulante e nas disponibilidades (acumulações correntes positivas) diminuído da diferença entre a variação do passivo circulante e nos empréstimos e financiamentos de curto prazo (acumulações correntes negativas) diminuído da depreciação e amortização reconhecidas no período (acumulações não correntes).

A abordagem de estimação dos *accruals* mais utilizada na literatura, e também utilizada neste trabalho, é a baseada nas contas do Balanço Patrimonial (Healy (1985); DeAngelo (1986); Jones (1991); Dechow, Sloan e Sweeney (1995); Kang e Sivaramakrishnan (1995); Burgstahler e Dichev (1997), Teoh, Welch e Wong (1998) Healy e Wahlen (1999); Martinez (2001); Zendersky (2005); Pae (2005) e Almeida (2006); Bispo (2010), Alhadab, Clacher e Keasey (2013), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013)). A opção pelo método da mudança em sucessivas contas patrimoniais (Equação 3), que foi sugerido por Jones (1991) e segue sendo referência para os modelos que objetivam detectar o gerenciamento de resultados, também se deve ao fato de que, no Brasil, a demonstração dos fluxos de caixa não era obrigatória até a promulgação da lei 11.638/07, tornando-se necessário calcular os *accruals* totais pelas diferenças no Balanço Patrimonial.

Assim, procurando detectar se as empresas brasileiras gerenciaram seus resultados positivamente, objetivando valorizar seus papéis em períodos prévios e que marcam o lançamento das ações (IPO), no período de 2002 a 2010, serão tomadas como base metodológica e empírica as pesquisas realizadas por Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), McNichols (2000), Chi e Padgett (2002), Johnston e Madura (2002), Dechow, Richardson e Tuna (2003), Coakley, Hadass e Wood (2004), Kothari, Leone e Wasley (2005), Paulo (2006), Paulo (2007), Ball e Shivakumar (2008), Lo (2008), Aldrighi *et al* (2010), Alhadab, Clacher e Keasey (2013) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).

Por fim, os *accruals* totais, conforme proposto por Jones (1991), são calculados neste trabalho pela diferença entre a variação do ativo circulante (deduzida da variação em caixa e equivalentes de caixa em *t*) e a variação do passivo circulante (deduzida da variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo em *t*), diminuída pelo total de despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período analisado.

Desta forma, os *accruals* totais são encontrados a partir da seguinte equação:

$$ACT_{it} = ((\Delta AC_{it} - \Delta DISP_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta FCP_{it}) - (DEP_{it} + AMORT_{it})) \quad (3)$$

Em que:

ACT_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;

ΔAC_{it} = ativo circulante da empresa *i* no período *t* menos o ativo circulante do período *t-1*;

$\Delta DISP_{it}$ = disponibilidades da empresa *i* no período *t* menos as disponibilidades do período *t-1*;

ΔPC_{it} = passivo circulante da empresa *i* no período *t* menos o passivo circulante do período *t-1*;

ΔFCP_{it} = empréstimos e financiamentos de curto prazo da empresa *i* no período *t* menos os empréstimos e financiamentos de curto prazo do período *t-1*;

DEP_{it} = despesas de depreciação da empresa *i* no período *t*; e

$AMORT_{it}$ = despesas de amortização da empresa *i* no período *t*.

3.3.1 *Modelo de Jones Modificado (1995)*

O desafio de qualquer modelo no contexto do gerenciamento de resultados contábeis é sinalizar a melhor *proxy* que evidencia tal prática. O gerenciamento de resultados não é diretamente observável e objetivando medi-lo os modelos têm sido baseados em acumulações (a diferença entre o resultado contábil e o fluxo de caixa). Para o cálculo dos *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis) deve se levar em consideração que os *accruals* totais se dividem em *accruals* não discricionários (normais, regulares para a empresa) e *accruals* discricionários (artificiais e ligados aos incentivos para gerenciar resultados) (Equação 2).

Assim sendo, Jones (1991) - pesquisa considerada como grande marco na pesquisa empírica sobre gerenciamento de resultados levando em consideração a abordagem dos *accruals* - procurou sinalizar a melhor estimativa dos *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) elucidando que estes são obtidos pela diferença entre os *accruals* totais (TA) observados a partir das demonstrações contábil-financeiras e os *accruals* normais previstos pelo modelo para o mesmo período com o uso das observações referentes a cada variável analisada.

Neste sentido, os modelos para detecção do gerenciamento de resultados contábeis têm se preocupado em identificar o nível de *accruals* não discricionários (normais, regulares para a empresa) em cada período de tempo. Dado que os *accruals* totais podem ser observados para uma empresa *i* em cada período de tempo *t* (enfoque do fluxo de caixa – equação 1 ou enfoque do balanço patrimonial – equação 3), obtém-se o nível de *accruals* discricionários – *proxy* do gerenciamento de resultados, pela diferença entre os *accruals* totais observados e os *accruals* não discricionários previstos pelos modelos (equações 17 e 24, para os modelos de

Jones Modificado e de *Performance-Matching*, respectivamente). O nível de *accruals* discricionários é caracterizado assim como a parte não explicada dos *accruals* totais pelas variáveis dos modelos para detecção dos *accruals* não discricionários de uma empresa em determinado período de tempo.

Jones (1991) propôs um modelo (Equação 4) que estima os *accruals* não discricionários como variável dependente das variações das receitas e dos valores do ativo permanente. O entendimento é que o cálculo do componente não discricionário é ajustado para os efeitos de condições econômicas, através da utilização de variáveis de controle, representadas pela variação na receita e pelos investimentos em permanente. Os *accruals* correntes necessários para a empresa dependem das receitas (contas de resultado com contrapartida em contas no Ativo ou Passivo Circulante) e os *accruals* não correntes (contas de resultado com contrapartida em contas que não estão no circulante) dependem do montante do ativo permanente.

Contudo, antes de apresentar as equações do modelo proposto por Jones (1991), é importante destacar que, uma prática muito utilizada por pesquisadores nacionais e internacionais, inclusive por Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney (1995), diz respeito à padronização das variáveis que compõem o modelo de regressão estimado. As variáveis são ponderadas pelo ativo total do período anterior, objetivando deixá-las padronizadas, procurando-se suprimir o efeito tamanho e procurando ainda evitar problemas econométricos relacionados à heterocedasticidade, isto é, variância não constante em função da existência de valores muito discrepantes ao longo da amostra que compõem a investigação, uma vez que envolve entidades de porte e setores variados, com estruturas financeiras distintas.

Sendo assim, o modelo proposto por Jones (1991), para cálculo dos *accruals* não discricionários é dado por:

$$AND_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}(\Delta REC_{it}) + \beta_{2i}(AP_{it}) \quad (4)$$

Padronizado pelo ativo total do período anterior:

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REC_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) \quad (5)$$

Em que:

AND_{it} = *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

AT_{it-1} = ativo total da empresa *i* no período *t-1*;
ΔREC_{it} = receitas operacionais líquidas da empresa *i* no período *t* menos as receitas do período *t-1*;
AP_{it} = ativo permanente da empresa *i* no período *t*; e
α_i, β_{1i} *e* β_{2i} = parâmetros específicos para cada empresa (estimados pela Equação 7);

Neste âmbito, Jones (1991) sugere que os parâmetros (α_i, β_{1i} *e* β_{2i}) sejam estimados por meio da seguinte regressão:

$$ACT_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_{1i}(\Delta REC_{it}) + \hat{\beta}_{2i}(AP_{it}) + \upsilon_{it} \quad (6)$$

Padronizada pelo ativo total do período anterior:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \hat{\alpha}_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{1i} \left(\frac{\Delta REC_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \upsilon_{it} \quad (7)$$

Em que:
ACT_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;
AT_{it-1} = ativo total da empresa *i* no período *t-1*;
ΔREC_{it} = receitas operacionais líquidas da empresa *i* no período *t* menos as receitas do período *t-1*;
AP_{it} = ativo permanente da empresa *i* no período *t*; e
$\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_{1i}$ *e* $\hat{\beta}_{2i}$ = coeficientes estimados na regressão; e
v_{it} = termo de erro da regressão padronizado por AT_{it-1}.

Sendo que:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{(\Delta AC_{it} - \Delta DISP_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta FCP_{it}) - (DEP_{it} + AMORT_{it})}{AT_{it-1}} \quad (8)$$

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REC_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) \quad (9)$$

Os coeficientes estimados ($\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_{1i}$ *e* $\hat{\beta}_{2i}$) serão utilizados para calcular os *accruals* não discricionários. Consecutivamente, a diferença entre os *accruals* totais (ACT) e os *accruals*

não discricionários (AND) resultará na estimativa do valor dos *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis).

Desta forma:

$$\frac{AD_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} \quad (10)$$

Entretanto, no modelo de Jones (1991) os ajustes contábeis regulares/normais para a empresa são função do tamanho dos ativos que os geram e também ao incremento das receitas (*accruals* não discricionários). Desvios a estes comportamentos são captados pelo erro da estimativa, o que resultará em *accruals* discricionários. Assim sendo:

$$AD_{it} = v_{it} \quad (11)$$

Em que:

AD_{it} = *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*; e

v_{it} = termo de erro da equação 7 (padronizado pelo ativo total do período anterior).

Assim sendo, Jones (1991) assume em seu modelo que a variável receita não sofre manipulação. Com isso, o autor pode incorrer no erro de classificação dos *accruals* classificando *accruals* discricionários como não discricionários o que pode acarretar em inferências falsas acerca da temática estudada. Entretanto, boa parte da literatura sobre gerenciamento de resultados posterior ao artigo original de Jones (1991) levantou questionamentos sobre sua eficácia em identificar corretamente os *accruals* discricionários (DA) e buscou melhorá-lo. Neste sentido, foi dada origem ao Modelo de Jones Modificado e outros modelos.

Ao analisar o trabalho de Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995) verificaram que o mesmo assume que as receitas são não discricionárias e, se os resultados contábeis são gerenciados/manipulados por meio das receitas, então o modelo estará removendo inadequadamente parte do resultado gerenciado, que é representado pelos *accruals* discricionários. Dessa forma, as receitas totais também podem ter sido criadas ou reduzidas discricionariamente, em função do bem-estar ou função de utilidade dos gestores.

Objetivando a realização de inferências robustas nas análises empíricas, Dechow, Sloan e Sweeney (1995) consideraram uma versão modificada do modelo de Jones (1991). A modificação é realizada objetivando eliminar uma possível fonte de erro existente nesse modelo. As vendas também podem impulsionar o gerenciamento de resultados e, assim,

devem também ser incluídas no modelo. Como exemplo encontra-se uma situação em que os gestores usam sua discricionariedade para registrar no caixa o recebimento de determinadas receitas ao final do exercício contábil, sem que elas ainda tenham sido recebidas.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) ao contrário de Jones (1991), assumem que as receitas podem ser objeto de gerenciamento. A partir da hipótese de que é mais fácil para os gestores praticar a manipulação das informações contábeis através da rubrica de contas a receber do que através das vendas a vista, estes autores propõem a incorporação, ao modelo de Jones (1991) (Equação 7), da variável variação de contas a receber no período no qual se espera que o gerenciamento aconteça.

Entretanto, é importante destacar que a única modificação em relação ao Modelo de Jones (1991) refere-se ao incremento das receitas totais deduzidas do incremento ocorrido no período na rubrica de contas a receber. Sendo assim, pode-se expressar a sugestão de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) por meio da seguinte equação:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \hat{\alpha}_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{1i} \left(\frac{\triangle REC_{it} - \triangle CR_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Sendo que:

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{1i} \left(\frac{\triangle REC_{it} - \triangle CR_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) \quad (13)$$

Em que:

ACT_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t;*

AND_{it} = *accruals* não-discricionários da empresa *i* no período *t*;

AT_{it-1} = ativo total da empresa *i* no período *t-1*;

$\triangle CR_{it}$ = contas a receber da empresa *i* no período *t* menos o valor das contas a receber do período *t-1*;

$\triangle REC_{it}$ = receitas operacionais líquidas da empresa *i* no período *t* menos as receitas do período *t-1*;

AP_{it} = ativo permanente da empresa *i* no período *t*;

α_i, β_{1i} *e* β_{2i} = parâmetros específicos para cada empresa;

$\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_{1i}$ *e* $\hat{\beta}_{2i}$ = coeficientes estimados na regressão; e

ε_{it} = termo de erro da regressão padronizado por AT_{it-1}.

É importante destacar ainda que entende-se por contas a receber os valores provenientes das operações da empresa pela venda a prazo de mercadorias ou serviços, representando um direito a receber de seus clientes. São valores que estão diretamente relacionados com as receitas das empresas, devendo ser contabilmente reconhecidos somente por mercadorias vendidas ou por serviços executados até a data do balanço. Contra o reconhecimento de tal receita devem estar registrados o custo das vendas, pela baixa dos estoques, e as despesas a ela atinentes, tendo em vista o princípio de realização da receita (LOPES e MARTINS, 2007).

Importante destacar ainda que, inerente ao reconhecimento de uma Conta a Receber, tem-se a incerteza quanto ao recebimento de determinada venda. Ao fornecer crédito aos seus clientes, as entidades passam a correr sérios riscos que acabam gerando incerteza quanto à realização destes créditos. Sendo assim, para cobrir possíveis perdas estimadas quanto à cobrança das contas a receber, as empresas constituem uma estimativa de perdas para créditos de liquidação duvidosa.

O valor dessa estimativa pode variar, pois cada empresa tem aspectos peculiares a respeito de sua clientela, setor de atuação e situação do crédito em geral, além da própria conjuntura econômica nacional e internacional do momento. As empresas devem considerar todos esses fatores na estimativa do risco e na expectativa e reconhecimento destas prováveis perdas (LOPES e MARTINS, 2007). Neste âmbito, pode-se verificar que a mensuração e reconhecimento dessa estimativa é discricionária, podendo a empresa optar por maiores ou menores valores a serem contabilizados. Desta forma, é considerada por muitos pesquisadores como uma provável fonte de gerenciamento de resultados.

O modelo proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), apesar de ser uma versão modificada do modelo de Jones (1991), leva em consideração o fato de que o procedimento para cálculo dos *accruals* discricionários é o mesmo. Logo, serão utilizados os coeficientes estimados ($\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_{1i}\ e\ \hat{\beta}_{2i}$) para o cálculo dos *accruals* não-discricionários e, em seguida, o resultado da diferença entre os *accruals* totais (ACT) e os *accruals* não-discricionários (AND) resultará na estimativa do valor dos *accruals* discricionários (AD).

Assim sendo, o modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) ou Jones Modificado segue as seguintes etapas para aferir o nível de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) para cada empresa:

Calcula-se os *accruals* totais:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{(\triangle AC_{it} - \triangle DISP_{it}) - (\triangle PC_{it} - \triangle FCP_{it}) - (DEP_{it} + AMORT_{it})}{AT_{it-1}} \quad (14)$$

Em seguida, após a mensuração dos *accruals* totais deve-se utilizar os coeficientes estimados ($\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_{1i}$ *e* $\hat{\beta}_{2i}$) para a estimação dos *accruals* não discricionários, por meio da seguinte regressão:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \hat{\alpha}_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{1i} \left(\frac{\triangle REC_{it} - \triangle CR_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

Sendo que:

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{1i} \left(\frac{\triangle REC_{it} - \triangle CR_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) \quad (16)$$

A partir daí, o resultado da diferença entre os *accruals* totais (ACT) e os *accruals* não discricionários (AND) resultará na estimativa do valor dos *accruals* discricionários (AD). Percebe-se que, no modelo de Jones Modificado, os ajustes contábeis regulares são função do tamanho dos ativos que os geram, estando associados também ao incremento das receitas deduzidas do incremento em contas a receber. Desvios a estes comportamentos são captados pelo termo de erro (da equação 15), o que resultará em *accruals* discricionários.

Ou seja, a parte dos *accruals* totais (variável dependente) não explicada pelos *accruals* não discricionários (regulares/normais para a empresa), o termo de erro (ε_{it}), resultará na estimativa do valor dos *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) (Equação 15). Pode-se concluir então que:

$$\frac{AD_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} \quad (17)$$

Assim, na versão modificada do modelo de Jones (1991), tem-se que:

$$AD_{it} = \mathcal{E}_{it} \quad (18)$$

Em que:

AD_{it} = *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*; e

$\mathcal{E}_{it}$ = termo de erro da equação 15 (padronizado pelo ativo total do período anterior).

Ao ajustar o Modelo de Jones (1991) incluindo o gerenciamento das receitas, extraindo da parte não discricionária o gerenciamento praticado através da rubrica de contas a receber, é reduzido o problema de classificação atribuído àquele modelo, obtendo melhor desempenho no que tange erros de especificação (BAPTISTA, 2008).

Enfim, o Modelo de Jones Modificado, desenvolvido por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) vem sendo utilizado em grande parte das pesquisas relacionadas ao gerenciamento de resultados contábeis. Cabe destacar ainda que, pesquisas relevantes acerca do tema investigado, gerenciamento de resultados no âmbito das ofertas públicas de ações, tanto internacionalmente (Teoh, Welch e Wong, 1998; Teoh, Wong e Rao, 1998), como em contexto nacional (Paulo, 2006; Bispo, 2010; Gioielli, Carvalho e Sampaio, 2013) utilizaram este modelo.

Martinez (2001) assim como Tukamoto (2004) enfatizaram que com o objetivo de mensurar a parcela dos *accruals* discricionários, *proxy* para o gerenciamento de resultados, o modelo de Jones modificado está entre os mais presentes na literatura contábil.

3.3.2 *Modelo de Performance-Matching (2005)*

A estimativa dos *accruals* discricionários envolve, inicialmente, que seja realizada a regressão para estimar os coeficientes que devem representar a melhor maneira de descrever o valor dos *accruals* normais/regulares para o contexto das empresas. Calculados os coeficientes, o passo seguinte é verificar o erro, a diferença entre o valor dos *accruals* totais e o valor estimado a partir dos coeficientes (*accruals* não discricionários) (MARTINEZ, 2001).

Neste contexto, dado o processo de aperfeiçoamento por que passa os modelos, deve-se utilizar o método econométrico mais apropriado, pois é do valor dos erros da regressão que é extraído aquele componente discricionário (*proxy* para o gerenciamento de resultados) para cada empresa. Para isto, o pesquisador deve utilizar procedimentos variados, procurando estimar o erro da melhor maneira possível.

Neste âmbito, Kothari, Leone e Wasley (2005) enfatizam que os *accruals* discricionários calculados com base nos modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (1995) desenvolvido por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) seriam melhor especificados caso os modelos incorporassem variável que controlasse o desempenho das empresas que compõe a amostra da pesquisa, pois, segundo os primeiros, os *accruals* discricionários calculados com

base nos modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (1995) são significativamente influenciados pelo desempenho da empresa, principalmente se essa performance for anormal.

Corroborando, como a maioria das investigações acerca do gerenciamento de resultados contábeis trata de eventos em que empresas de distintos setores e tamanho estão envolvidas, variáveis como a performance das empresas pode afetar a estimação do gerenciamento de resultados por que os *accruals* não discricionários (ajustes normais para as empresas) poderão ser classificados erroneamente como discricionários quando essa performance for anormal (sofrer significativas variações positivas ou negativas).

Conforme McNichols (2000, p.333):

> "Pesquisadores comparando diferentes empresas que se diferem em termos de performance, ou em termos de características de crescimento, podem observar (ou não) diferenças nos valores dos *accruals* discricionários estimados que são relacionados às características de performance dessas empresas e não aos seus incentivos para gerenciar resultados."

Ainda neste âmbito, McNichols (2000) também enfatiza que a inclusão do desempenho nos modelos de detecção dos *accruals* discricionários é imprescindível. Como na maioria das pesquisas relacionadas às ciências sociais aplicadas, na amostra são inseridas empresas de diferentes portes e setores assim como diferentes características de desempenho, o que pode impulsionar os autores a classificarem erroneamente os *accruals* discricionários e não discricionários quando a performance destas empresas não for considerada quando da estimação dos *accruals* não discricionários (ajustes normais para a empresa).

Desta forma, alguns modelos recentes vêm levando em conta a performance da firma na estimação dos *accruals* discricionários, tais como: *i*) Modelo KS desenvolvido por Kang e Sivamarakrishman (1995); e *ii*) Modelo de Performance-Matching desenvolvido por Kothari, Leone e Wasley (2005).

Kothari, Leone e Wasley (2005) apontam duas abordagens para detecção do gerenciamento de resultados. Em uma das abordagens é sugerido que se deve buscar estimar (não utilizando modelos de regressão) os *accruals* discricionários de uma empresa a partir da comparação dessa empresa com outra empresa que seja praticamente "idêntica" a ela.

Já na outra abordagem, utilizam-se duas modificações do Modelo de Jones Modificado (1995), sendo a inclusão de um intercepto e uma defasagem do ROA para indicar o efeito da performance da empresa, de forma a reduzir possíveis erros de classificação dos *accruals*, melhor classificando os *accruals* não discricionários e, consecutivamente, reduzindo erros de

estimação dos *accruals* discricionários. Os autores argumentam ainda que a inclusão do intercepto reduz o problema potencial de heterocedasticidade aumentando o poder dos testes no que tange erros econométricos.

Entretanto, Kothari, Leone e Wasley (2005) elucidam que uma forma de controle para a influência do desempenho da empresa na estimativa das acumulações discricionárias é desenvolver melhores modelos que são imunes aos efeitos do desempenho. Neste espírito, os autores incorporam ao Modelo de Jones Modificado (1995) o retorno sobre os ativos do período anterior como *proxy* do desempenho objetivando melhor classificação dos *accruals* buscando controlar a influência do desempenho da empresa na estimação das acumulações discricionárias com o desenvolvimento de um modelo capaz de captar os efeitos do desempenho.

Destarte, a escolha do Retorno sobre os ativos (ROA) como *proxy* de desempenho é lógico, porque os ativos são normalmente usados como um deflator nos modelos de acréscimos discricionários e o ROA, na essência, se caracteriza como um índice padronizado pelo ativo das empresas. Já a explicação para a utilização do ROA do período passado (taxa defasada de retorno sobre os ativos) seria para coincidir com o crescimento das receitas no passado, variável já embutida nos principais modelos relacionados ao tema gerenciamento de resultados. No entanto, a incorporação desta variável serve para melhor aferir outros fatores que contribuem para o processo de geração de ajustes regulares da empresa (susceptíveis de afetar a magnitude de acréscimos não discricionários, assim como as receitas e o ativo permanente).

Sendo assim, segue a equação do Modelo de Kothari, Leone, Wasley (2005):

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_{0i} + \beta_{1i}\left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{2i}\left(\frac{\triangle REC_{it} - \triangle CR_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{3i}\left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{4i}(ROA_{it-1}) \quad (19)$$

Em que:

AND_{it} = *accruals* não discricionários padronizados pelo ativo total de *t -1*;

$\triangle CR_{it}$ = contas a receber da empresa *i* no período *t* menos o valor das contas a receber do período *t-1*;

$\triangle REC_{it}$ = receitas operacionais líquidas da empresa *i* no período *t* menos as receitas do período *t-1*;

AP_{it} = ativo permanente da empresa *i* no período *t*;

ROA_{it-1} = retorno sobre o ativo do período *t - 1*;

$\mathcal{E}_{it}$ = termo de erro da regressão;
α_{0i}, β_{1i}, β_{2i}, β_{3i} e β_{4i} = coeficientes estimados na regressão; e
AT_{it-1} = ativo total da empresa *i* do período *t -1*.

Para o cálculo dos *accruals* totais e *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) são consideradas as equações advindas do Modelo de Jones (1991):

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{(\triangle AC_{it} - \triangle DISP_{it}) - (\triangle PC_{it} - \triangle FCP_{it}) - (DEP_{it} + AMORT_{it})}{AT_{it-1}} \quad (20)$$

Em que:
ACT_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;
AT_{it-1} = ativo total da empresa *i* no período *t-1*;
ΔAC_{it} = ativo circulante da empresa *i* no período *t* menos o ativo circulante do período *t-1*;
$\Delta DISP_{it}$ = disponibilidades da empresa *i* no período *t* menos as disponibilidades do período *t-1*;
ΔPC_{it} = passivo circulante da empresa *i* no período *t* menos o passivo circulante do período *t-1*;
ΔFCP_{it} = empréstimos e financiamentos de curto prazo da empresa *i* no período *t* menos os empréstimos e financiamentos de curto prazo do período *t-1*;
DEP_{it} = despesas de depreciação da empresa *i* no período *t*; e
$AMORT_{it}$ = despesas de amortização da empresa *i* no período *t*.

Dando sequência, após a mensuração dos *accruals* totais deve-se utilizar os coeficientes estimados ($\hat{\alpha}_{0i}, \hat{\beta}_{1i}, \hat{\beta}_{2i}, \hat{\beta}_{3i}$ e $\hat{\beta}_{4i}$) para a mensuração dos *accruals* não discricionários, por meio da seguinte regressão:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \hat{\alpha}_{0i} + \hat{\beta}_{1i}\left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{2i}\left(\frac{\triangle REC_{it} - \triangle CR_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{3i}\left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \hat{\beta}_{4i}(ROA_{it-1}) + \upsilon_{it} \quad (21)$$

Sendo:

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_{0i} + \beta_{1i}\left(\frac{1}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{2i}\left(\frac{\triangle REC_{it} - \triangle CR_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{3i}\left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}}\right) + \beta_{4i}(ROA_{it-1}) \quad (22)$$

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{(\triangle AC_{it} - \triangle DISP_{it}) - (\triangle PC_{it} - \triangle FCP_{it}) - (DEP_{it} + AMORT_{it})}{AT_{it-1}} \quad (23)$$

O resultado da diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários resultará na estimativa do valor dos *accruals* discricionários. Ou seja, a parte dos *accruals* totais (variável dependente) não explicada pelos *accruals* não discricionários (regulares/normais para a empresa), o termo de erro (υ_{it}), resultará na estimativa do valor dos *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) (Equação 21).

Pode-se concluir então que:

$$\frac{AD_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} \quad (24)$$

Assim como na versão modificada do modelo de Jones (1991), no modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005), tem-se que:

$$AD_{it} = \upsilon_{it} \quad (25)$$

Em que:

AD_{it} = *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*; e

υ_{it} = termo de erro da equação 21 (padronizado pelo ativo total do período anterior).

Em geral os resultados desse modelo têm apresentado melhoras em relação aos modelos de Jones em termos do poder de explicação dos *accruals*, apresentando maior R^2 nas pesquisas empíricas que utilizaram este modelo (Alhadab, Clacher e Keasey (2013); Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013)).

É importante destacar ainda que, objetivando a realização de inferências mais robustas, o modelo desenvolvido por Kothari, Leone e Wasley (2005) que incorpora a performance das empresas no cálculo dos *accruals* é utilizado neste trabalho paralelamente ao Modelo de Jones Modificado desenvolvido por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) para que comparações possam ser realizadas e resultados mais consistentes possam ser obtidos, uma vez que a significância estatística e a capacidade explicativa do modelo de regressão pode ser melhorada com a inclusão da variável performance das empresas analisadas.

Tendo em vista estes e outros aspectos, o Modelo de Jones Modificado desenvolvido por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) assim como o Modelo de *Performance-Matching*

desenvolvido por Kothari, Leone e Wasley (2005) serão utilizados nesta pesquisa para fins de apuração dos *accruals* totais, não discricionários e discricionários e assim, detecção do possível comportamento oportunista dos gestores que podem ter gerenciado seus resultados contábeis positivamente a fim de valorizar suas ações em períodos prévios e que marcam o IPO, originando uma performance econômico-financeira fraca no longo prazo, fruto das reversões dos *accruals* relativos ao gerenciamento.

Enfim, objetiva-se detectar se as empresas brasileiras que realizaram IPO, no período de 2002 a 2010, gerenciaram seus resultados contábeis em períodos precedentes e que marcam o lançamento das ações (ano_{-1}, ano_0 e ano_{+1}). Neste intuito, será apurado o nível de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) em períodos que precedem, marcam e posteriores ao IPO (ano_{-1}; $ano_{0;}$ ano_{+1}; ano_{+2} e ano_{+3}).

Comparações entre os resultados dos modelos serão realizadas assim como serão analisados se o nível de *accruals* discricionários em períodos que precedem e marcam o IPO (ano_{-1}; ano_0 e ano_{+1}) são maiores do que os níveis de *accruals* discricionários apurados em períodos posteriores ao IPO (ano_{+2} e ano_{+3}). Cabe frisar que, o nível de *accruals* discricionários será calculado em períodos trimestrais. Os *accruals* são calculados em períodos trimestrais por dois motivos: 1) aumento no número de dados para realização das regressões e testes objetivando maior robustez; e 2) pelo fato de que os *accruals* discricionárias podem ser adotados pelos gestores com suas reversões também ocorrendo dentro do próprio ano, o que não seria captado caso as regressões fossem realizadas com dados anuais.

Neste intuito, são realizadas 51 regressões para o grupo de controle objetivando detectar os coeficientes normais para cálculo do nível de *accruals* não discricionários em cada um desses períodos (2001 a 2013). Cada uma das empresas da amostra de IPOs irão utilizar de quatro regressões realizadas para os anos $_{0,\ +1,\ +2}$ e $_{+3}$ e três regressões para o $ano_{-1,}$ em função de muitas variáveis dos modelos para detecção do gerenciamento de resultados contábeis utilizados neste trabalho (Jones Modificado e *Performance-Macthing*) serem caracterizadas como variação do período *t* para o período *t-1*. Assim, o primeiro trimestre do ano_{-1} só servirá de base para cálculo dos *accruals* do trimestre posterior (A Figura 3, na página 79 deste trabalho, objetiva ilustrar os períodos a serem analisados e os resultados esperados). Cabe ressaltar ainda que, em função da não disponibilidade de dados trimestrais completos por parte das empresas IPO, não serão calculados os níveis de *accruals* para os anos $_{-2}$ e $_{-3}$.

O grupo de controle é formado pelas empresas listadas na BM&FBovespa, sendo excluídas, deste grupo de controle, as instituições financeiras e empresas de investimento imobiliário, por obterem características distintas das empresas dos demais setores. Este mesmo padrão foi observado em trabalhos como os de Hochberg (2011) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013). Como critério para essa exclusão, foi utilizada a classificação setorial da BM&FBovespa, eliminando-se todas as empresas do setor econômico "Financeiro e Outros". Este setor é composto pelos seguintes segmentos de atuação: Bancos, Sociedades de Crédito e Financiamento, Sociedades de Arrendamento Mercantil, Securitizadoras de Recebíveis, Seguradoras, Exploração de Imóveis, *Holdings* Diversificadas, Fundos e Outros.

Também serão excluídas do grupo de controle as empresas com dados insuficientes ou sem dados trimestrais consecutivos de, no mínimo, 8 trimestres. As empresas que realizaram SEO no período analisado também serão excluídas, pois, em uma SEO, os objetivos para gerenciar resultados são idênticos aos objetivos do IPO (maximizar resultados objetivando reação positiva do mercado). Com a presença destas empresas no grupo de controle, os coeficientes normais podem ser incorretamente estimados já que estas empresas também têm incentivos para gerenciar seus resultados.

3.3.3 *Avaliação dos Accruals Discricionários*

Nas pesquisas sobre gerenciamento de resultados, os modelos necessitam identificar da melhor forma possível os *accruals* discricionários, que supostamente seriam artificiais e teriam como objetivo manipular o resultado contábil-financeiro, enquanto os *accruals* não discricionários são inerentes às atividades da empresa, seu negócio (MARTINEZ, 2001).

Assim, exatamente nessa decomposição dos *accruals* reside a principal dificuldade dos métodos para detecção do gerenciamento de resultados através dos *accruals*, pois, são complexas as relações entre os *accruals*, fluxos de caixa e os fatores condicionantes e motivacionais do comportamento oportunista dos gestores e as características institucionais e organizacionais do ambiente analisado (PAULO, 2007).

A detecção do gerenciamento de resultados através dos *accruals* é realizada em dois passos:

i) Estimar o nível de *accruals* discricionários, *proxy* para o gerenciamento de resultados; e

ii) Verificar se existe uma relação significativamente relevante entre os *accruals* discricionários estimados e os incentivos para gerenciar resultados.

Destarte, o processo inicia-se pela mensuração dos *accruals* totais, sendo que, em seguida, são utilizados modelos operacionais que decompõem os *accruals* em discricionários (gerenciados) e não discricionários (não gerenciados – normais às atividades da empresa) (PAULO, 2007).

Os modelos para detecção do gerenciamento de resultados buscam identificar os componentes discricionários e não discricionários através de fatores (variáveis) que expliquem o comportamento dos *accruals* totais. Assim sendo, como toda pesquisa científica, a identificação destas variáveis deve ser impreterivelmente suportada pela teoria contábil e econômica que forma o círculo de compreensão da temática investigada.

A magnitude dos valores estimados para o termo de erro (ε_i ou υ_i) é que vai elucidar como estão se comportando os *accruals* discricionários (*proxy* do gerenciamento de resultados) de uma empresa. Neste âmbito, Martinez (2001) elucida que, apenas nos casos em que o valor médio do termo de erro for considerado nulo (ε_i ou $\upsilon_i \cong 0$), não se constatará a prática do gerenciamento de resultados contábeis pelas empresas. Quando os *accruals* discricionários das empresas assumirem valores sistematicamente positivos em um determinado período, haverá indícios de que as empresas estão gerenciando seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar positivamente seus resultados. Quando os *accruals* discricionários assumirem valores consistentemente negativos em um determinado período, haverá indícios de que as empresas estão gerenciando seus resultados contábeis com a finalidade de reduzí-los em função de objetivos pré-estabelecidos.

Os *accruals* discricionários estimados serão agrupados por período e por empresa, sendo classificados em ordem crescente para cada período estudado, no intuito de quantificar o grau de discricionariedade das empresas que compõem a amostra da pesquisa, assim como na pesquisa de Teoh, Welch e Wong (1998). Por conseguinte, os valores assumidos pelo termo de erro (ε_i ou υ_i) serão distribuídos em três níveis (tercis) de intensidade de gerenciamento (níveis de *accruals* discricionários), sendo o tercil (1) considerado o grupo com empresas não gerenciadoras e o tercil (3) o grupo com as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados. Os tercis serão formados pela média dos *accruals* discricionários apurados nos anos $_{-1,\ 0}$ e $_{+1}$ (11 trimestres) - (período crítico para a prática do gerenciamento de resultados das empresas IPO).

Cabe destacar que, nesta pesquisa, analisam-se os incentivos relacionados ao IPO, sendo, portanto, investigado se as empresas gerenciaram positivamente seus resultados em períodos prévios e que marcam o IPO. Portanto, empresas com acumulações discricionárias positivas altas (classificadas no tercil 3) serão caracterizadas como empresas que gerenciaram

agressivamente seus resultados e empresas com menores níveis de *accruals* discricionários (classificadas no tercil 1), serão consideradas como empresas não gerenciadoras.

É importante destacar que na pesquisa de Teoh, Welch e Wong (1998) os autores agrupam as empresas que compõem a amostra em quartis, porém, em função do significativo menor número de empresas que realizaram IPO no Brasil entre os anos de 2002 a 2010, foi considerado agrupamento em tercis nesta pesquisa, objetivando maior robustez nas inferências realizadas, com consequente aumento no número de empresas em cada um dos grupos de empresas, para os quais análises e comparações serão realizadas.

Tabela 2. Nível de *accruals* discricionários das empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010.

Valores estimados para ε_i ou υ_i	**Tercis**
ε_i ou $\upsilon_i \leq$ 1º Tercil	1º Tercil
1º Tercil **< ε_i ou $\upsilon_i \leq$** 2º Tercil	2º Tercil
2º Tercil **< ε_i ou υ_i**	3º Tercil

ε_i = *accruals* discricionários estimados pelo Modelo de Jones Modificado (1995).
υ_i = *accruals* discricionários estimados pelo Modelo de *Performance-Matching* (2005).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, na tabela 2, pode-se observar que, em termos absolutos, quanto maior o valor assumido por ε_i ou υ_i em determinado período, se comparado aos valores assumidos por ε_i ou υ_i em outros períodos, haverá indícios de que no período com maior nível de acumulações discricionárias (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis) as empresas poderiam estar utilizando destas acumulações que poderiam, consecutivamente, caracterizar práticas de gerenciamento de resultados.

Neste contexto, corroborando com a *hipótese 1* desta pesquisa, espera-se que as empresas que realizaram IPO apresentem maior nível de *accruals* discricionários em períodos que antecedem e marcam o IPO (ano_{-1}, ano_0 e ano_{+1}) do que em períodos posteriores ao lançamento (ano_{+2} e ano_{+3}) sinalizando para o fato de que estas empresas gerenciaram seus resultados nos períodos próximos ao IPO. Pesquisas internacionais como as de Aharony, Lin e Loeb (1993), Friedlan (1994), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Singer (2007), Lo (2008), Zielinski (2013), Alhadab, Clacher e Keasey (2013) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) apontam evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* nos períodos anteriores ou que marcam o IPO.

3.3.4 *Inferência Estatística*

A análise de regressão esboça a dependência de uma variável, em relação a uma ou mais variáveis explicativas que compõem o modelo, podendo-se estimar e/ou prever o valor médio (da população) da primeira em termos dos valores conhecidos ou fixados (em amostragens repetidas) das segundas. A especificação do modelo a ser utilizado na regressão mostrará que todas as escolhas e definições serão feitas de forma mais acertada possível e que nenhuma outra especificação seria mais apropriada. Isso sugere a ausência de viés de especificação.

Para a análise de regressão, tem-se uma variedade de dados, em uma variedade de tipos. Após a coleta de dados, os métodos econométricos são usados para estimar os parâmetros do modelo econométrico e para, formalmente, testar as hipóteses de interesse na investigação. Sendo assim, as características especiais de alguns dados devem ser consideradas quando da estimação dos modelos de regressão (WOOLDRIDGE, 2008).

As estruturas de dados mais importantes encontradas nos trabalhos empíricos são: *i*) Dados de Corte Transversal (*cross-section*); *ii*) Dados de Séries Temporais; *iii*) Cortes Transversais Agrupados; e *iv*) Dados de Painel ou Longitudinais. Cabe destacar que, nesta pesquisa, para cálculo dos *accruals* discricionários, será utilizada a estrutura de dados no formato de Corte Transversal e para análise dos condicionantes do gerenciamento de resultados será utilizado Dados em Painel. Os Dados em Corte Transversal são dados em que uma ou mais variáveis são coletadas no mesmo ponto do tempo. Tal como as Séries Temporais apresentam problemas (dado o caráter estacionário do procedimento). Os Dados em Corte Transversal têm seus próprios problemas, especificamente o da heterogeneidade. Quando se incluem dados tão heterogêneos (diferentes portes e setores) em uma análise estatística, o efeito magnitude ou escala deve ser levado em consideração, o que acontece no estudo, sendo todas as variáveis que compõem os modelos propostos padronizadas pelo ativo total (GUJARATI e PORTER, 2011).

Como a abordagem de estimação dos modelos pode ser realizada em séries temporais e/ou *cross-sectional*, cabe destacar que a estimação dos *accruals* não discricionários através de séries de tempo gera a necessidade de um amplo período de tempo no que tange dados das empresas para estimar de forma adequada os coeficientes específicos. Corroborando, Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) também elucidam que as acumulações não discricionárias podem ser obtidas tanto por séries temporais (usando dados da empresa *i* anteriores ao tempo *t* para prever as acumulações normais da empresa *i* no tempo *t*) ou em corte seccional (usando

informações de outras empresas que não a empresa *i* no tempo *t* para prever as acumulações normais da empresa *i* no tempo *t*).

Neste contexto, devido ao foco da pesquisa em IPOs, as empresas da amostra não possuem históricos de dados contábeis longos o suficiente para se aplicar o procedimento de séries temporais. Além disso, Subramanyan (1996) e Bartov, Gul e Tsui (2000) mostram que as aplicações em corte seccional do Modelo de Jones Modificado (1995) têm apresentado desempenho superior às equivalentes em séries de tempo.

Pesquisadores como Jones (1991), DeFond e Jiambalvo (1994), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Kang e Sivaramakrishnan (1995), Teoh, Welch e Wong (1998), Bispo (2010), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013), têm preferido a abordagem *cross-sectional*, devido a menor necessidade de um amplo número de dados em relação às séries temporais. Por meio dos Dados em Corte Transversal, serão estimados os *accruals* discricionários (*proxy* do gerenciamento de resultados contábeis), os quais, conforme evidenciado anteriormente, são os valores atribuídos ao termo de erro (ε_i ou υ_i) das regressões (Equações 15 e 21, respectivamente, para os modelos de Jones Modificado (1995) e de *Performace-Matching* (2005)).

Desta forma, serão realizadas cinquenta e uma regressões utilizando todas as observações/trimestre (2001 a 2013) do grupo de controle para cada modelo. O período analisado contém 52 trimestres, porém, como o primeiro trimestre só serve de base para cálculo das variáveis, só 51 regressões serão realizadas, ou seja, os coeficientes normais para cálculo dos *accruals* não discricionários das empresas IPO serão calculados para 51 trimestres, sendo que cada empresa da amostra de IPOs irá utilizar de 19 destas regressões (ano_{-1} – 3 regressões; ano_0 – 4 regressões; ano_{+1} – 4 regressões; ano_{+2} – 4 regressões; ano_{+3} – 4 regressões).

Neste contexto, para Gujarati e Porter (2011), o termo de erro representa todas as variáveis omitidas no modelo, mas que, coletivamente, afetam Y_i. Portanto, representam a influência combinada de um grande número de variáveis não incluídas explicitamente no modelo de regressão sobre a variável dependente. Espera-se que a influência dessas variáveis omitidas ou negligenciadas seja pequena e, na melhor das hipóteses, aleatória.

Gujarati e Porter (2011) salientam ainda que, dada a premissa de normalidade, a distribuição de probabilidade dos estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) pode ser facilmente derivada, visto que uma das propriedades da distribuição normal é que qualquer função linear de variáveis com distribuição normal também é normalmente distribuída. Sendo os estimadores de MQO, $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$, funções lineares de ε_i ou υ_i, e se ε_i ou υ_i

estiverem normalmente distribuídos, $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$ também o estarão, o que facilita muito a tarefa de testar as hipóteses. Assim, pressupõe-se que o termo de erro siga distribuição normal com média zero e variância dada por σ^2, ou seja:

$$\varepsilon_i \text{ ou } \upsilon_i \sim N(0, \sigma^2) \qquad (26)$$

Para avaliar a normalidade do termo de erro, foi considerada a significância estatística do teste de Shapiro-Wilk que se baseia nos valores amostrais ordenados elevados ao quadrado e tem sido o teste de normalidade preferido por mostrar ser mais poderoso que diversos testes alternativos. A hipótese nula do teste W considera que a amostra foi extraída da distribuição teórica especificada (distribuição normal), ou seja, espera-se que o valor-p calculado pela estatística W do teste de Shapiro-Wilk seja superior ao nível de significância adotado (α = 5%) não rejeitando a hipótese nula de que a amostra provém de uma população com distribuição normal.

Em termos da inexistência de viés de $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$, a $E(\hat{\beta}_j) = \beta_j$, para qualquer valor de β_j, incluindo $\beta_j = 0$. Pode-se concluir que $E(\hat{\beta}_0) = \beta_0$, $E(\hat{\beta}_1) = \beta_1$ e $E(\hat{\beta}_2) = \beta_2$ (para quaisquer valores de β_0, β_1 e β_2). Porém, incluir variáveis irrelevantes pode ter efeitos indesejáveis sobre as variâncias dos estimadores de MQO, já que essa medida é essencial para saber o quão distante, em média, pode-se esperar que $\hat{\beta}_1$ esteja de β_1. Isso permite escolher o melhor estimador entre todos os estimadores não-viesados – ou pelo menos entre uma ampla classe deles (WOOLDRIDGE, 2008).

Para o correto ajuste do modelo econométrico serão realizados alguns testes como proposto por Gujarati e Porter (2011). Estes testes são necessários para verificar: 1) a correta especificação do modelo (teste RESET); 2) a não existência de autocorrelação dos resíduos (Breusch-Godfrey); 3) homocedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan); e 4) não multicolinearidade entre as variáveis (*variance inflating factor* – VIF). Todos estes testes estão disponibilizados no *software Stata*^{R}.

Dada a similaridade dos efeitos e características do problema, tem-se um teste amplamente difundido para detecção da presença do erro de especificação do modelo provocado pela escolha de uma forma funcional incorreta e/ou pela ausência de uma variável relevante. Esse teste é chamado *Regression Specification Error Test* (RESET) e consiste em avaliar se o modelo possui correta especificação na sua forma funcional ou se há a necessidade da inclusão de outras variáveis no modelo.

Desta forma, este teste desenvolvido por Ramsey (1969) parte do pressuposto de que, se o modelo que esteja corretamente especificado for dado por:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + ... + \beta_k X_{ki} + \mathcal{E}_i \quad (27)$$

Então, nenhum termo não linear dos parâmetros estipulados deve ser estatisticamente significativo. Destarte, partindo da equação original, o teste RESET adiciona termos polinomiais (quadráticos e cúbicos) para avaliar se a especificação original está correta ou não. Assim, a equação básica do teste RESET será:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + ... + \beta_k X_{ki} + \delta_1 \hat{Y}_i^2 + \delta_2 \hat{Y}_i^3 + \mathcal{E}_i \quad (28)$$

Desta forma, obtêm-se o R^2_{novo} dessa nova equação e o R^2_{antigo} da equação original, sendo realizada a estatística F de teste para verificar se o aumento do R^2 foi estatisticamente significativo. Assim, ao aplicar este teste, se o valor da estatística F for superior ao nível de significância adotado, no caso 5%, tem-se evidência significativa para não rejeição da hipótese nula de que o modelo esteja corretamente especificado e/ou que não existem variáveis relevantes omitidas.

Para a avalição da autocorrelação, Gujarati e Porter (2011) propõem, entre outros, o teste de Breusch-Godfrey. Também chamado de teste do Multiplicador de Lagrange, proposto por Breusch e Godfrey, o teste se mostra mais abrangente e robusto que seus concorrentes. Este teste vem se tornando padrão na análise econométrica moderna, sendo disponibilizado nos principais softwares, dentre eles o *Stata*^{R}.

Dado o modelo de regressão e, assumindo que os resíduos apresentem uma estrutura de autocorrelação de ordem-*r*:

$$\mathcal{E}_t = r_1 \mathcal{E}_{t-1} + r_2 \mathcal{E}_{t-2} + r_3 \mathcal{E}_{t-3} .....+ r_n \mathcal{E}_{t-n} + v_t \quad (29)$$

em que v_t é o termo aleatório, deseja-se verificar se os coeficientes desta equação são não significativos (H_0), implicando na ausência de autocorrelação. Diante destes resultados, se o valor da estatística de teste R^2 observado for maior que o nível de significância adotado (5%) conclui-se que a regressão não apresenta problemas de autocorrelação, uma vez que a hipótese nula de que os coeficientes são não significativos não pode ser rejeitada, implicando na ausência de autocorrelação.

Por conseguinte, deve-se testar se os $\mathcal{E}_i$ ou v_i seguem um padrão heterocedástico, ou seja, se possuem variância diferente, pois os resíduos devem ter variância constante para todas as observações. Entretanto, quanto à heterocedasticidade, será usado o teste de Breusch-Pagan. Este teste assume que se a variância dos resíduos não for constante ela poderá ser descrita como uma função de uma ou mais variáveis explicativas do modelo. Suponha que a variância do erro seja dada por:

$$\sigma_i^2 = \alpha_0 + \alpha_1 A_{1i} + \alpha_2 A_{2i} + \ldots \alpha_n A_n + \upsilon_i \quad (30)$$

ou seja: σ^2 é uma função linear dos A. Se $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_n = 0$, $\sigma^2 = \alpha_1$, é uma constante. Portanto pode ser testado se σ_i^2 é homocedástico, testando a hipótese de que $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_n = 0$, o que implicaria que $\sigma_i^2 = \alpha_0$. Se a estatística for significativa ao nível de significância adotada (valor-p < 5%), rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade (GUJARATI e POTER, 2011).

Assim como no teste de Breusch-Godfrey no teste de Breusch-Pagan, é analisada a significância estatística de teste chamada de Multiplicador de Lagrange (estatística LM) que tem distribuição *qui-quadrado* com k *graus de liberdade* (em que k é igual ao número de parâmetros estimados na regressão auxiliar, exceto o intercepto).

Contudo, para avaliar se há presença de multicolinearidade serão analisados os fatores de inflação da variância (teste VIF). Como destacado por Gujarati e Porter (2011, p. 336), à medida que a correlação se aproxime de um (1) em módulo, a colinearidade aumenta, as variâncias dos estimadores aumentam, e, no limite, quando igual a um, elas são infinitas.

A velocidade com a qual as variâncias aumentam pode ser vista com o *variance inflating factor* (VIF) ou fator de inflação da variância, definido como:

$$\text{VIF} = \frac{1}{1 - R_j^2} \quad (31)$$

Cabe destacar que este teste mostra como a variância de um estimador é inflada pela presença da multicolinearidade. Como regra prática, Gujarati e Porter (2011), Miloca e Conejo (2009) e Moreira (2008) destacam que, quando o VIF for maior que 10, essa variável é altamente colinear. Cabe destacar também que $R_{2j} = R_2$ da regressão de X_j como função das demais variáveis explicativas do modelo. Assim, quanto mais próximo de 1 for esse

coeficiente de determinação mais próximo da multicolinearidade perfeita se estará e maior será a variância de β_1 e vice-versa.

Como em diversos estudos sobre o tema gerenciamento de resultados contábeis, esta pesquisa utilizará o teste *t* para avaliar a significância dos coeficientes estimados nas regressões. Com a utilização da estatística do teste *t* pode-se verificar se cada coeficiente é individualmente significativo, ou seja, se cada coeficiente é estatisticamente diferente de zero. Logo, quando os valores de *p-value* são maiores do que o nível de significância (α) estabelecido, não se rejeita a hipótese nula de que o coeficiente pode assumir valor igual a zero. Isso porque, dado que um determinado parâmetro β_j mede o efeito parcial de x_j sobre o valor esperado de *y*, afirmar que $\beta_j = 0$ significa afirmar que x_j não exerce nenhum efeito sobre o valor esperado de *y*.

Importante destacar também que, no modelo de Corte Transversal faz-se o uso de intercepto, diferentemente do modelo de Dados em Painel. Greene (2003) enfatiza que a ausência de um termo de intercepto em um modelo de MQO pode causar alguns distúrbios nos resultados estatísticos, já que se estaria impondo uma restrição em que este intercepto seria igual a zero. Outro problema que poderia ser encontrado é o fato da esperança dos resíduos ser diferente de zero, o que evidentemente tornaria impraticável o uso do estimador de MQO, uma vez que se estaria violando uma das hipóteses básicas deste estimador.

De acordo com Wooldridge (2008), na obtenção dos estimadores MQO (α_0, β_1 e β_2), são escolhidas estimativas que minimizam a soma dos resíduos quadrados. Isto é, dadas *n* observações y_i, x_{i1} e x_{i2}, $\{(x_{i1}, x_{i2}, y_i) : i = 1, 2, ..., n\}$, as estimativas α_0, β_1 e β_2 são escolhidas, simultaneamente, de modo que a expressão seguinte tenha o menor tamanho possível:

$$\sum_{i=1}^{n}(y_i - \alpha_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2})^2 \qquad (32)$$

Em relação aos parâmetros do modelo de estimação dos *accruals* discricionários, deve-se lembrar que o Ativo Permanente e as Receitas são os principais direcionadores no processo de *accruals* já definido e muito utilizado na literatura nacional e internacional. As Receitas direcionam os recebíveis, as contas a pagar, o inventário além dos *accruals* de capital de giro. Teoricamente, o sinal esperado da variação das Receitas menos os recebíveis é difícil de ser previsto, uma vez que as Receitas estão relacionadas com o aumento dos *accruals*, tanto para elevar quanto para reduzir os resultados, dependendo da função de utilidade ou bem-estar do gestor e empresa. Assim como as receitas, outra importante variável incorporada ao modelo de *Performance-Matching* é a taxa defasada de retorno dos

ativos (o ROA do período anterior – *proxy* para a performance) que também irá direcionar ajustes regulares da empresa. Dechow, Sloan e Sweeney (1995) assim como Kothari, Leone e Wasley (2005) enfatizam que os testes de gerenciamento de resultados podem ser incorretamente especificados se as acumulações discricionárias forem correlacionadas com o desempenho da empresa. A variável $ROA_{i,t}$ controla esse viés potencial e não há expectativa específica para o sinal do seu coeficiente

A variação do Ativo Permanente direciona as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão. Espera-se que o sinal do coeficiente daquela variável seja negativo em todas as regressões, pois é positivamente correlacionado com as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão, as quais representam uma parte dos *accruals* que diminuem o lucro (MARTINEZ, 2001).

Enfim, cabe ressaltar ainda que esta pesquisa adotará estudos que envolvem análises e testes estatísticos, tomando como base modelos econométricos [Modelo de Jones Modificado desenvolvido por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e o Modelo de Performance-Matching desenvolvido por Kothari, Leone e Wasley (2005)] definidos pela literatura e que são de suma importância para o desenvolvimento das pesquisas acerca do gerenciamento de resultados.

A utilização paralela dos modelos faz parte do processo em que estão inseridos a ciência e seus modelos, ao longo do tempo, uma vez que, sofrem críticas e modificações em suas especificações para captar de forma mais adequada o comportamento dos *accruals* e identificar seus componentes discricionários e não discricionários. Essa análise crítica faz parte do processo científico de aperfeiçoamento e ampliação do conjunto de conhecimentos estabelecidos (PAULO, 2007).

3.4 MÉTRICAS UTILIZADAS PARA COMPARAÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

A complexidade cada vez maior dos fenômenos de natureza econômica, associada ao avanço tecnológico e ao entendimento mais aprofundado dos agentes econômicos acerca destes, resultou em demandas crescentes por informações que representassem tais fenômenos. O ambiente de negócios tem envidado esforços para bem entender a informação contábil-financeira e sua aplicação no cotidiano, isto na busca de bem utilizar este instrumento como uma das efetivas contribuições para a continuidade e crescimento das empresas (MORANTE, 2007).

Em regra geral a análise das demonstrações contábil-financeiras é feita mediante a tradução dos dados ou valores, em coeficientes ou índices permitindo assim a sua posterior análise. Entretanto, cabe ressaltar ainda que o índice é a relação entre números que evidencia um aspecto específico. Em análise de investimentos espera-se que os índices sejam capazes de distinguir as companhias saudáveis daquelas com as quais deve-se estar bem longe.

Este tópico tem por objetivo apresentar alguns métodos de avaliação do desempenho econômico-financeiro das entidades. Apesar da existência de enorme variedade de índices, este trabalho restringirá à análise descritiva daqueles considerados essenciais e amplamente utilizados pela academia nacional e internacional em prol da comparação entre o desempenho econômico-financeiro das entidades antes e após o IPO e também comparação entre o desempenho de empresas que apresentarem maiores níveis de acumulações discricionárias (*proxy* para o gerenciamento de resultados) classificadas no tercil 3 e empresas que não gerenciaram seus resultados, classificadas no tercil 1.

3.4.1 *Retorno sobre o Ativo (ROA)*

Este índice evidencia o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma entidade em seus ativos para consecução de suas atividades. Desta forma, possibilita a mensuração da rentabilidade conjunta dos recursos próprios e de terceiros utilizados para financiamento das atividades da empresa, ou seja, mede a eficiência global da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis.

Um dos fatores mais importantes relacionados ao retorno sobre ativos é que este índice permite que comparações sejam realizadas entre negócios distintos e outras aplicações no mercado financeiro.

Este indicador é calculado pela seguinte expressão:

$$ROA_{it} = \frac{LL_{it}}{AT_{it}} \tag{33}$$

Em que:

LL_{it} = lucro líquido da entidade *i*, no período *t*; e

AT_{it} = ativo total da entidade *i*, no período *t*.

3.4.2 *Margem EBITDA*

Este parâmetro de rentabilidade operacional tem sido amplamente utilizado por acadêmicos e analistas de mercado. O EBTIDA ou LAJIDA se caracteriza como o lucro antes dos juros, impostos e despesas com depreciação e amortização. Caracteriza-se como bom indicador da margem operacional de uma empresa, pois não leva em consideração os efeitos financeiros e de impostos. É um indicador muito valorizado pelo mercado, pois espelha o desempenho da empresa gerado por sua atividade principal.

Esta medida foi utilizada por Martinez (2001) e outros pesquisadores como Paulo (2007) e Baptista (2008) que enfatizaram a necessidade dos gestores em evitar reportar perdas, resultados negativos, objetivando uma reação positiva do mercado. Neste contexto é justificada a utilização do EBTIDA em pesquisas que envolvem gerenciamento de resultados contábeis, por se tratar de uma medida de rentabilidade muito observada pelos agentes no mercado.

Este indicador é calculado pela seguinte expressão:

$$MARGEM\ EBTIDA_{it} = \frac{EBTIDA_{it}}{RECEITA_{it}} \qquad (34)$$

Em que:

$EBTIDA_{it}$ = lucro antes dos juros, impostos e despesas com depreciação e amortização da entidade *i*, no período *t*; e

$RECEITA_{it}$ = receita líquida operacional da entidade *i*, no período *t*.

Entretanto, além dos índices contábeis acima, índices do mercado financeiro ou de avaliação de ações também são usados objetivando maior robustez nas inferências realizadas, uma vez que, os índices contábeis são passíveis de gerenciamento de resultados contábeis. Os índices do mercado financeiro se caracterizam como índices utilizados pelos investidores no mercado de capitais que possuem ou pretendem adquirir ações das firmas de capital aberto. Destarte, são úteis para avaliar a viabilidade dos investimentos nessas ações.

Estes índices são divididos em:

i) Índices de Avaliação Patrimonial;
ii) Índices de Avaliação Econômica; e
iii) Índices de Avaliação Monetária.

Os índices de avaliação patrimonial das ações são aqueles que indicam o valor das ações em relação ao patrimônio das empresas. O principal deles é o índice de valor patrimonial da ação (VPA).

3.4.3 *Valor Patrimonial da Ação (VPA)*

Este índice elucida a representatividade de uma ação em relação ao Patrimônio Líquido da empresa. O VPA indica, em reais, quanto do Patrimônio Líquido da firma corresponderia a cada ação em circulação. Para o detentor da ação o ideal é que esse índice esteja aumentando no tempo (*ceteris paribus*), o que caracteriza maior valor patrimonial para a ação. Entretanto, o próprio Banco Central do Brasil, figura importante no mercado financeiro nacional, enfatiza que o VPA é um múltiplo de suma importância, mas que não deve ser analisado isoladamente.

Formalmente, o índice é calculado pela seguinte expressão:

$$VPA_{it} = \frac{PL_{it}}{N^{o}A\tilde{C}\tilde{O}ES_{it}} \tag{35}$$

Em que:

PL_{it} = patrimônio líquido da entidade *i*, no período *t*; e

$N^{o}A\tilde{C}\tilde{O}ES_{it}$ = número de ações (ordinárias e preferenciais) em circulação da entidade *i*, no período *t*.

Os índices de avaliação econômica das ações buscam apresentar as relações entre o preço das ações com o resultado (lucro ou prejuízo) das empresas sob diferentes ângulos.

Dentre estes índices, os principais são:

3.4.4 *Lucro por Ação (LPA)*

Este indicador evidencia o resultado obtido por cada ação emitida pela entidade, ou melhor, quanto do lucro líquido obtido em determinado período compete a cada ação. A divulgação deste índice é obrigatória na Demonstração de Resultado.

É importante destacar que resultados negativos para este indicador podem ter efeitos adversos no que tange expectativas dos agentes no mercado, sendo explicada assim a eventual

preocupação dos gestores em reportar positivamente, sinalizando positivamente o LPA para o mercado.

Martinez (2001) utilizou este índice em sua pesquisa em prol da detecção de comportamento oportunista por parte dos gestores.

Este indicador é calculado pela seguinte expressão:

$$LPA_{it} = \frac{LL_{it}}{N^{o}A\tilde{C}\tilde{O}ES_{it}} \quad (36)$$

Em que:

LL_{it} = lucro líquido da entidade *i*, no período *t*; e

$N^{o}A\tilde{C}\tilde{O}ES_{it}$ = número de ações (ordinárias e preferenciais) em circulação da entidade *i*, no período *t*.

3.4.5 *Preço sobre Lucro por Ação (P/L)*

O índice de preço sobre lucro por ação (ou simplesmente índice P/L) indica o número de exercícios (anos) que demorará para o investidor recuperar o investimento na aquisição de uma determinada ação. É um dos índices mais utilizados no mercado financeiro.

Alternativamente, o índice pode ser interpretado também como uma medida do preço que se deve pagar para receber (indiretamente, por meio de dividendos e aumento do preço) os lucros da empresa. Pode ser visto assim, como indicador de risco da empresa, onde valores próximos de um significariam maiores riscos, pois a empresa apresentaria menor capacidade de agregar valor futuro ao acionista.

Sendo assim, o indicador reflete as expectativas dos agentes do mercado quanto às perspectivas futuras (os lucros futuros da empresa): Um P/L alto indica *expectativas otimistas* quanto à rentabilidade nos próximos anos. Já, um P/L baixo reflete *expectativas pessimistas*. O índice representa a capacidade da empresa em gerar lucros para seus acionistas e é usado para precificar seu potencial diante do seu setor de atuação.

Formalmente, este índice é calculado pela seguinte expressão:

$$P/L_{it} = \frac{P_{it}}{\frac{LL_{it}}{N^{o}A\tilde{C}\tilde{O}ES_{it}}} = \frac{P_{it}}{LPA_{it}} \quad (37)$$

Em que:

P_{it} = cotação (Preço de Fechamento) da ação na Bolsa de Valores da entidade *i*, no período *t*;

LL_{it} = lucro líquido da entidade *i*, no período *t*;
$N^{o}AÇÕES_{it}$ = número de ações (ordinárias e preferenciais) em circulação da entidade *i*, no período *t*; e
LPA_{it} = lucro por ação da entidade *i*, no período *t*.

Dado que os lucros das firmas não são, necessariamente, totalmente distribuídos, os investidores poderão estar interessados em medidas mais realistas de quanto dinheiro, fluxo de caixa, de fato, estarão obtendo ao investir em ações das empresas. Sendo assim, ênfase também é dada aos índices de avaliação monetária.

3.4.6 *Dividendos por Ação (DPA)*

O índice de Dividendos por Ação mostra quanto do lucro distribuído cabe a cada ação. Portanto, percebe-se que este indicador se caracteriza como uma medida realista de avaliação monetária, dos fluxos de caixa.

Cabe destacar ainda que este índice é de suma importância uma vez que a política de *payouts* da empresa, no âmbito das finanças corporativas configura-se como mecanismo sinalizador ao mercado por parte da entidade, que usa o pagamento de dividendos ou juros sobre o capital próprio como sinal de sua estabilidade financeira, dado que se caracteriza como sinal oneroso e, somente sólidas empresas adotarão esta postura (MATOS, 2001). Entretanto, é importante ressaltar que este fato se relaciona ao cenário de gerenciamento de resultados contábeis onde empresas "ruins" mascaram seu real desempenho se passando por "boas" empresas.

O índice é calculado pela seguinte expressão:

$$DPA_{it} = \frac{D_{it}}{N^{o}AÇÕES_{it}} \tag{38}$$

Em que:
D_{it} = Dividendos/Juros sobre o Capital Próprio distribuídos pela entidade *i*, no período *t*; e
$N^{o}AÇÕES_{it}$ = número de ações (ordinárias e preferenciais) em circulação da entidade *i*, no período *t*.

Desta forma, a análise conjunta destes índices contábeis e de mercado possibilitará a análise do desempenho econômico-financeiro das entidades estudadas sob diferentes

perspectivas proporcionando maior confiança na análise de resultados e realização de inferências acerca da temática estudada. A partir da análise destes indicadores é possível avaliar os resultados auferidos por uma empresa por meio de parâmetros que melhor revelam as dimensões desse desempenho.

Posteriormente a apuração dos indicadores será realizado o teste *t* para diferença entre médias aritméticas. Gujarati e Porter (2011) elucidam a grandiosidade do teste *t* de diferença de médias uma vez que se caracteriza como uma técnica simples, mas robusta de análise quantitativa muito utilizada por pesquisadores nacionais e internacionais. Por meio deste teste buscará verificar se as médias das duas populações (empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados e empresas que não gerenciaram seus resultados) são significativamente diferentes entre si. Além disso, pretende-se verificar também o desempenho das empresas que realizaram IPO antes e após o lançamento.

Cabe destacar que dados anuais serão utilizados para as análises relacionadas a estes indicadores de desempenho contábil-financeiros e de mercado. Serão analisados, neste contexto, os resultados médios apresentados pelos diferentes grupos de empresas *i* nos períodos *t*. Para a análise do desempenho das empresas IPO, antes e após o IPO, serão analisados (ano_{-1}; ano_0; ano_{+1}, ano_{+2} e ano_{+3}). Para comparação do desempenho no longo prazo (período que se espera encontrar resultados mais baixos para as empresas que supostamente gerenciaram seus resultados em função das reversões do gerenciamento praticado quando do lançamento das ações) entre empresas gerenciadoras (tercil 3) e não gerenciadoras (tercil 1), serão analisados (ano_{+1}, ano_{+2} e ano_{+3}).

Todas estas métricas são utilizadas objetivando testar a *hipótese (H_2)* deste trabalho que enfatiza o fato de que as empresas IPO que gerenciaram agressivamente seus resultados (com maiores níveis de *accruals* discricionários – tercil 3) apresentam desempenho econômico-financeiro mais fraco no longo prazo após o IPO, proveniente das reversões do gerenciamento de resultados praticado quando do lançamento das ações.

3.5 MÉTODO PARA COMPARAÇÃO DO DESEMPENHO DE CARTEIRAS (RETORNO DAS AÇÕES) DAS EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO

Outro importante aspecto da metodologia empregada na pesquisa diz respeito à análise do retorno das ações das empresas analisadas (desempenho de carteiras com ações dessas firmas) no curto, médio e longo prazos. Espera-se que o retorno das ações no longo prazo após o IPO das empresas que gerenciaram seus resultados contábeis de forma agressiva

seja inferior ao das empresas que não gerenciaram seus resultados. A tendência é que as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados (classificadas no tercil 3) apresentem desempenho mais fraco no longo prazo no que tange retorno das ações, proveniente das reversões do gerenciamento de resultados praticado.

Neste sentido, após a classificação das empresas que compõem a amostra da pesquisa em tercis, conforme o nível de *accruals* discricionários, poderão ser identificadas as empresas que não gerenciaram seus resultados e empresas que supostamente gerenciaram agressivamente seus resultados (tercis 1 e 3, respectivamente).

Entretanto, nesta pesquisa, será analisada uma estratégia mais tradicional conhecida também como *buy and hold* (comprar e segurar). Levará em consideração apenas o preço das ações e não os eventuais desdobramentos para que se possa mensurar a rentabilidade daquele investidor que comprou o papel no IPO e o manteve em carteira sendo possível comparar o preço de lançamento ao preço de fechamento posterior nos diversos tempos.

Assim sendo, análises serão realizadas com os retornos das ações (Equação 39), assim como nas pesquisas de Costa Jr. e Neves (2000), Santana (2006) e Galdino (2010). Estes dados serão obtidos por meio de cotações do Economática®. Neste contexto, os retornos para a ação *i* serão obtidos através da equação:

$$R_{it} = \left(\frac{P_{tIPO+n} - P_{tIPO}}{P_{tIPO}} \right) x100 \qquad (39)$$

Em que:

R_{it} = Retorno da ação *i* no período *t*;

P_{tIPO+n} = Cotação de fechamento da ação *i* no período *t* (*t + 1; t + 2 e t + 3)*;

P_{tIPO} = Cotação de fechamento/Preço de oferta da ação *i* no dia da oferta pública inicial.

Destarte, comparações e teste de diferença de médias serão realizadas entre os retornos das ações de empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados e empresas que não gerenciaram seus resultados. Espera-se (conforme explicitado na hipótese 3 desta pesquisa) que as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados (classificadas no 3º tercil) apresentem desempenho mais fraco no que tange retorno das ações (do que as empresas classificadas no 1º tercil – não gerenciadoras), proveniente das reversões do gerenciamento de resultados praticado. Ou seja, espera-se que a variação média percentual do preço de fechamento das ações, nos distintos períodos analisados, das empresas que realizaram IPO e

que gerenciaram agressivamente seus resultados sejam inferiores a variação média percentual das empresas que não gerenciaram seus resultados.

Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Singer (2007), Zielinski (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013) apontam evidências de gerenciamento de resultados em períodos prévios ao IPO, que contribuem, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nestes períodos e para lucros e retorno das ações abaixo do previsto no longo prazo após o lançamento. Assim como na pesquisa de Galdino (2010), a variação média dos preços de fechamento das ações IPO serão agrupadas por empresas, sendo nesta pesquisa, agrupadas entre empresas que gerenciaram seus resultados e empresas que não gerenciaram.

Enfim, objetiva-se verificar se a variação percentual média das empresas que realizaram IPO e que supostamente gerenciaram agressivamente seus resultados fica sempre aquém da variação percentual média das empresas que realizaram IPO e não gerenciaram seus resultados, em todos os períodos (três anos posteriores ao IPO - *t + 1; t + 2 e t + 3*). Ou melhor, as ações das empresas que gerenciaram seus resultados valorizaram menos que as ações das empresas que não gerenciaram seus resultados nos períodos de alta e desvalorizaram mais nos períodos de baixa.

Para complementar, ainda neste contexto, serão comparadas a variação média percentual no preço de fechamento das ações (retorno - desempenho - taxa de crescimento) das empresas que realizaram IPO e supostamente gerenciaram seus resultados e as ações das empresas que compõem o mercado como um todo.

Todos estes testes são realizados objetivando testar a *hipótese (H_3)* deste trabalho que enfatiza o fato de que as empresas IPO que gerenciaram agressivamente seus resultados (com maiores níveis de *accruals* discricionários – tercil 3) apresentam desempenho mais fraco no que tange ao retorno das ações proveniente das reversões do gerenciamento de resultados praticado quando do lançamento.

Neste sentido, assim como nas pesquisas de Costa Jr. e Neves (2000), Galdino (2010) e Ferreira *et al*. (2011) o Índice Bovespa (Ibovespa) será utilizado como *proxy* do desempenho das ações no mercado. É importante destacar que o Ibovespa se caracteriza como o mais importante indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, incluindo em seu cálculo o desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade (80% do volume transacionado na bolsa) do mercado de ações brasileiro (BM&FBOVESPA, 2014).

Espera-se que as ações das empresas IPO que gerenciaram seus resultados contábeis positivamente em períodos precedentes e que marcam o IPO apresentem desempenho aquém

do desempenho apresentado pelo mercado (Ibovespa utilizado como *proxy*) em períodos posteriores ao IPO (ano_{+1}, ano_{+2} e ano_{+3}), em função das reversões dos *accruals* relativos ao gerenciamento praticado quando do lançamento das ações.

Sendo assim, as empresas brasileiras que realizaram IPO, classificadas no tercil 3 (com maiores níveis de acumulações discricionárias) terão a variação percentual no preço de fechamento de suas ações (desempenho de suas ações) comparadas ao desempenho apresentado pelas ações no mercado, para o mesmo período. Destarte, a variação percentual do preço de fechamento (retorno ou taxa de crescimento das ações) será analisada acumuladamente para os anos $t_{+1,}$ t_{+2} e t_{+3}, sendo t o ano do IPO.

Cabe destacar que, Galdino (2010) realizou comparação parecida em sua pesquisa, também utilizando o Ibovespa como *proxy* para o índice do mercado, verificando que o desempenho médio dos IPOs fica sempre aquém do Ibovespa em todos os períodos. Espera-se encontrar resultados parecidos nesta pesquisa, em função das reversões dos *accruals* relativos ao suposto gerenciamento praticado pelas empresas IPO.

Enfim, pretende-se, com estas análises, verificar o comportamento do preço das ações das empresas que realizaram IPO no Brasil entre 2002 e 2010, posteriormente ao lançamento. Cabe frisar ainda que o comportamento do preço das ações das empresas IPO podem se relacionar tanto a práticas de desconto por parte do mercado no que tange preço das ações, uma vez que o mercado sabe que os gestores possuem incentivos para inflar seus resultados em períodos prévios e que marcam o IPO objetivando maiores preços para suas ações, quanto às consequências de uma possível performance econômico-financeira fraca no longo prazo após o IPO, fruto das reversões relativas ao gerenciamento,

Cabe ressaltar ainda que análises relacionadas ao preço das ações dessas empresas objetivam elucidar o quão importante é, para os investidores no mercado de capitais, compreender o gerenciamento de resultados contábeis e as consequências de suas reversões. A partir da análise dos retornos das ações entre empresas que supostamente gerenciaram seus resultados e empresas que não gerenciaram seus resultados, poderá ser melhor elucidado como o gerenciamento de resultados contábeis pode interferir no desempenho das ações (comportamento do preço dessas ações ao longo do tempo).

Por conseguinte, na pesquisa adotou-se o teste *t* para a diferença entre duas médias aritméticas tanto para análises relacionadas à performance econômico-financeira (seção 3.4), quanto para análises relacionados ao retorno das ações (seção 3.5) das empresas que realizaram IPO no período de 2002 a 2010.

O teste *t* para a diferença entre duas médias aritméticas é explicitado por Levine *et al* (2008) que enfatizam que por meio deste teste, busca-se determinar se as médias de duas populações são significativamente diferentes entre si. O intuito é comprovar se há diferença, estatisticamente significativa, entre as médias aritméticas dos indicadores de ROA, Margem do EBITDA, VPA, LPA, P/L e DPA, antes e depois do IPO, assim como no retorno das ações analisados em períodos posteriores ao IPO entre empresas que gerenciaram e empresas que não gerenciaram seus resultados. Cabe destacar que as médias aritméticas destes indicadores também serão analisadas entre empresas classificadas nos tercis 1 e 3 (empresas que não gerenciaram seus resultados e empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados, respectivamente), procurando detectar se, posteriormente ao lançamento inicial das ações, estas empresas apresentam diferença estatisticamente significativa para estes indicadores.

Contudo, antes de realizar o teste, deve-se verificar se as variâncias das duas populações são equivalentes ou não. Para tanto, Levine *et al* (2008) sugerem que seja realizado o teste *F* de variância agrupada:

$$F = \frac{\sigma_1^2}{\sigma_2^2} \quad (40)$$

Em que:

σ_1^2 = variância do indicador antes do IPO; e

σ_2^2 = variância do indicador depois do IPO.

Caso a hipótese nula de igualdade de variâncias não seja rejeitada, utiliza-se o teste *t* para duas amostras, presumindo-se variâncias equivalentes; se ocorrer o contrário, utiliza-se o teste *t*, presumindo-se variâncias diferentes. Para que a hipótese nula de variâncias equivalentes seja rejeitada, a estatística do teste *F* deve apresentar um valor superior ao do *F* crítico (*F* tabelado).

Em seguida, deve-se testar a hipótese nula de que não existe diferença entre as médias aritméticas das duas populações para o nível de significância de 5% (nível de significância adotado na pesquisa que têm sido amplamente utilizado por pesquisadores nas ciências sociais aplicadas).

H_0: $\mu_1 = \mu_2$ ou $\mu_1 - \mu_2 = 0$ (41)

H_1: $\mu_1 \neq \mu_2$ ou $\mu_1 - \mu_2 \neq 0$

Caso a hipótese nula de igualdade das médias não seja rejeitada, conclui-se que as médias do indicador selecionado são estatisticamente iguais para os períodos anteriores e posteriores ao IPO.

Levine *et al* (2008) salientam que a estatística do teste *t* de variância agrupada segue uma distribuição *t*, com $n_1 + n_2 - 2$ graus de liberdade. Para um determinado nível de significância, α, em um teste bicaudal, rejeita-se a hipótese nula caso a estatística do teste *t* calculada seja maior do que o valor crítico da cauda superior da distribuição *t*, ou caso a estatística do teste *t* calculada seja menor do que o valor crítico da cauda inferior da distribuição *t*.

Destarte, sugere-se que o *t* calculado seja dado por:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{S_P^2\left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}\right)}} \tag{42}$$

Em que:

$$S_P^2 = \frac{(n_1 - 1)\sigma_1^2 + (n_2 - 1)\sigma_2^2}{(n_1 - 1) + (n_2 - 1)} \tag{43}$$

Sendo:

$\bar{X}_1$ = média aritmética dos valores do indicador antes do IPO;

$\bar{X}_2$ = média aritmética dos valores do indicador depois do IPO;

μ_1 = média aritmética da população 1;

μ_2 = média aritmética da população 2;

S_P^2 = variância agrupada dos valores, antes e depois do IPO;

n_1 = tamanho da amostra antes do IPO; e

n_2 = tamanho da amostra depois do IPO.

Importante ressaltar ainda que o Economática® se destaca como principal base de dados e o Microsoft Excel® (auxílio na tabulação) e Stata® (realização dos testes) serão utilizados para realizar todos os cálculos relacionados ao teste *t* para a diferença entre as médias, uma vez que, objetiva-se comprovar se há diferença estatisticamente significativa entre as médias dos indicadores mencionados em períodos que antecedem e marcam o lançamento das ações e entre períodos posteriores ao lançamento das empresas que gerenciaram e empresas que não gerenciaram seus resultados.

A partir destes testes será possível comparar o desempenho econômico-financeiro das entidades classificadas nos tercis 1 e 3 (de acordo com o nível de *accruals* discricionários)

objetivando verificar ainda se no longo prazo as entidades classificadas no tercil 3 apresentaram performance ruim. Caso as entidades que realizaram IPO classificadas no tercil 3 (ou seja, com altos níveis de *accruals* discricionários) apresentem performance ruim no longo prazo, este fato se caracteriza como evidência de gerenciamento de resultados em momentos que marcam o lançamento das ações, pois no longo prazo estariam ocorrendo as reversões das medidas contábeis adotadas para manipulação dos resultados a serem reportados.

Além disso, pretende-se realizar o teste *t* para diferença de médias entre os retornos das ações obtidos para empresas classificadas nos tercis 1 e 3 no curto, médio e longo prazo após o IPO (um ano - $t + 1$; dois anos - $t + 2$ e três anos - $t + 3$, sendo *t* o ano do IPO). Pretende-se comparar ainda os retornos médios obtidos pelas empresas que supostamente gerenciaram seus resultados (classificadas no tercil 3) e o retorno médio obtido pelo mercado (Ibovespa utilizado como *proxy*).

O fato de que se analisa o desempenho de longo prazo após o IPO se deve aos incentivos para gerenciar os resultados que tendem a persistir imediatamente após a oferta. Os empreendedores geralmente não podem dispor de seus papéis, pelo menos até vários meses após o IPO. Além disso, as empresas enfrentam uma barreira legal que diz respeito às reversões dos *accruals* que podem tornar as atividades de gerenciamento de resultados suficientemente transparente para desencadear ações judiciais contra a empresa e sua gestão (TEOH, WELCH e WONG, 1998).

3.6 MÉTODO PARA ANÁLISE DOS CONDICIONANTES PARA A PRÁTICA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS NO CONTEXTO DOS IPOs

Por fim, um último aspecto da metodologia diz respeito à análise dos condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis no contexto dos IPOs.

3.6.1 *Modelo de Regressão (Dados em Painel)*

Nas pesquisas relacionadas à contabilidade e finanças, frequentemente os dados se referem a diversas unidades de observação "*i*" (empresas, países, estados, etc) observados em diferentes momentos no tempo "*t*" (anos, semestres, trimestres, meses, dias, etc). Assim, os

dados disponíveis para a análise do pesquisador irão variar no tempo e no espaço, constituindo um Painel de observações (GUJARATI e PORTER, 2011; BRESSAN, 2009).

A modelagem de dados em painel relaciona indivíduos, empresas, países, etc., em relação ao tempo, havendo a heterogeneidade entre as unidades. Possibilita combinar séries temporais com observações de corte transversal, oferecendo maiores informações, maior variabilidade, reduzindo a colinearidade entre as variáveis, além de maior eficiência estatística ao melhor medir os efeitos que não podem ser observados em corte transversal ou em séries temporais de forma isolada (GUJARATI e PORTER, 2011; BALTAGI e BOOZER, 2009).

Os dados em painel referem-se à observação de diversos indivíduos ou empresas i=1,2,3,...n, em cada período de tempo t =1,2,3...T, sendo a heterogeneidade entre as unidades o foco da análise (BALTAGI e BOOZER, 2009). Assim sendo, a abordagem geral para o modelo de dados em painel é dada por:

$$y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}\, x_{1it} + \ldots + \beta_{kit}\, x_{kit} + c_i + \varepsilon_{it} \qquad (44)$$

Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007) enfatizam que nessa notação, o subscrito i denota os diferentes indivíduos e o subscrito t denota o período de tempo que está sendo analisado. β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto e β_k ao coeficiente angular correspondente à k-ésima variável explicativa do modelo. O termo de erro do modelo é representado por $c_i + \varepsilon_{it}$. É importante ressaltar que, para o modelo de dados em painel o termo de erro ε_{it} é composto por $\varepsilon_{it} + c_i$, sendo que c_i indica o efeito individual específico não observável, que difere entre as unidades e é invariante no tempo. O termo ε_{it} varia com as unidades e com o tempo, sendo também chamado de "termo de erro usual da regressão". O termo de erro dos dados em painel possui as mesmas propriedades dos resíduos, ou seja: média zero, não correlacionados entre si e nem com as variáveis explicativas (x_i) e com o efeito individual (c_i), além de serem homocedásticos (BALTAGI e BOOZER, 2009).

A forma matricial para o i-ésimo indivíduo será dada por:

$$y_i = \begin{bmatrix} y_{i1} \\ y_{i2} \\ \vdots \\ y_{iT} \end{bmatrix} X_i = \begin{bmatrix} x_{1i1} & x_{2i1} & \cdots & x_{ki1} \\ x_{1i2} & x_{2i2} & \cdots & x_{ki2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{1iT} & x_{2iT} & \cdots & x_{kiT} \end{bmatrix} \beta_i = \begin{bmatrix} \beta_{0i1} & \beta_{1i1} & \beta_{2i1} & \vdots & \beta_{ki1} \\ \beta_{0i2} & \beta_{1i2} & \beta_{2i2} & \vdots & \beta_{ki2} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \beta_{0iT} & \beta_{1iT} & \beta_{2iT} & \cdots & \beta_{kiT} \end{bmatrix} \varepsilon_i = \begin{bmatrix} \varepsilon_{i1} \\ \varepsilon_{i2} \\ \vdots \\ \varepsilon_{iT} \end{bmatrix} \qquad (45)$$

Em que:

y_i e ε_i são vetores de dimensão (T x 1) e contém, respectivamente, as T variáveis dependentes e os T erros;

X_i é uma matriz de dimensão (K x T) com as variáveis explicativas do modelo (sendo que o elemento x_{KiT} refere-se a k-ésima variável explicativa para o indivíduo *i* no tempo *t*; e

β_i é a matriz dos parâmetros a serem estimados.

Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007) elucidam ainda que neste modelo geral, o intercepto e os parâmetros resposta são distintos para cada individuo e para cada período de tempo. Existem, assim, mais parâmetros desconhecidos do que observações, não sendo possível, neste caso, estimar os seus parâmetros. Neste sentido, é necessário especificar suposições acerca do modelo geral a fim de torná-lo operacional. Assim, dentre os modelos que combinam dados de séries temporais e dados em corte transversal, o *Modelo de Efeitos Fixos e o Modelo de Efeitos Aleatórios* têm sido os mais utilizados.

Destarte, cabe destacar que há diferentes modelos que podem ser usados para dados em painel, tendo como principal diferença a existência de *efeitos fixos ou aleatórios*. O modelo de efeitos fixos pretende controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos e permanecem constantes ao longo do tempo. Para isto, supõe que o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas é constante ao longo do tempo; ao passo que os parâmetros resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo. A ideia de efeitos fixos parte do pressuposto de que os regressores sejam correlacionados com o termo de erro, tornando os estimadores de MQO viesados e inconsistentes (BALTAGI e BOOZER, 2009; BRESSAN, 2009).

Assim, os modelos que levam em conta os efeitos específicos do indivíduo para uma variável dependente y_{it} é dado por:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 x_{1it} + \ldots + \beta_k x_{kit} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (46)$$

em que x_{it} são regressores, β_{0i} são os efeitos específicos de cada indivíduo e $c_i + \varepsilon_{it}$ representam o erro. Ou seja, o termo "efeitos fixos" se deve ao fato de que, embora o intercepto possa diferir entre os indivíduos, o intercepto de cada indivíduo não varia ao longo do tempo, é invariante no tempo. O modelo de efeitos fixos surge da pressuposição de que c_i é correlacionado com as variáveis do modelo x_i, sendo assim, todas as diferenças de comportamento entre os indivíduos deverão ser captadas pelo intercepto. Destarte, este último pode ser interpretado como o efeito das variáveis omitidas no modelo. O intercepto neste modelo é um parâmetro fixo e desconhecido que capta as diferenças entre os indivíduos que

compõem a amostra. A vantagem dos modelos de efeitos fixos é que podem obter um estimador consistente do efeito marginal do *j*-ésimo regressor de $E(y_{it}|\beta_{0i},x_{it})$, dado que x_{jit} varia no tempo (BRESSAN, 2009).

A forma matricial para o i-ésimo indivíduo, como sugerido por Griffiths, Hill e Judge (1993), será:

$$\begin{bmatrix} y_{i1} \\ y_{i2} \\ \vdots \\ y_{iT} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \\ \vdots \\ 1 \end{bmatrix} \beta_{0i} + \begin{bmatrix} x_{1i1} & x_{2i1} & \dots & x_{ki1} \\ x_{1i2} & x_{2i2} & \dots & x_{ki2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{1iT} & x_{2iT} & \dots & x_{kiT} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \\ \vdots \\ \beta_k \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{i1} \\ \varepsilon_{i2} \\ \vdots \\ \varepsilon_{iT} \end{bmatrix} \quad (47)$$

No modelo de efeitos fixos β_{0i} representa os interceptos a serem estimados, um para cada indivíduo. Como os parâmetros resposta não variam entre os indivíduos e nem ao longo do tempo, todas as diferenças de comportamento entre os indivíduos deverão ser captadas pelo intercepto. Desse modo, β_{0i} pode ser interpretado como o efeito das variáveis omitidas no modelo, conforme apontam Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007).

Já no modelo de efeitos aleatórios assume-se que β_{0i} é aleatório, ou seja, não correlacionado com os regressores x_i. Esse modelo trata os interceptos como variáveis aleatórias, isto é, considera que os indivíduos sobre os quais dispõe-se de dados são amostras aleatórias de uma população maior de indivíduos. Percebe-se assim que a distinção crucial entre efeitos fixos e efeitos aleatórios diz respeito ao fato de que no modelo de efeitos fixos, os efeitos não observáveis (c_i) são correlacionados com os regressores (x_{it}) e no modelo de efeitos aleatórios, (c_i) não são correlacionados com os (x_{it}).

Segundo Griffiths, Hill e Judge (1993), os interceptos para o modelo de efeitos aleatórios serão modelados como: $\beta_{0i} = \bar{\beta}_0 + c_i$. Sendo assim, este intercepto é composto pelo termo de erro aleatório que capta as diferenças de comportamento entre os indivíduos, c_i, e, por outro componente, $\bar{\beta}_0$, que corresponde ao valor médio do intercepto populacional. Esse modelo tem como vantagem a possibilidade de estimação de todos os coeficientes, mesmo dos regressores que não variam no tempo, obtendo os efeitos marginais. Esse modelo é dado por:

$$y_{it} = \bar{\beta}_0 + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + ...+ \beta_k X_{kit} + w_{it} \quad (48)$$

em que $w_{it} = \varepsilon_{it} + c_i$, representa o termo de erro composto do modelo (BALTAGI e BOOZER, 2009). Cabe destacar que w_{it} não está correlacionado com qualquer variável explicativa no

modelo (GUJARATI e PORTER, 2011). Contudo, Bressan (2009) adverte que se esse modelo for estimado e o modelo de efeitos fixos for mais indicado, os estimadores serão inconsistentes.

A forma matricial desse modelo, para o i-ésimo indivíduo, será dada por:

$$\begin{bmatrix} y_{i1} \\ y_{i2} \\ \vdots \\ y_{iT} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \\ \vdots \\ 1 \end{bmatrix} \bar{\beta}_0 + \begin{bmatrix} x_{1i1} & x_{2i1} & \dots & x_{ki1} \\ x_{1i2} & x_{2i2} & \dots & x_{ki2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{1iT} & x_{2iT} & \dots & x_{kiT} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \\ \vdots \\ \beta_k \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{i1} \\ \varepsilon_{i2} \\ \vdots \\ \varepsilon_{iT} \end{bmatrix} \quad (49)$$

Cabe destacar que, o novo termo estocástico w_{it} possui média zero e variância constante, ou seja, são homocedásticos. Os erros do mesmo indivíduo em diferentes períodos de tempo são correlacionados, caracterizando a autocorrelação e como é captado comportamento individual dos indivíduos que compõem a amostra, o problema de heterocedasticidade também deve ser enfrentado.

Dadas todas essas considerações acerca dos modelos de dados em painel, é preciso avaliar qual dos modelos é o mais indicado. Gujarati e Porter (2011) assim como Bressan (2009) propõem uma série de testes. Esses testes visam avaliar diante dos dados coletados, o melhor modelo. Neste sentido, para detecção de qual é o melhor modelo a ser utilizado tem-se uma série de procedimentos/etapas a serem seguidas, conforme aponta Bressan (2009).

Tem-se, assim, como etapa inicial, a estimação do modelo *pooled*. Esse modelo assume que os coeficientes são constantes e pressupõem que o intercepto e as inclinações são os mesmos, independentemente da amostra, ou seja, os dados são empilhados. O segundo passo seria a estimação do modelo de efeitos fixos. Posteriormente, é usado o teste de Chow, com a estatística F, na qual aponta o modelo mais indicado, *pooled* ou efeitos fixos, tendo como hipótese nula (H_0) a não existência de efeitos individuais específicos indicando o modelo *pooled*, ou seja, c_i são estatisticamente iguais a zero contra a hipótese alternativa (H_1) de que estes efeitos individuais são diferentes de zero, apontando para o modelo de efeitos fixos (BALTAGI e BOOZER, 2009).

Posteriormente, estima-se o modelo de efeitos aleatórios. Nessa etapa, é utilizado o teste de Breusch-Pagan para avaliar a utilização de modelos com efeitos aleatórios versus modelo *pooled*. O teste utiliza o Multiplicador de Lagrange (LM), com distribuição assintótica X^2. A estatística de teste é definida como:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} + \left[\frac{\sum_{i=1}^{n}\left[\sum_{t=1}^{T} c_{it}\right]^2}{\sum_{i=1}^{n}\sum_{t=1}^{T} c_{it}^2} - 1\right]^2 \sim \chi^2 \quad (50)$$

Tem-se como hipótese nula (H_0): Var(c_i) = 0, indicando para o modelo *pooled* contra a hipótese alternativa (H_1) de que o modelo de efeitos aleatórios é melhor para os dados que estão sendo tratados.

Já no que tange a utilização do modelo de efeitos aleatórios ou modelo de efeitos fixos, Wooldridge (2002) enfatiza que o principal determinante para decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios é o efeito não observado c_i. Nas situações em que este efeito não observado c_i não é correlacionado com as variáveis explicativas, o modelo de efeitos aleatórios deve ser utilizado. Já no caso em que c_i for correlacionado com algumas variáveis explicativas, o modelo de efeitos fixos deve ser utilizado.

Para checar se existe correlação entre c_i e as variáveis explicativas x_{it}, Bressan (2009) sugere o teste de Hausman que tem como hipóteses nula e alternativa:

H_0: c_i não é correlacionado com as variáveis explicativas; indicando que o modelo de efeitos aleatórios deve ser utilizado. Sob a hipótese nula, os estimadores do modelo com efeitos aleatórios são consistentes e eficientes.

H_1: c_i é correlacionado com as variáveis explicativas; apontando para o modelo de efeitos fixos. Sob a hipótese alternativa, os estimadores com efeitos aleatórios são não consistentes, mas os estimadores com efeitos fixos são.

Ou seja, aplica-se o teste de Hausman, para avaliar qual é o modelo mais indicado entre o modelo de efeitos fixos e efeitos aleatórios. Esse teste assume como hipótese nula (H_0): Cov(c_i, x_{it}) = 0, indicando para o modelo de efeitos aleatórios, já que os efeitos individuais são estritamente não correlacionados com os regressores

Consecutivamente, dado isso, verifica-se se há problemas de autocorrelação e heterocedasticidade, uma vez que, é comum a presença destes problemas econométricos nesse tipo de regressão devido à incorporação das séries temporais e ao corte transversal. Para testar se há a presença de autocorrelação o teste proposto por Wooldridge (2002) é utilizado, e a presença de heterocedasticidade é testada via utilização do teste de Wald, como aponta Bressan (2009).

Wooldridge (2002) apresenta a pressuposição de que os erros não devem ser autocorrelacionados e deriva o teste de autocorrelação serial AR(1) para modelos de dados em painel. Sob a hipótese nula de ausência de correlação serial, os resíduos da regressão das

variáveis em primeira diferença devem apresentar uma autocorrelação de -0,5 o que implica que, o coeficiente dos resíduos defasados em uma regressão destes com os resíduos em t = 0 deve ser igual a -0,5. Já quanto à aplicação do teste Wald modificado para heterocedasticidade em grupo, Bressan (2009) elucida que o teste de Wald segue uma distribuição $\chi^2{}_{N_g}$ em que N_g é igual ao número de unidades cross-section, sob a hipótese nula de homocedastidade. Se esta estatística de teste for significativa, rejeitando $H_{0,}$ indica a presença de heterocedasticidade em grupo no modelo estimado. Bressan (2009) e Bressan, Braga e Bressan (2012) adotaram esses passos quando da estimação do modelo de dados em painel.

Sendo assim, caso ocorram problemas relacionados à autocorrelação ou heterocedasticidade, o modelo será re estimado, usando os estimadores de Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (*Feasible Generalized Least Square* ou FGLS). Com FGLS, o modelo se torna mais robusto, caso ocorram problemas de autocorrelação ou heterocedasticidade, gerando resultados satisfatórios, como evidenciado por Bressan, Braga e Bressan (2012).

É importante frisar ainda que para a análise de dados em painel tem-se painéis balanceados e painéis não balanceados. Para o painel balanceado, cada indivíduo no conjunto de dados é observado o mesmo número T de vezes, constituindo uma base de dados balanceada. Já o painel não balanceado é uma base na qual os indivíduos são observados de modo diferente/incompleto no tempo (GUJARATI e PORTER, 2011).

Destarte, para testar a *hipótese quatro (H_4)* desta pesquisa, será utilizada regressão com dados em painel em que a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no período *t*, GR*it* (medido pelos *accruals* discricionários para a empresa *i* no período *t*). As variáveis apontadas por autores (Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Ye (2006), McNichols (2000), Baptista (2008), Kothari, Leone e Wasley (2005), Castro (2008), Zang (2012), Teoh, Welch e Wong (1998), Hochberg (2011), Martinez (2001), Morsfield e Tan (2006), Ronen e Yaari (2008), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Fasolin e Klann (2014)) como condicionantes para o nível de *accruals* obtidos pelas empresas são incorporadas ao modelo de regressão. Dessa forma, o modelo utilizado nesta pesquisa (tomando como base autores como Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013), Baptista (2008) e Hochberg (2011)) que inclui diversas variáveis que influenciam a prática do gerenciamento de resultados contábeis é:

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FaseIPO_{it} + \beta_2 PEVC_{it} + \beta_3 IFRS_{it} + \beta_4 GC_{it} + \beta_5 ISE_{it} + \beta_6 \Delta PIB_{it} + \beta_7 SEO_{it} + \beta_8 Auditor_{it} + \beta_9 Quente_{it} + \beta_{10} Tamanho_{it} + \beta_{11} Crescimento_{it} + \beta_{12} Alavancagem_{it} + \beta_{13} Desempenho_{it} + \beta_{14} Tangibilidade_{it} + \beta_{15} CapitaldeGiro_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (51)$$

Em que:

GR_{it}: é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no período *t*, medido pelos *accruals* discricionários para a empresa *i* no período *t* (calculados pelo Modelo de Jones Modificado e pelo Modelo de *Performance-Matching*).

Fase IPO_{it}*:* variável *dummy* que assume o valor um para as 11 observações do período chave, o período que antecede, marca e imediatamente posterior ao IPO (observações/trimestres do ano_{-1}, ano_0 e ano_{+1} – período com maiores incentivos para gerenciar resultados) para a empresa *i*, e zero, caso contrário.

Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) enfatizam que no período chave para o IPO (período que antecede imediatamente a oferta) o incentivo dos gestores para manipular os resultados é mais forte. Teoh, Welch e Wong (1998) elucidam que assim como nos períodos imediatamente anteriores (início de formação dos *accruals*), o período que marca (inflacionar o preço das ações) e imediatamente posterior (evitar processos judiciais; período de *lockup* – período de restrição de venda dos papéis dos administradores), também são caracterizados pelos altos incentivos dos gestores para gerenciar resultados. Portanto, espera-se que o coeficiente desta variável responsável por captar as observações da empresa *i* no período crítico para o IPO seja positivo, indicando que nos trimestres referentes aos anos (-1, 0 e +1) os níveis de *accruals* discricionários são maiores do que em períodos posteriores (anos +2 e +3) dado que os incentivos para gerenciar resultados diminuem consideravelmente, e os efeitos das reversões dos *accruals* provavelmente vão impactar o desempenho das entidades gerenciadoras.

Presença de private equity/venture capital (PE/VC_{it}): variável *dummy* que assume o valor um quando a observação vem de uma empresa com investimentos de PE/VC e zero, caso contrário.

Ronen e Yaari (2008) assim como Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) enfatizam que a presença de um gestor de capital de risco (PE/VC) com altos investimentos, alta reputação e poder para manter contato e participar das reuniões do conselho administrativo da empresa investida inibe a prática do gerenciamento de resultados contábeis por parte dos

administradores dessas empresas (esses gestores de PE/VC se caracterizam, assim, como monitores do gerenciamento de resultados – *gatekeepers* - que detêm poder e buscam a congruência entre seus interesses e os interesses dos gestores). Segundo estes autores, a presença destes gestores de capital de risco vão então mitigar o gerenciamento de resultados.

Por outro lado, estes gestores de capital de risco podem corroborar com a administração da empresa na adoção de escolhas oportunistas (gerenciamento de resultados) dado que ambos podem objetivar uma reação positiva do mercado. Nakamura, Forte e Aguiar (2006) corroboram neste aspecto ao elucidarem em sua pesquisa que quando existe algum indicador contábil-financeiro que se aproxima negativamente de seu monitoramento, a resposta dos gestores de capital de risco é uma maior participação nas decisões, ou quiçá, até intervenção. Uchimura (2011) e Espenlaub e Garret (1999) enfatizam que no momento do IPO, os fundos de PE/VC geralmente possuem uma quantidade substancial de ações das empresas investidas. Consequentemente, os fundos influenciam no gerenciamento de resultados e participam nos processos decisórios, especialmente no momento do IPO. Sendo assim, a presença destes gestores de capital de risco pode estar relacionada também a maiores níveis de *accruals* discricionários. Portanto, o sinal esperado para o coeficiente desta variável não é claro, podendo as empresas com investimentos de PE/VC apresentar, tanto menores quanto maiores níveis de *accruals* discricionários.

Aderência às IFRS (*IFRS*$_{it}$): variável *dummy* que assume o valor um quando a observação for referente aos anos posteriores a 2009 (obrigatória no Brasil a partir do exercício findo em 2010), e zero, nos demais casos.

Segundo Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), o gerenciamento por *accruals* diminuiu com a implantação do IFRS, provavelmente pelo aumento da qualidade dos números reportados decorrente do processo de harmonização das demonstrações contábil-financeiras às regras internacionais de contabilidade. Corroborando, Silva *et al* (2014) encontraram evidências de redução significativa no nível de *accruals* discricionários para as empresas chilenas pós adoção às IFRS. Por outro lado, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis elucida que as normas internacionais de contabilidade proporcionam maior espaço para julgamento por parte do preparador das demonstrações contábeis-financeiras, caracterizando uma contabilidade mais interpretativa do que normativa para que a essência das transações prevaleça sobre a forma e ainda em prol de uma visão justa e verdadeira do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período. Este cenário de maior julgamento/flexibilidade pode proporcionar maior espaço para que os gestores

gerenciem os resultados contábeis adotando escolhas oportunistas. Joia (2012) e Elbannan (2011) não encontraram relação significativa entre as IFRS e o GR. Já Jeanjean e Stolowy (2008) encontraram, em países *code-law* como a França, um aumento no nível de GR. Portanto, o sinal esperado para o coeficiente desta variável não é claro, podendo a aderência às normas internacionais de contabilidade estar associada tanto a menores quanto a maiores níveis de *accruals* discricionários.

Governança Corporativa (GC_{it}): variável *dummy* que assume o valor um quando a observação vem de uma empresa pertencente ao Novo Mercado, e zero, caso contrário.

Ronen e Yaari (2008) assim como Martinez (2001) elucidam que a adoção de mecanismos de Governança Corporativa se caracteriza como fatores limitadores para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Baptista (2008) encontrou relação negativa entre o nível de governança e o nível de *accruals* discricionários das empresas. Mecanismos que protejam os interesses dos investidores irão objetivar mitigar o gerenciamento de resultados que pode distorcer as avaliações realizadas por investidores existentes e em potencial. Assim sendo, é esperado que o coeficiente encontrado para esta variável seja negativo indicando que quando da presença de mecanismos de governança corporativa, há menor nível de acumulações discricionárias assumidas pelas empresas.

Sustentabilidade Empresarial (ISE_{it}): variável *dummy* que assume o valor um quando a observação vem de uma empresa presente no ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial), e zero, caso contrário.

Assim como para a Governança Corporativa, Ronen e Yaari (2008) elucidam que a Sustentabilidade Empresarial também se caracteriza como fator limitador para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Empresas sustentáveis estão comprometidas e diferenciam-se em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas (BM&FBOVESPA, 2014). Assim sendo, é esperado que o coeficiente encontrado para esta variável seja negativo indicando que empresas sustentáveis empresarialmente apresentam menor nível de acumulações discricionárias.

Condição Geral da Economia ($\triangle PIB_{it}$): representada pela variação no Produto Interno Bruto (PIB) entre os trimestres t - 1 e t, incorporada para capturar a atividade econômica geral.

Para Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) a condição geral da economia influencia o nível de *accruals* discricionários assumidos pelas empresas, pois, dependendo da situação

econômica, as empresas poderão aumentar ou reduzir ainda mais seus *accruals* no intuito de gerenciar seus resultados. O sinal esperado para o coeficiente desta variável não é claro, podendo estar relacionada à condição geral da economia tanto ao aumento (Ex. Período de Crescimento Econômico - Maximização) quanto à redução (Ex. Período de recessão econômica – "*Taking a Bath*") das acumulações discricionárias (Ronen e Yaari, 2008).

Realização de uma SEO (SEO_{it}): variável *dummy* que assume o valor um se a empresa *i* realizou uma oferta subsequente de ações (SEO) e se o trimestre *t* está compreendido no intervalo considerado com incentivos para o gerenciamento de resultados desta nova oferta (anos$_{+1}$, $_{+2}$ e $_{+3}$), e zero, caso contrário.

Rangan (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Bispo (2010) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) elucidam que, da mesma forma que em um IPO, as empresas têm grandes incentivos para gerenciar seus resultados quando realizam uma oferta subsequente de ações (SEO). Assim, espera-se encontrar sinal positivo para esta variável corroborando com os autores mencionados, ou seja, as empresas que realizaram IPO, e posteriormente, SEO, no período estudado, apresentaram maior nível de acumulações discricionárias em períodos posteriores ao IPO e próximos a SEO. Sinal positivo este que aponta para o fato de que as empresas que realizaram IPO e, posteriormente, SEO, apresentaram menor nível de *accruals* nos períodos próximos ao IPO e níveis maiores próximo a SEO, já que tinham como objetivo realizar uma oferta experiente no futuro próximo, não comprometendo sua reputação para com o mercado.

Reputação do Auditor ($Auditor_{it}$): variável *dummy* que assume o valor um quando a observação vem de uma empresa com demonstrações contábeis-financeiras auditadas por uma das empresas de auditoria líderes de mercado, do chamado grupo "*Big Four*" (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu e Ernst & Young), e zero, caso contrário.

Para Morsfield e Tan (2006), Baptista (2008), Ronen e Yaari (2008) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013), a variável $Auditor_{it}$ controla o efeito que monitores-chave (os *gatekeepers*) podem ter em mitigar o gerenciamento de resultados. Para estes autores, a reputação do auditor externo (um dos mais importantes monitores no contexto do gerenciamento de resultados) poderia ser prejudicada caso ele falhasse em identificar ou prevenir (alertar) sobre distorções contábeis das empresas. Martinez (2001) também ressalta que quanto mais independente e eficiente for a firma de auditoria menor será a propensão para

que esta tolere o gerenciamento de resultados. Por este motivo, espera-se um sinal negativo para o coeficiente da variável $Auditor_{it}$.

Momentos Quentes ($Quente_{it}$): variável *dummy* que assume o valor um quando a observação vem de um trimestre caracterizado como "quente", e zero, caso contrário. Os trimestres serão denominados "quentes e frios" em função do volume de IPOs realizados em cada um dos trimestres analisados. Assim serão considerados "quentes" os trimestres com número de ofertas superior a média apresentada em todo o período analisado e "frios" os trimestres com número de ofertas inferior a esta média.

. Autores como Alti (2006), Rossi Jr. e Marotta (2010) e Baker e Wurgler (2002) elucidam que as definições dos chamados momentos "quentes e frios" de emissão de ações são calcadas no volume de ofertas. Sendo assim, períodos em que há um elevado volume de ofertas são considerados como quentes e períodos frios são caracterizados pelo baixo volume de ofertas púbicas de ações.

O racional por trás da definição implica que, se houver uma percepção por parte dos gestores de que há uma janela de oportunidade onde o custo de capital via ações está baixo relativo a outras modalidades de financiamento, haverá uma concentração natural de IPOs nesse período e uma tendência dos gestores em ofertar volume maior de ações para aproveitar o momento percebido como favorável. Essa técnica de identificação do tipo de período em que ocorreu o IPO (quente ou frio) tem a vantagem de utilizar somente as condições de mercado como parâmetro de definição para janela de oportunidade (ALTI, 2006).

Neste contexto, estes momentos quentes, podem também ser favoráveis para a prática do gerenciamento de resultados contábeis por parte dos gestores dado que usufruindo destas janelas de oportunidade os gestores podem abastecer o mercado com expectativas falsas, fruto do gerenciamento de resultados contábeis. Assim, espera-se encontrar sinal positivo para esta variável corroborando com as expectativas relacionadas às janelas de oportunidade, momentos caracterizados como quentes, de economia aquecida.

$Tamanho_{it}$: representada pelo logaritmo natural dos ativos totais da empresa *i* no trimestre *t* (em milhões de reais).

Ronen e Yaari (2008) assim como Hochberg (2011) e Martinez (2001) enfatizam que empresas maiores possuem demonstrações contábeis-financeiras mais complexas (com maiores ruídos), e, portanto, podem usufruir deste aspecto para manipular seus resultados. Por outro lado, grandes empresas estão mais sujeitas a serem monitoradas pelos *gatekeepers*

(monitores como os analistas de mercado) e isso reduz as oportunidades para o gerenciamento. Desta forma, não há uma expectativa clara sobre o sinal associado à variável $Tamanho_{it}$.

$Crescimento_{it}$*:* representada pela variação na receita operacional líquida da empresa *i* entre os trimestres *t* - 1 e *t*, dividida pela receita líquida operacional no trimestre *t* - 1.

Hochberg (2011) salienta que empresas com maiores taxas de crescimento estão mais propensas a gerenciar seus resultados e, consecutivamente, apresentar maiores níveis de *accruals* discricionários uma vez que estão em corrente expansão, utilizando de algum grau de imprecisão dos números relatados. Baptista (2008) elucida que maiores níveis de *accruals* podem estar relacionados a maiores expectativas de crescimento. Fasolin e Klann (2014) também esperam um sinal positivo para esta variável, ou seja, empresas em crescimento apresentariam maiores níveis de acumulações discricionárias.

$Alavancagem_{it}$*:* representada pela alavancagem da empresa *i* no trimestre *t*, calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e os ativos totais.

Morsfield e Tan (2006) assim como Ronen e Yaari (2008) e Martinez (2001) elucidam que empresas altamente alavancadas têm grandes incentivos para gerenciar seus resultados para cima (inflar seus resultados) objetivando evitar a violação de cláusulas contratuais para com terceiros. Entretanto, enfrentam um maior monitoramento por parte dos detentores desses títulos. Destarte, corroborando com Baptista (2008), também não há uma expectativa clara para o sinal da variável $Alavancagem_{it}$.

$Desempenho_{it}$*:* representada pelo retorno sobre os ativos (ROA) da empresa *i* entre os trimestres *t* – 1 e *t*, calculado como a razão entre o lucro líquido e os ativos totais.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995), McNichols (2000) e Kothari, Leone e Wasley (2005) argumentam que testes relacionados ao gerenciamento de resultados podem ser incorretamente especificados se os *accruals* discricionários forem correlacionados com o desempenho da empresa. A variável ROA_{it} controla esse viés potencial ao ser incorporada nos modelos de gerenciamento de resultados com base nos *accruals* melhor elucidando a atividade econômica e outras características relacionadas à performance da empresa. Baptista (2008) ressalta que o nível de *accruals* de uma empresa pode estar relacionado tanto a maiores quanto a menores valores para o ROA (*proxy* de desempenho). Desta forma, não há expectativa clara para o sinal do coeficiente dessa variável.

Tangibilidade$_{it}$: representada pelos investimentos em ativos fixos da empresa *i* no trimestre *t*, calculada como a razão entre o ativo permanente e a receita operacional líquida de vendas.

Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) enfatizam que para que as empresas sejam capazes de produzir em excesso e adotar medidas discricionárias, é necessário ter ativos fixos (operacionais) em nível suficiente para suportar esse aumento na produção e nas vendas. Espera-se que o coeficiente dessa variável seja positivo, indicando que empresas com maior nível de imobilização apresentem maior nível de *accruals* discricionários.

Capital de Giro$_{it}$: representada pelo capital de giro da empresa *i* no trimestre *t*, diminuída das disponibilidades e das dívidas (empréstimos e financiamentos) de curto prazo.

Ye (2006) elucida que ativos circulantes, tais como contas a receber e estoques, devem ser convertidos em dinheiro dentro do ciclo de funcionamento, de modo que os seus saldos voltem ao seu nível normal depois do ciclo. Da mesma forma, os passivos circulantes anormais são geralmente pagos com dinheiro dentro do ciclo de trabalho, de modo que o equilíbrio anormal desaparecerá ao final deste período. Neste sentido, a variável capital de giro descontada das disponibilidades e das dívidas de curto prazo, poderá indicar este comportamento anormal dos *accruals* dentro do ciclo de funcionamento da empresa.

Dado que o Capital de Giro se caracteriza como o recurso utilizado para sustentar as operações do dia-a-dia da empresa, ou seja, é o capital disponível para condução normal dos negócios da empresa, ele poderá apontar, dentro do ciclo operacional da empresa, comportamento anormal dos *accruals* correntes, uma vez que, o volume de capital de giro utilizado por uma empresa depende de seu volume de vendas, política de crédito e do nível de estoque mantido. Contudo, não há uma expectativa clara sobre o sinal do coeficiente dessa variável que pode estar relacionada tanto a maiores quanto a menores níveis de acumulações discricionárias.

Percebe-se que para a análise dos condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis (explicação para o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas) incorpora-se no modelo diversas variáveis, dentre elas, variáveis financeiras de controle que são utilizadas nesta pesquisa como *proxy* para o: tamanho, expectativas de crescimento, nível de alavancagem, desempenho, tangibilidade e nível do capital de giro, além de outras variáveis que representam o período chave para o IPO, a presença de PE/VC, a aderência às normas internacionais de contabilidade (IFRS), a governança corporativa, a sustentabilidade empresarial, a atividade econômica geral, a realização de oferta experiente de capital (SEO) e a qualidade ou reputação das empresas de auditoria.

Todas estas variáveis possibilitam explicar os níveis de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas, ou seja, os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Não existe um consenso literário sobre quais variáveis possuem maiores efeitos para explicar o nível de *accruals* discricionários das empresas. Entretanto, as variáveis mencionadas são as variáveis mais comuns que vêm sendo utilizadas por autores nacionais e internacionais (Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Ye (2006), McNichols (2000), Baptista (2008), Kothari, Leone e Wasley (2005), Castro (2008), Zang (2012), Teoh, Welch e Wong (1998), Hochberg (2011), Martinez (2001), Morsfield e Tan (2006), Ronen e Yaari (2008), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Fasolin e Klann (2014) como condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis.

No Quadro 3 são melhor demonstradas as variáveis que serão incorporadas ao modelo objetivando explicar quais os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados no contexto dos IPOs.

Quadro 3: Variáveis adotadas para o modelo de Dados em Painel para explicar o nível de *accruals* discricionários das empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010.

	Variáveis e (Siglas)	Fórmula de Cálculo	Sinal Esperado	Autor (es)
Dependente	Gerenciamento de Resultados (GR)	(Nível de *accruals* discricionários (AD) da empresa *i* no período *t*, calculados pelo Modelo de Jones Modificado e pelo Modelo de *Performance-Matching*).		Baptista (2008), Hochberg (2011) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).
Independentes	A Fase do IPO (FaseIPO)	Variável *Dummy*	Positivo	Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Teoh, Welch e Wong (1998).
	A presença de PE/VC (PEVC)	Variável *Dummy*	Incerto	Ronen e Yaari (2008), Hochberg (2011), Nakamura, Forte e Aguiar (2006), Uchimura (2011), Espenlaub e Garret (1999) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).
	A aderência às IFRS (IFRS)	Variável *Dummy*	Incerto	Jeanjean e Stolowy (2008), Elbannan (2011), Joia (2012) e Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) e Silva *et al* (2014).
	A Governança Corporativa (GC)	Variável *Dummy*	Negativo	Baptista (2008), Martinez (2001) e Ronen e Yaari (2008).
	A Sustentabilidade Empresarial (ISE)	Variável Dummy	Negativo	Ronen e Yaari (2008).
	A Condição Geral da Economia (PIB)	Variação no Produto Interno Bruto (PIB) trimestral entre os trimestres *t* - 1 e *t*.	Incerto	Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014).
	A Realização de uma SEO (SEO)	Variável *Dummy*	Positivo	Rangan (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Bispo (2010), Hochberg (2011) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).
	A Reputação do Auditor (Auditor)	Variável *Dummy*	Negativo	Baptista (2008), Morsfield e Tan (2006), Martinez (2001), Ronen e Yaari (2008) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).
	Momentos Quentes (Quente)	Variável *Dummy*	Positivo	Alti (2006), Rossi Jr. e Marotta (2010) e Melo e Lamounier (2014).
	Tamanho	Logaritmo natural dos ativos totais da empresa *i* no trimestre *t* (em milhões de reais).	Incerto	Hochberg (2011), Fasolin e Klann (2014), Martinez (2001), Baptista (2008), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013), Zang (2012), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Ronen e Yaari (2008) e Castro (2008).
	Crescimento	Variação na receita operacional líquida da empresa *i* entre os trimestres *t* - 1 e *t*, dividida pela receita líquida operacional no trimestre *t* -1.	Positivo	Baptista (2008), Hochberg (2011), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Fasolin e Klann (2014), Zang (2012) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).
	Alavancagem	Alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e os ativos totais.	Incerto	Baptista (2008), Hochberg (2011), Martinez (2001), Morsfield e Tan (2006), Ronen e Yaari (2008) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).
	Desempenho	Retorno sobre os ativos (ROA) calculado como a razão entre o lucro líquido e os ativos totais.	Incerto	Dechow, Sloan e Sweeney (1995), McNichols (2000), Baptista (2008), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Kothari, Leone e Wasley (2005), Zang (2012) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).
	Tangibilidade	Investimentos em ativos fixos calculado como a razão entre o ativo imobilizado e a receita operacional líquida de vendas.	Positivo	Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014).
	Capital de Giro	Capital de Giro diminuído das disponibilidades e das dívidas de curto prazo.	Incerto	Ye (2006).

Fonte: Elaborado pelo autor.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Apresentados a introdução, a caracterização do problema, os objetivos geral e específicos, as hipóteses, a relevância, o referencial teórico e a metodologia, pretende-se, neste tópico, apresentar os resultados obtidos na pesquisa.

4.1 ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS COM USO DE *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS

4.1.1 *Estatística Descritiva*

As tabelas a seguir apresentam estatísticas descritivas referentes às variáveis obtidas para as 92 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações na Bovespa no período de janeiro de 2002 a dezembro de 2010, excluindo as empresas do setor econômico Financeiro e Outros (segundo classificação setorial da Bovespa). As informações foram coletadas dos prospectos de distribuição de ações, do sistema Economática®, dos relatórios contábeis publicados pelas empresas e dos *sites* da Bovespa, CVM e institucionais. A tabela 3 apresenta as características financeiras das companhias emissoras de ações. Os valores médios, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo dos ativos totais, ativo circulante, disponível, passivo circulante, empréstimos e financiamentos de curto prazo, depreciação e amortização, receita líquida operacional, contas a receber, permanente e ROA são apresentados.

Destarte, as Tabelas 3 e 4 apresentam as estatísticas descritivas das variáveis que compõem os modelos de Jones Modificado (1995) e *Performance-Matching* (2005) além dos componentes que integram o cálculo dos *accruals* totais pelo enfoque do balanço patrimonial (metodologia utilizada no trabalho). Esses *accruals* incluem as variações nas contas de capital de giro (Contas a Receber, Estoques e Contas a Pagar), as quais dependem das variações na Receita do período. O Ativo Permanente é a parte que controla o componente dos *accruals* totais relacionados às Despesas com Depreciação e Amortização não-discricionárias. Já o ROA é responsável por captar o efeito da performance da empresa na formação dos *accruals*.

Estas variáveis são utilizadas para calcular o nível de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis) obtidos pelas empresas que realizaram IPO no período de 2002 a 2010 na Bovespa. Estes procedimentos são adotados em consonância com o primeiro objetivo específico deste trabalho onde pretende-se verificar se as empresas que realizaram IPO no período de 2002 a 2010 gerenciaram seus resultados por meio da análise do

nível de *accruals* discricionários nos períodos próximos (antecedentes, que marcam e posteriores) ao IPO.

Tabela 3. Estatísticas descritivas das variáveis para cálculo dos *accruals* das empresas IPO.

Variáveis	*Média*	*Mediana*	*Desvio Padrão*	*Mínimo*	*Máximo*
Ativo Total	**2476.5**	**1334.6**	**3856.7**	**23.6**	**45232.1**
Ativo Circulante	**1025.2**	**587.6**	**1481.9**	**8.4**	**15266.6**
Disponível	**396.6**	**180.4**	**788.9**	**0.1**	**7854.9**
Passivo Circulante	**566.9**	**284.6**	**898.8**	**1.5**	**9685.1**
Empréstimos e Financ. de CP	**250.4**	**92.4**	**479.7**	**0.1**	**5432.5**
Depreciação e Amortização	**20.7**	**8.1**	**36.1**	**0.1**	**360.4**
Receita Líquida Operacional	**1012.1**	**374.2**	**2812.7**	**0.9**	**55055.8**
Clientes CP	**278.4**	**136.2**	**453.6**	**0.1**	**5777.8**
Permanente	**1139.1**	**315.4**	**2422.2**	**0.1**	**28121.3**
ROA (Razão LL/AT)	**0.92**	**1.2**	**4.87**	**-43.5**	**29.5**
Em milhões de reais, exceto quando indicado.					

Fonte: Elaborado pelo autor.

É importante informar que todas as variáveis presentes na Tabela 4 estão padronizadas pelos Ativos Totais do período anterior a qual cada observação pertence.

Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*.

Variáveis	*Média*	*Mediana*	*Desvio Padrão*	*Mínimo*	*Máximo*
***Accruals* Totais**	**0.06533**	**0.00199**	**1.79912**	**-1.81298**	**1.61493**
Variação da Receita – Variação das Contas a Receber / Ativo Total$_{it-1}$	**0.04218**	**0.10939**	**0.37869**	**-1.89792**	**1.28655**
Permanente	**0.40773**	**0.40621**	**0.32032**	**0.00051**	**1.95302**
ROA	**0.91474**	**1.2**	**4.87171**	**-43.5**	**29.5**
Inverso do Ativo	**2.35E-06**	**7.59E-07**	**0.000014**	**2.2108E-08**	**0.00043**

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que, em média, as empresas da amostra de IPOs obtiveram *accruals* no valor de 6,53% do Ativo Total do período anterior (Tabela 4). O alto valor para estes *accruals* deve-se aos maiores valores para a Receita Líquida Operacional (média de 1012,1) concomitantemente aos menores valores nos Créditos a Receber (média de 278,4) e nas Disponibilidades (média de 396,6), que obtiveram média aproximadamente três vezes menor, expondo uma alteração na composição dos Ativos Circulantes. Essa situação sinaliza uma

mudança nas políticas de crédito e gestão de caixa, impactando de forma positiva o aumento dos *accruals* totais obtidos pelas empresas.

Quanto aos Ativos Permanentes, estes obtiveram média de 1139,1 (Tabela 3) e representam em média 40,77% do Ativo Total do período anterior. Espera-se que, ao aumentar os permanentes, haja também um aumento das Despesas de Depreciação, o que tem impacto negativo no valor dos *accruals* totais. Ademais, com o crescimento médio dos *accruals* correntes, notou-se também média baixa para os Passivos Circulantes (566,9) e Empréstimos e Financiamentos de Curto prazo (250,4), o que contribui para que os *accruals* totais sejam positivos.

Ressalta-se que, ao analisar o desvio-padrão dos Ativos Totais (3856,7), dos Ativos Circulantes (1481,9), das Receitas (2812,7) e dos Permanentes (2422,2) e Passivo Circulante (898,8), evidenciou-se a heterogeneidade das empresas contidas na amostra, as quais estão inseridas em distintos setores, desde subsetores de siderurgia e metalurgia, alimentos, serviços, até transportes.

4.1.2 *Análise do Nível de Accruals Discricionários*

Neste tópico, considera-se a estimação dos *accruals* discricionários pelo modelo de Jones Modificado (1995) [Equação 15] e pelo modelo de *Performance-Matching* (2005) [Equação 21], os quais explicam o montante dos *accruals* não discricionários pela variação na Receita deduzida das contas a receber e nos investimentos em Ativos Permanentes. O modelo de *Performance-Matching* inclui ainda a variável ROA, objetivando captar o efeito da performance da empresa na formação dos *accruals* não discricionários.

Assim sendo, foram iniciados os procedimentos metodológicos para verificar a hipótese (H1) deste trabalho onde espera-se que as empresas que realizaram IPO apresentem maior nível de *accruals* discricionários em períodos que antecedem e marcam o IPO (ano_{-1}, ano_0 e ano_{+1}) do que em períodos posteriores ao lançamento (ano_{+2} e ano_{+3}) sinalizando para o fato de que estas empresas gerenciaram seus resultados nos períodos prévios ao IPO.

Para dar continuidade ao estudo, foram estimadas cinquenta e uma regressões para Cortes Transversais utilizando todas as observações/trimestre das empresas que formam o grupo de controle, composto pelas empresas listadas na BM&FBovespa excluindo as empresas que realizaram IPOs entre 2002 e 2010 que formam a amostra do estudo. As empresas que realizaram Oferta Subsequente de Ações (SEO) no mesmo período também foram excluídas em função do objetivo para gerenciar resultados que também pode ser

verificado para estas empresas. Além disso, empresas para as quais não foram obtidos dados trimestrais completos para, no mínimo, 8 trimestres consecutivos também foram excluídas do grupo de controle assim como as empresas do setor econômico Financeiro e Outros (segundo classificação setorial da Bovespa) que contém características econômico-financeiras distintas das empresas dos demais segmentos. Contudo, o grupo de controle é formado por 187 empresas listadas na BM&FBovespa.

Após a coleta dos dados para estas empresas no período de 2001 a 2013 foram realizadas 51 regressões para as empresas do grupo de controle objetivando elucidar quais os coeficientes normais dos modelos utilizados para cada período analisado (anos -1, 0, +1, +2 e +3). O primeiro trimestre de 2001 só serve de base para cálculo das variáveis que compõem os modelos utilizados, já que os mesmos incorporam a variação das variáveis entre o período *t* e o período *t – 1* para cálculo dos *accruals* do período *t*. Assim sendo, foram realizadas 3 regressões (em 2001) e 4 regressões (de 2002 a 2013) totalizando 51 regressões.

Para todos os períodos analisados foram obtidas melhoras no que tange às regressões realizadas para o modelo de Jones Modificado (1995) e o modelo de *Performance-Matching* (2005). Em todos os 51 trimestres o R^2 e R^2 Ajustado das regressões foram maiores para o modelo de *Performance-Matching* (2005). Também não foram encontrados problemas econométricos relacionados à multicolinearidade, autocorrelação e heterocedasticidade, sendo a padronização das variáveis utilizadas no modelo pelo ativo total do período anterior grande responsável, dado que empresas de diferentes portes e segmentos estão inseridas na pesquisa.

Foram realizados o teste VIF objetivando detectar problemas relacionados à multicolinearidade entre as variáveis, o teste de Breusch-Pagan para problemas relacionados à heterocedasticidade dos resíduos e o teste de Breusch-Godfrey para problemas relacionados à autocorrelação entre os resíduos. O teste RESET também foi realizado para a correta especificação do modelo. Não foram encontrados problemas econométricos que comprometessem os resultados obtidos com as regressões realizadas para o grupo de controle que é formado por 187 empresas listadas na BM&FBovespa (Os resultados médios dos coeficientes obtidos nas regressões e dos testes relacionados a presença de problemas econométricos estão presentes no Apêndice 2 desta pesquisa).

Na Tabela 5 é possível verificar que o modelo de *Performance-Matching* (2005) que incorpora a performance da empresa na explicação do nível de *accruals* não discricionários é melhor especificado, obtendo maior significância estatística para os coeficientes estimados e maior R^2 e R^2 Ajustado nas regressões realizadas.

Tabela 5. Estatísticas descritivas dos resultados dos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching.*

Modelo	*R^2 Médio*	*R^2 Ajustado Médio*
Jones Modificado	**0.2059**	**0.1913**
Performance-Matching	**0.3108**	**0.2908**
Diferença	**0.1049**	**0.0995**
Prob (T > *t*)	**0.0621****	**0.0727****
Estatística *t*	**1.55**	**1.47**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

O R^2 médio do modelo de Jones Modificado (1995) de 20,59% é bem inferior ao R^2 médio de 31,08% do modelo de *Performance-Matching* (2005). Este padrão também é observado para o R^2 Ajustado médio que é de 19,13% para o modelo de Jones Modificado (1995) e de 29,08% para o modelo de *Performance-Matching* (2005). Destarte, percebe-se que a evolução do modelo de Jones Modificado com a inserção da performance na explicação dos *accruals* não discricionários realizada pelo modelo de *Performance-Matching* é bem sucedida. Melhores resultados estatísticos são encontrados para o Modelo de *Performance-Matching* (2005). Este padrão era esperado em função da incorporação da variável performance que auxilia na explicação do nível de *accruals* não discricionários obtidos por uma empresa em determinado período. As diferenças encontradas nas médias do R^2 e R^2 Ajustado dos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching* são estatisticamente significativas ao nível de 10%, demonstrando o maior poder de explicação deste último.

A tabela 6 apresenta estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados contábeis de uma amostra composta por 92 empresas que abriram o capital na Bovespa de janeiro de 2002 a dezembro de 2010. As acumulações discricionárias (em % dos ativos totais em *t-1*), *proxy* do nível de gerenciamento de resultados contábeis, foram calculadas utilizando-se os modelos de Jones Modificado e *Performance-Matching*. O teste *t* de diferença de médias refere-se à comparação entre as médias das acumulações discricionárias das empresas da amostra de IPOs nos períodos (anos -1, 0, +1, +2 e +3) para os modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*. Os dados são separados por fases.

Tabela 6. Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados.

Modelo	***Ano -1***		***Ano 0***		***Ano +1***		***Ano +2***		***Ano +3***	
	Pré-IPO		***IPO***		***Pós-IPO***		***Pós-IPO***		***Pós-IPO***	
	N	*Média*	*N*	*Média*	*N*	*Média*	*N*	*Média*	*N*	*Média*
Jones Modificado	**33**	**7.96%**	**88**	**14.23%**	**90**	**5.64%**	**88**	**1.20%**	**87**	**1.60%**
Performance Matching	**33**	**10.50%**	**88**	**13.28%**	**90**	**4.02%**	**88**	**0.08%**	**87**	**2.02%**
Diferença	**-2.53%**		**0.95%**		**1.62%**		**1.12%**		**-0.42%**	
Prob (T > t)	**0.1354**		**0.2238**		**0.2226**		**0.2901**		**0.3340**	
Estatística t	**-1.5120**		**0.8716**		**0.8767**		**0.6183**		**-0.4737**	

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Percebe-se que os níveis médios das acumulações discricionárias divergem pouco entre os modelos. Em todos os períodos a diferença encontrada entre as médias dos *accruals* discricionários para os modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching* não é estatisticamente significativa.

Entretanto, foram realizados testes objetivando verificar se o nível médio de acumulações discricionárias obtidas pelas empresas IPO nas diferentes fases estudadas são estatisticamente diferentes de zero (AD ≠ 0). Nas Tabelas 7 e 8 são apresentados os resultados destes testes para o nível de *accruals* discricionários calculados com base no Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching*, respectivamente.

Tabela 7. Testes de diferença de médias do nível de AD calculados com base no Modelo de Jones Modificado (AD ≠ 0).

Modelo	***Ano -1***	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***
	Pré-IPO	***IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***
Jones Modificado	*Média*	*Média*	*Média*	*Média*	*Média*
	7.96%	**14.23%**	**5.64%**	**1.20%**	**1.60%**
Prob (AD ≠ 0)	0.0001*	0.0000*	0.0000*	0.0913**	0.0345*
Estatística t	4.3180	7.2933	4.6300	1.6933	2.1232

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Verificou-se que, para o Modelo de Jones Modificado, em todas as fases estudadas (anos -1, 0, +1, +2 e +3) os níveis médios de acumulações discricionárias obtidas pelas empresas IPO são estatisticamente diferentes de zero. Entretanto é importante ressaltar os altos níveis nos anos (-1, 0 e +1) período chave para a prática do IPO com grandes incentivos

para gerenciar resultados por parte dos gestores. Cabe destacar que este comportamento é verificado na queda do nível médio de acumulações discricionárias que inclusive têm significância estatística reduzida nos anos +2 e +3, como pode ser observado na Tabela 7.

Na Tabela 8 também verifica-se que o nível médio de acumulações discricionárias, calculadas com base no Modelo de *Performance-Matching*, cai nos anos +2 e +3 se comparados com os anos -1, 0 e +1, para as empresas IPO que compõem a amostra da pesquisa. Inclusive, no ano +2 não foi encontrada significância estatística para rejeitar a hipótese nula de que a média de AD deste período é diferente de zero. Sendo assim, estes resultados apontam indícios de que os incentivos para gerenciar resultados são altos em torno do evento do IPO como aponta a hipótese H1 desta pesquisa.

Tabela 8. Testes de diferença de médias do nível de AD calculados com base no Modelo de *Performance-Matching* (AD ≠ 0).

Modelo	***Ano -1***	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***
	Pré-IPO	***IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***
Performance-Matching	*Média*	*Média*	*Média*	*Média*	*Média*
	10.50%	**13.28%**	**4.02%**	**0.08%**	**2.02%**
Prob (AD ≠ 0)	0.0034*	0.0000*	0.0011*	0.9492	0.0051*
Estatística t	3.0500	7.1121	3.2968	0.0637	2.8208

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Objetivando melhor verificar o comportamento apresentado pelos níveis de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) obtidos pelas empresas IPO, novos testes e tabelas são apresentadas. Na Tabela 9 os dados são subdivididos nas cinco fases estudadas (anos -1, 0, +1, +2 e +3). Observa-se que, em média, as acumulações discricionárias são positivas e relevantes no período que engloba os três anos imediatamente ao redor da data do IPO (anos -1, 0 e +1), o que corrobora com os resultados obtidos por Teoh, Welch e Wong (1998) e a hipótese (H1) deste trabalho.

No Brasil, Paulo (2006) realizou estudo para verificar a relação entre oferta pública de ações e o nível de discricionariedade dos resultados contábeis, e não encontrou evidências de que as acumulações discricionárias são positivas no período que marca a oferta. A divergência entre os resultados encontrados provavelmente se deve às diferentes amostras empregadas. Paulo (2006) utilizou uma amostra composta essencialmente por SEOs, já que, no período analisado pelo autor (2000 a 2003), ocorreram apenas dois IPOs. No presente estudo, por sua vez, o período analisado foi de 2001 a 2013 e apenas IPOs realizados entre 2002 e 2010 foram incluídos na amostra. Contudo, Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Alhadab, Clacher e

Keasey (2013) também verificaram o mesmo padrão observado neste trabalho com elevados níveis de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis) para as empresas IPO nos períodos que imediatamente antecedem, marcam e posteriores ao IPO.

No ano +1, que compreende o período pré-expiração da cláusula *lock-up*, quando também há incentivos para a prática de gerenciamento de resultados (RANGAN, 1998), o nível médio das acumulações discricionárias foi positivo e também muito diferente dos patamares médios identificados nas fases com menores incentivos (anos +2 e +3). Este resultado traz evidências de que, no caso brasileiro, a busca por maior valorização dos papéis para a venda das ações dos *insiders* logo após a expiração da cláusula *lock-up* também parece ser uma das motivações dos administradores para gerenciar os resultados contábeis.

Tabela 9. Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados nas fases do IPO.

Modelo	***Ano -1***	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***	***Diferença***	***Prob (T > t)***	***Estatística t***
	Pré-IPO	***IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***			
Jones Modificado	**7.96%**	**14.23%**	**5.64%**	**1.20%**	**1.60%**			
Média Pré-IPO X IPO	**7.96%**	**14.23%**				**-6.27%**	**0.1764**	**-1.09**
Média Pré-IPO X Pós-IPO	**7.96%**		**2.81%**			**5.15%**	**0.0002***	**5.15**
Média IPO X Pós-IPO		**14.23%**	**2.81%**			**11.42%**	**0.0000***	**8.76**
Média Pré-IPO + IPO X Pós-IPO	**11.54%**		**2.81%**			**8.73%**	**0.0032***	**3.37**
Média Pós-IPO (1) X Pós-IPO (2 e 3)			**5.64%**	**1.40%**		**4.24%**	**0.0075***	**2.37**
Performance Matching	**10.50%**	**13.28%**	**4.02%**	**0.08%**	**2.02%**			
Média Pré-IPO X IPO	**10.50%**	**13.28%**				**-2.78%**	**0.3050**	**-0.56**
Média Pré-IPO X Pós-IPO	**10.50%**		**2.04%**			**8.46%**	**0.0000***	**6.02**
Média IPO X Pós-IPO		**13.28%**	**2.04%**			**11.24%**	**0.0000***	**8.10**
Média Pré-IPO + IPO X Pós-IPO	**12.08%**		**2.04%**			**10.04%**	**0.0016***	**3.74**
Média Pós-IPO (1) X Pós-IPO (2 e 3)			**4.02%**	**1.05%**		**2.97%**	**0.0819****	**1.47**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No período Pré-IPO (ano -1) a média encontrada para as acumulações discricionárias é de 7,96% e de 10,50% para os modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*,

respectivamente. Esta média é bem superior à média encontrada nos períodos posteriores à oferta pública de ações. Já no período que marca o IPO (ano 0) a média observada é de 14,23% para o modelo de Jones Modificado e de 13,28% para o modelo de *Performance-Matching*. As médias encontradas são superiores às médias encontradas em todos os outros períodos, apontando para os incentivos dos administradores em gerenciar os resultados contábeis quando do lançamento das ações.

Cabe destacar ainda que testes para diferença entre as médias encontradas em cada período analisado também foram realizados. As médias dos períodos Pré-IPO, IPO e Pré-IPO + IPO foram estatisticamente superiores às médias encontradas nos períodos Pós-IPO em todos os períodos. Na comparação das médias dos períodos Pós-IPO (ano +1) e Pós-IPO (anos +2 e +3) também foram encontradas diferenças estatisticamente significativas aos níveis de 5 e 10%, respectivamente, para os modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*. Contudo, somente para a comparação entre as médias dos períodos Pré-IPO (ano -1) e IPO (ano 0) não foram encontradas diferenças estatisticamente significativas.

Autores nacionais e internacionais (Aharony, Lin e Loeb (1993), Friedlan (1994), Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Singer (2007), Lo (2008), Zielinski (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013), Martinez (2001), Paulo (2006) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013)) apontam evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* nos períodos anteriores ou concernentes ao IPO. Este comportamento sugere que os incentivos para gerenciar resultados são altos impulsionando positivos e relevantes níveis de *accruals* discricionários quando da oferta pública de ações.

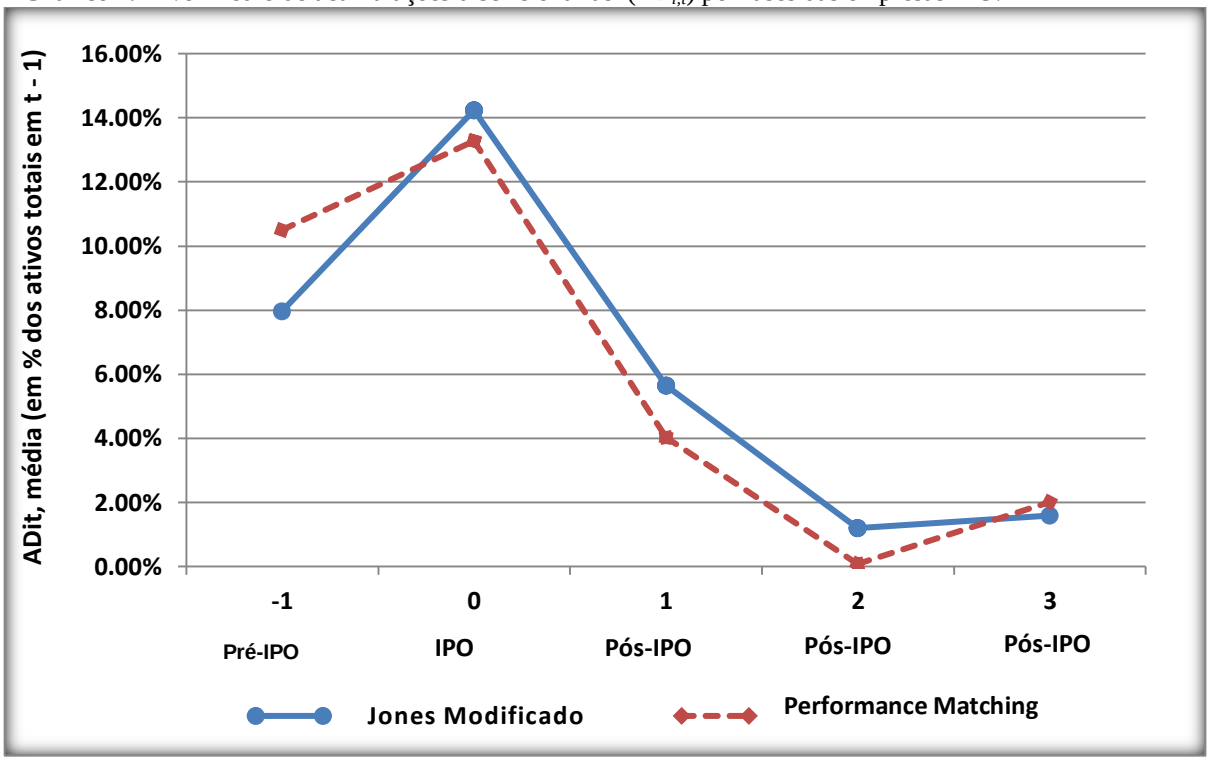
No que tange a não significância estatística nas diferenças entre as médias das acumulações discricionárias das empresas da amostra de IPOs do período Pré-IPO (ano -1) e do período que marca o IPO (ano 0) destaca-se que, assim como no período Pré-IPO, no período que marca o lançamento, os incentivos vinculados ao mercado de capitais para gerenciar os resultados são altos.

Cabe enfatizar também que, no curto prazo após o IPO (ano +1), os incentivos para gerenciar resultados persistem, mesmo que não sejam tão altos quanto no período que antecede e marca o IPO. Este padrão pode ser observado na tabela 9 e também no Gráfico 2, que elucidam a redução média do nível de *accruals* discricionários das empresas que realizaram oferta pública inicial de ações na Bovespa no período de 2002 a 2010.

No Gráfico 2, é melhor elucidado como o objetivo para gerenciar resultados é forte nos períodos que antecedem, marcam e imediatamente posteriores à oferta pública inicial de ações. A distribuição do valor médio da *proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis

evidencia um alto nível de gerenciamento de resultados contábeis no intervalo imediatamente ao redor da data do IPO (anos -1, 0 e +1) para a amostra de empresas IPO.

Gráfico 2. Nível médio de acumulações discricionárias ($AD_{i,t}$) por fases das empresas IPO.



Fonte: Elaborado pelo autor.

As conclusões inferidas a partir da análise da Tabela 9 e do Gráfico 2 são consistentes com a hipótese de pesquisa (H1), ou seja, há indícios de que as empresas brasileiras que realizaram IPO no período de 2002 a 2010 gerenciaram seus resultados nos períodos próximos (antecedentes ou que marcam) o IPO.

Este padrão pode ser observado no Gráfico 2 onde nos períodos Pré-IPO e IPO o nível médio das acumulações discricionárias varia entre 7 e 15%. Já nos períodos Pós-IPO o nível médio de *accruals* discricionários varia de 0 a 6%. Este padrão ilustra o objetivo dos gestores para gerenciar resultados nos períodos imediatamente anteriores e que marcam o lançamento das ações, sendo que, nos períodos posteriores ao lançamento este objetivo é reduzido e o nível de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis) também é reduzido.

4.2 ANÁLISE DAS MÉTRICAS PARA COMPARAÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

4.2.1 *Análise da Performance das Empresas antes e após o IPO*

A tabela a seguir apresenta estatísticas descritivas das métricas de performance de 92 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações na Bovespa no período de janeiro de 2002 a dezembro de 2010, excluindo as empresas do setor econômico Financeiro e Outros (segundo classificação setorial da Bovespa). As informações foram coletadas dos prospectos de distribuição de ações, do sistema Economática®, dos relatórios contábeis publicados pelas empresas e dos *sites* da Bovespa, CVM e institucionais. A Tabela 10 apresenta as métricas de performance das companhias emissoras de ações. Os valores médios, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo do ROA, Margem EBTIDA, VPA, LPA, P/L e DPA são apresentados.

Tabela 10. Estatísticas descritivas das métricas de performance das empresas IPO.

Variáveis	*Média*	*Mediana*	*Desvio Padrão*	*Mínimo*	*Máximo*
ROA	**5.03**	**4.74**	**9.44**	**-38.89**	**39.73**
Margem EBTIDA	**17.25**	**17.28**	**23.51**	**-47.33**	**57.34**
VPA	**7.34**	**4.73**	**12.33**	**-17.33**	**75.19**
LPA	**0.53**	**0.43**	**2.29**	**-16.71**	**14.04**
Preço/Lucro (P/L)	**22.16**	**17.05**	**45.33**	**-96.51**	**187.62**
DPA	**0.19**	**0.00**	**0.48**	**0.00**	**1.84**

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que, as empresas da amostra de IPOs obtiveram alto desvio padrão para todas as variáveis relacionadas à performance. Este fato pode ser explicado pelas diferentes fases em que estas variáveis foram coletadas para estas empresas concomitantemente às distintas motivações dos administradores destas empresas para gerenciar seus resultados. As variáveis ROA, LPA, P/L e DPA foram as que obtiveram maior desvio padrão sendo 9,44; 2,29; 45,33 e 0,48, respectivamente. Sendo assim, percebe-se que nos diferentes períodos analisados (períodos que antecedem, marcam e posteriores ao IPO), os valores assumidos pelas empresas variam muito.

Já as variáveis Margem EBTIDA (23,51) e VPA (12,33) são as que obtiveram menor desvio padrão sinalizando para o fato de que em termos de performance operacional as empresas IPO são muito parecidas e também no que tange o valor patrimonial das ações não

há grandes distinções entre as empresas nos períodos analisados diferentemente das variáveis ROA, LPA, P/L e DPA.

Destarte, com o objetivo de comparar os resultados obtidos pelas empresas, realizou-se a análise de indicadores de desempenho econômico-financeiros antes e depois do IPO. Inicialmente, espera-se que, em média, as métricas de desempenho econômico-financeiro abordadas na metodologia da pesquisa fossem maiores nos anos que antecedem e marcam a oferta pública inicial de ações (ano-1 e ano0), comparativamente com os anos +1, +2 e +3, visto que existe a tendência dos gestores gerenciarem previamente os resultados contábeis e elevarem os lucros na intenção de transparecer ao mercado melhor imagem econômico-financeira da empresa, melhor performance ou estabilidade econômica.

Iniciaram-se os procedimentos de análise dos valores médios obtidos pelas empresas nos períodos anteriores e posteriores ao IPO para a variável ROA. Loughran e Ritter (1997) enfatizam que existe a possibilidade dos gestores gerenciarem os resultados contábeis objetivando melhorar esse indicador. Na pesquisa desses autores, ficou constatado estatisticamente que o ROA médio das empresas que emitem novas ações é maior nos anos que antecedem a emissão, com o consequente decréscimo nos anos posteriores à emissão. Neste sentido, analisando o ROA e de acordo com os resultados da Tabela 11 e do Gráfico 3, no Brasil, as empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010 também podem estar se utilizando deste artifício, gerenciando seus resultados contábeis nos momentos que antecedem e marcam o IPO.

Nota-se que a média do ROA foi mais elevada nos anos -1 e 0, o que leva a cogitar a diferença entre as médias dos períodos. Foram realizados três confrontos entre o nível médio do ROA nas diferentes fases do IPO. Primeiramente foi confrontada a média obtida para este indicador no período Pré-IPO (Ano -1) com o período Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3). Com estatística *t* de 6,41 percebeu-se que as médias obtidas nos períodos são estatisticamente distintas. Posteriormente foram comparadas as médias dos períodos do IPO (Ano 0) e Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3) também obtendo significância estatística apontando médias distintas com estatística *t* no valor de 6,89. Por fim, os períodos Pré-IPO mais IPO (Ano -1 e 0) foram comparados com o período Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3). Estatística *t* de 5,99 foi encontrada e novamente foi comprovada diferença estatística entre as médias para a variável ROA das empresas IPO nas diferentes fases estudadas (momentos anteriores e posteriores ao IPO).

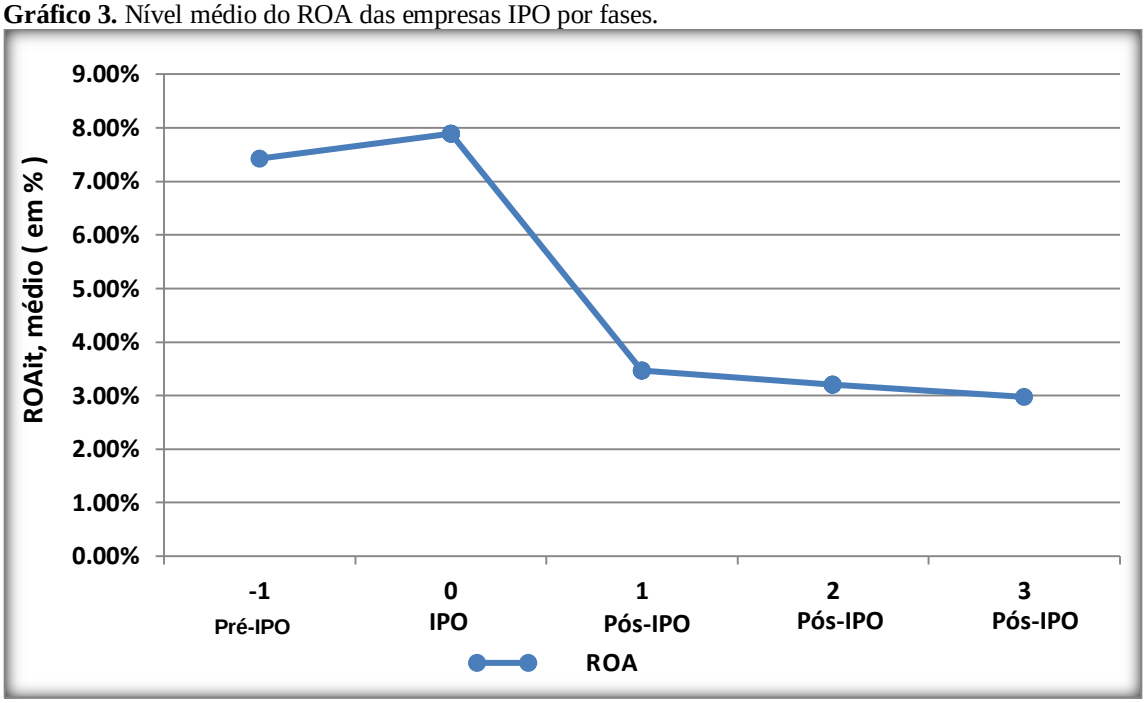
Tabela 11. Estatísticas descritivas do ROA médio das empresas IPO por fases.

ROA	*Ano -1*	*Ano 0*	*Ano +1*	*Ano +2*	*Ano +3*	*Diferença*	*Prob (T > t)*	*Estatística t*
	Pré-IPO	*IPO*	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*			
	7.42%	**7.89%**	**3.46%**	**3.20%**	**2.97%**			
Pré-IPO X Pós-IPO	**7.42%**		**3.21%**			**4.21%**	**0.0000***	**6.41**
IPO X Pós-IPO		**7.89%**	**3.21%**			**4.68%**	**0.0000***	**6.89**
Pré-IPO + IPO X Pós-IPO	**7.66%**		**3.21%**			**4.45%**	**0.0000***	**5.99**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Contudo, analisando os resultados na Tabela 11 e observando o comportamento do nível médio do ROA das empresas IPO, têm-se evidências de que as médias são estatisticamente distintas. No Gráfico 3 fica evidente a queda drástica no nível médio do ROA após o ano 0, ano do IPO. Infere-se, então, que o ROA das empresas que se engajam em operações de IPO apresenta diferenças entre os valores anteriores e posteriores à oferta de ações sinalizando para a possível prática de gerenciamento de resultados nos momentos que antecedem e marcam o lançamento das ações, como aponta a hipótese (H2) desta pesquisa.

Gráfico 3. Nível médio do ROA das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Em seguida, ao calcular a Margem EBITDA, também era esperado que esse indicador fosse maior nos anos que precedem e marcam a oferta pública inicial de ações. Isso porque, conforme elucida Martinez (2001), há a tendência das empresas evitarem reportar resultados

negativos da Margem EBITDA. Isso justifica sua utilização para prever o possível comportamento de gerenciamento de resultados contábeis.

Por meio dos resultados apresentados na Tabela 12, pode-se observar que a Margem EBITDA média é maior nos anos -1 e 0, em comparação com os anos +1, +2 e +3. Contudo, assim como para o ROA, quando realizado o teste *t* para a diferença entre as médias, antes e depois da emissão (anos -1 e 0) em relação aos anos (+1, +2 e +3), foram encontradas evidências estatísticas para rejeição da hipótese nula de igualdade entre as médias.

Também foram realizados três confrontos entre o nível médio da Margem EBTIDA nas diferentes fases do IPO. Primeiramente foi confrontada a média obtida para este indicador no período Pré-IPO (Ano -1) com o período Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3). Com estatística *t* de 1,77 percebeu-se que as médias obtidas nos períodos são estatisticamente distintas. Posteriormente foram comparadas as médias dos períodos do IPO (Ano 0) e Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3) também obtendo significância estatística apontando médias distintas com estatística *t* no valor de 1,71.

Por fim, o período Pré-IPO mais IPO (Ano -1 e 0) foram comparados com o período Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3). Estatística *t* de 1,47 foi encontrada e novamente foi comprovada diferença estatística entre as médias para a variável Margem EBTIDA das empresas IPO nas diferentes fases estudadas (momentos anteriores e posteriores ao IPO). Entretanto, também se pode afirmar que as empresas IPO apresentaram valores de Margem EBITDA diferentes para o período anterior e posterior ao IPO.

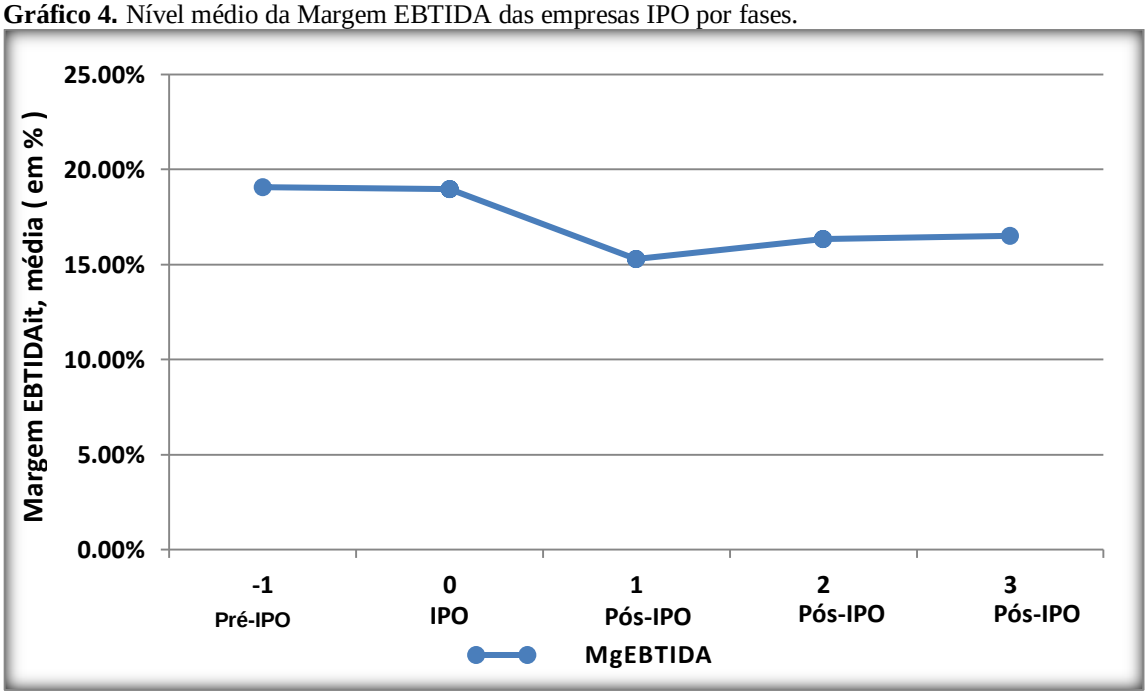
Tabela 12. Estatísticas descritivas da Margem EBTIDA média das empresas IPO por fases.

MARGEM EBTIDA	***Ano -1***	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***	***Diferença***	***Prob (T > t)***	***Estatística t***
	Pré-IPO	***IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***			
	19.07%	**18.98%**	**15.30%**	**16.34%**	**16.53%**			
Pré-IPO X Pós-IPO	**19.07%**		**16.06%**			**3.01%**	**0.0383***	**1.77**
IPO X Pós-IPO		**18.98%**	**16.06%**			**2.92%**	**0.0443***	**1.71**
Pré-IPO + IPO X Pós-IPO	**19.46%**		**16.06%**			**3.40%**	**0.0710****	**1.47**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 4 também observa-se que, aparentemente, os resultados indicam uma Margem EBITDA maior nos períodos que antecedem e marcam o IPO com uma queda no nível médio deste indicador após o lançamento das ações (Ano 0), o que foi verificado pelos testes estatísticos.

Gráfico 4. Nível médio da Margem EBTIDA das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Também foram analisadas as médias obtidas pelas empresas IPO quanto à métrica de performance de valor patrimonial das ações. Por meio dos resultados apresentados na Tabela 13, pode-se observar que a média do VPA é menor nos anos 0 e +1 em comparação com os anos +2 e +3.

Neste âmbito, também foi realizado confronto entre o nível médio do VPA nas diferentes fases do IPO. Foram comparadas as médias dos períodos do IPO (Ano 0) e Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3) não obtendo significância estatística com estatística *t* no valor de -0,42. Portanto, não se pode afirmar que as empresas IPO apresentaram valores de VPA diferentes para os períodos que marcam e posteriores ao IPO.

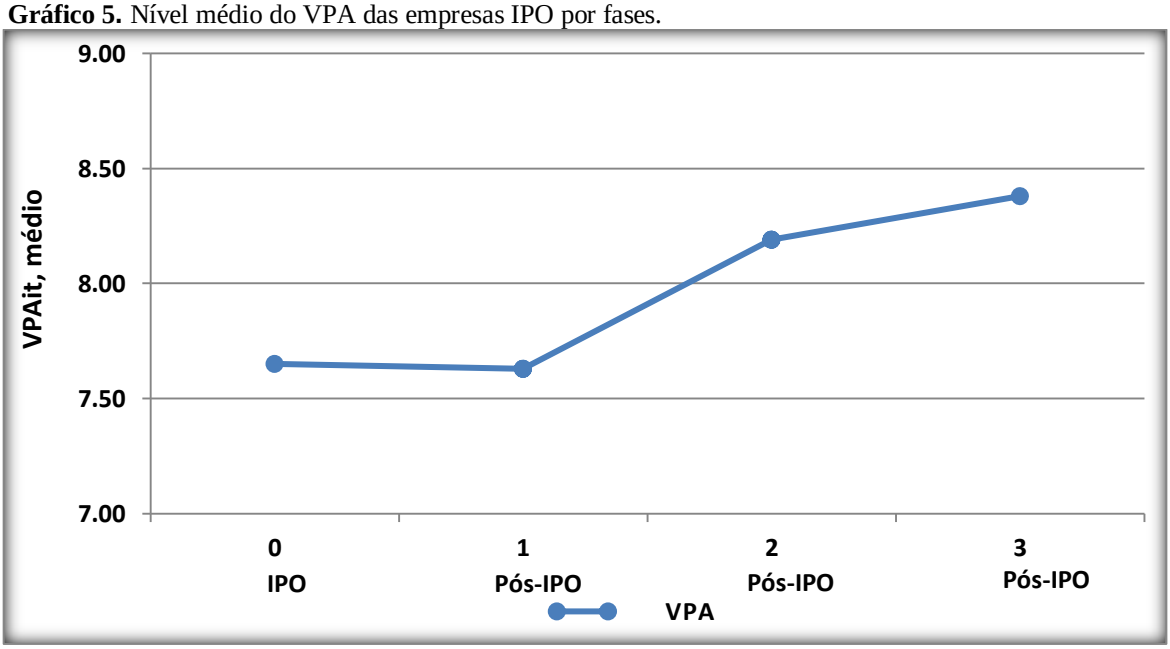
Tabela 13. Estatísticas descritivas do VPA médio das empresas IPO por fases.

VPA	*Ano 0*	*Ano +1*	*Ano +2*	*Ano +3*	*Diferença*	*Prob (T > t)*	*Estatística t*
	IPO	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*			
	7.65	**7.63**	**8.19**	**8.38**			
IPO X Pós-IPO	**7.65**	**8.07**			**-0.42**	**0.3359**	**-0.42**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 5 observa-se que, aparentemente, os resultados indicam um VPA menor no período que marca o IPO (Ano 0). Entretanto, não foi encontrada diferença estatística para as médias desta métrica entre os períodos que marcam e posteriores ao IPO.

Gráfico 5. Nível médio do VPA das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto ao LPA observou-se que no ano 0 a média foi de 0,85, enquanto nos anos +1, +2 e +3, as médias foram, respectivamente de, 0,13, 0,23 e 0,79. A princípio, os resultados apontam média maior no ano que marca o IPO. Mesmo diante destes resultados, realizou-se o teste *t* para a diferença entre as médias, na intenção de verificar se as médias foram estatisticamente diferentes nos períodos.

Foram comparadas as médias dos períodos do IPO (Ano 0) e Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3) obtendo significância estatística com estatística *t* no valor de 2,84, como pode ser observado na Tabela 14. Por fim, foi comprovada diferença estatística entre as médias para a variável LPA das empresas IPO nas diferentes fases estudadas (momentos que marcam e posteriores ao IPO).

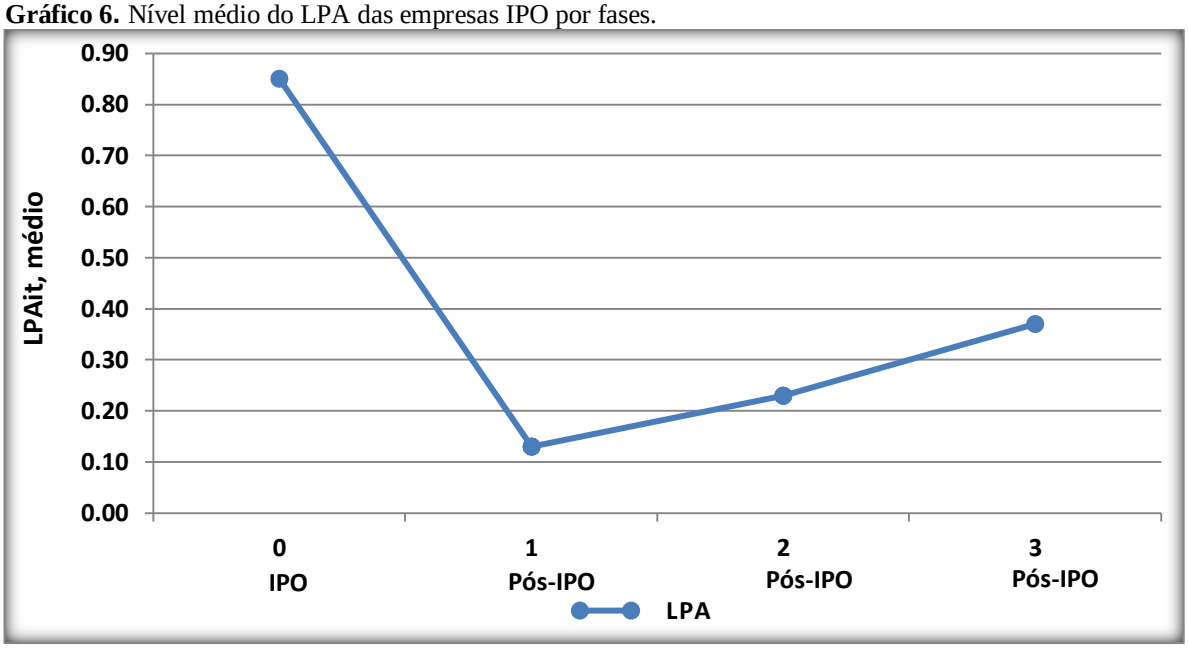
Tabela 14. Estatísticas descritivas do LPA médio das empresas IPO por fases.

LPA	*Ano 0*	*Ano +1*	*Ano +2*	*Ano +3*	*Diferença*	*Prob (T > t)*	*Estatística t*
	IPO	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*			
	0.85	**0.13**	**0.23**	**0.79**			
IPO X Pós-IPO	**0.85**	**0.38**			**0.47**	**0.0023***	**2.84**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 6 também observa-se de forma aparente que os resultados indicam um LPA maior no período que marca o IPO, com queda drástica no nível médio deste indicador após o período do lançamento, o que foi verificado pelos testes estatísticos.

Gráfico 6. Nível médio do LPA das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Em seguida, foram analisadas as médias obtidas pelas empresas IPO quanto à métrica de performance de P/L. Por meio dos resultados apresentados na Tabela 15, pode-se observar que a média do P/L é maior no ano 0 (período do IPO), em comparação com os anos +1, +2 e +3 (períodos Pós-IPO).

Foram comparadas as médias dos períodos do IPO (Ano 0) e Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3) obtendo significância estatística com estatística *t* no valor de 3,54. Assim sendo, foi comprovada diferença estatística entre as médias para a variável P/L das empresas IPO nas diferentes fases estudadas (momentos que marcam e posteriores ao IPO) e pode-se afirmar que as empresas IPO apresentaram valores de P/L diferentes para os períodos que marcam e posteriores ao lançamento das ações.

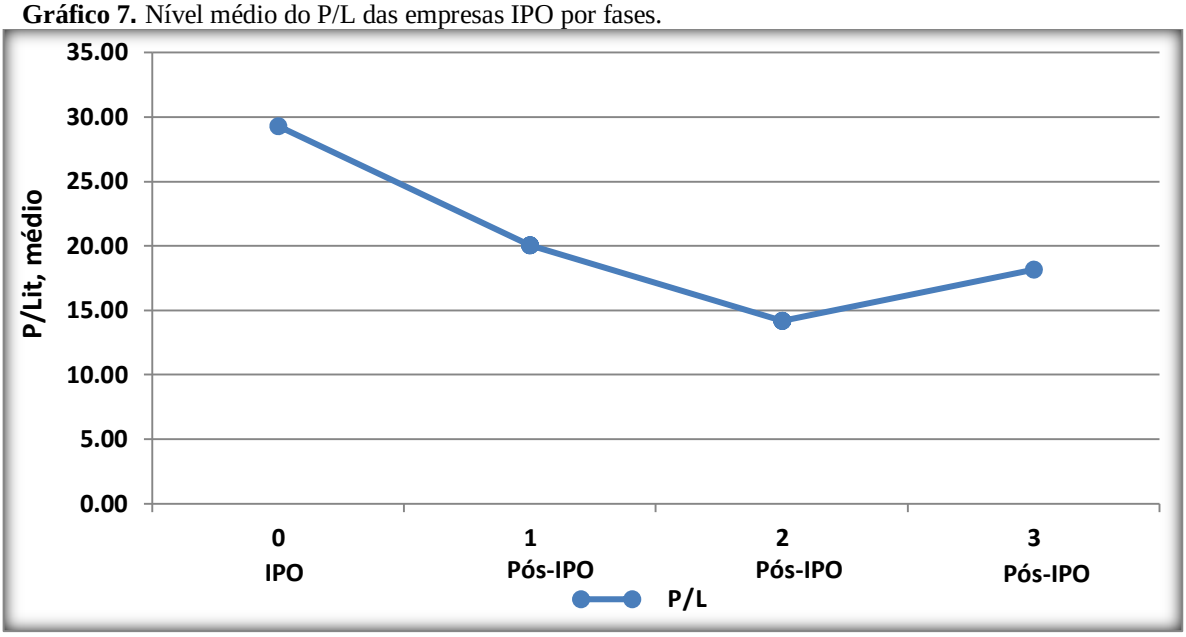
Tabela 15. Estatísticas descritivas do P/L médio das empresas IPO por fases.

P/L	*Ano 0*	*Ano +1*	*Ano +2*	*Ano +3*	*Diferença*	*Prob (T > t)*	*Estatística t*
	IPO	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*			
	29.27	**20.05**	**14.19**	**18.14**			
IPO X Pós-IPO	**29.27**	**17.46**			**11.81**	**0.0002***	**3.54**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 7 também observa-se de forma aparente que os resultados indicam um P/L maior no período que marca o IPO, com queda no nível médio deste indicador após o lançamento das ações, o que foi verificado pelos testes estatísticos.

Gráfico 7. Nível médio do P/L das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, foram analisadas as médias obtidas pelas empresas IPO quanto ao nível médio de DPA destas empresas. Por meio dos resultados apresentados na Tabela 16, pode-se observar que a média do DPA é menor no ano 0 (período do IPO), em comparação com os anos +1, +2 e +3 (períodos posteriores ao IPO).

Foram realizadas comparações entre as médias dos períodos do IPO (Ano 0) e Pós-IPO (Ano +1, +2 e +3) obtendo significância estatística com estatística *t* no valor de -5,32. Sendo assim, também pode-se afirmar que as empresas IPO apresentaram valores de DPA diferentes para os períodos que marcam e posteriores ao IPO. Entretanto, deve-se ressaltar que as diferenças entre as médias obtidas pelas empresas IPO nas diferentes fases estudadas revelam menores valores médios deste indicador nos períodos que marcam o IPO do que os valores encontrados para os períodos posteriores ao lançamento das ações.

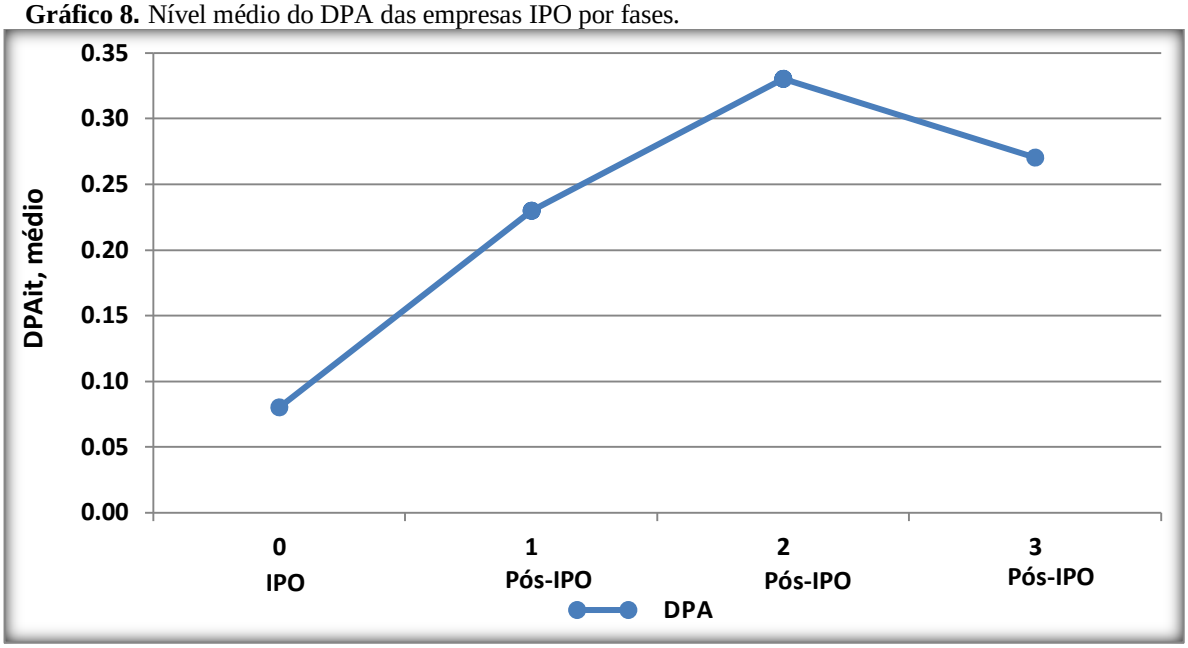
Tabela 16. Estatísticas descritivas do DPA médio das empresas IPO por fases.

DPA	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***	***Diferença***	***Prob (T > t)***	***Estatística t***
	IPO	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***			
	0.08	**0.23**	**0.33**	**0.27**			
IPO X Pós-IPO	**0.08**	**0.28**			**-0.20**	**0.0000***	**-5.32**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 8 também observa-se de forma aparente que os resultados indicam um DPA maior nos períodos posteriores ao IPO.

Gráfico 8. Nível médio do DPA das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Destarte, depois de analisados todos os resultados relacionados às métricas de performance das empresas IPO, encontraram-se evidências significativas para não rejeitar a hipótese (H2) de que as companhias que realizaram IPO apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam e marcaram a oferta pública inicial de ações. Isso foi inferido a partir do teste *t* para a diferença entre as médias antes, durante e depois do IPO para os indicadores de ROA, Margem do EBITDA, LPA e P/L. Todos estes indicadores demonstraram maiores médias nos períodos que antecedem e marcam o lançamento das ações do que em períodos posteriores ao lançamento.

Entretanto, os indicadores de VPA e DPA não apresentaram maiores valores nos períodos que marcam o IPO e sim nos períodos posteriores ao lançamento. Contudo, quanto ao comportamento destas métricas ressalta-se o fato de que as empresas IPO se caracterizam como pequenas empresas com boas perspectivas de crescimento sem poder para remunerar seus sócios. O nível baixo dos DPA nos períodos que marcam e imediatamente posteriores a oferta pública para as empresas IPO pode ser indício também de que estas empresas objetivam manter alta performance nestes períodos e, a não distribuição de seus resultados via dividendos auxilia na melhora dos indicadores de desempenho, além do fato de que as empresas IPO não obtinham ações em circulação iniciando a comercialização de ações na Bolsa de Valores a partir deste evento. Ou seja, para as empresas IPO o comportamento apresentado para o VPA e o DPA está relacionado ao tamanho dessas empresas que se

caracterizam como pequenas empresas (baixo valor patrimonial) e também ao fato de que estas empresas não possuíam ações em circulação e, consecutivamente, não realizavam o pagamento de dividendos.

Enfim, a partir dos resultados obtidos para todas as métricas de performance relacionadas, pode se inferir que os gestores podem estar gerenciando seus resultados no intuito de melhorar estes indicadores nos momentos que antecedem e marcam o lançamento das ações objetivando reação positiva do mercado, ou seja, ação oportunista para gerenciar resultados contábeis nos anos que antecederam e marcaram o IPO.

Cabe destacar ainda que a análise dos indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas, antes e depois do IPO, auxilia na sinalização para a prática do gerenciamento de resultados contábeis assim como o nível de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis) estimados pelos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching* que também revelaram maiores motivações/indícios de gerenciamento nos momentos que antecedem e marcam o IPO. O intuito com estas metodologias foi verificar se, por meio dessas técnicas, evidenciava-se a prática de gerenciamento de resultados contábeis, com a intenção de maximizar os resultados no período que antecede e marca o IPO.

4.2.2 *Formação dos Tercis*

Os *accruals* discricionários estimados foram agrupados por período e por empresa, sendo classificados em ordem crescente no período estudado, no intuito de quantificar o grau de discricionariedade das empresas que compõem a amostra da pesquisa, assim como na pesquisa de Teoh, Welch e Wong (1998). Por conseguinte, os valores assumidos pelo termo de erro (ε_i ou υ_i) foram distribuídos em três níveis (tercis) de intensidade de gerenciamento (níveis de *accruals* discricionários), sendo o tercil (1) considerado o grupo com empresas não gerenciadoras e o tercil (3) o grupo com as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados. Os tercis foram formados pela média dos *accruals* discricionários apurados nos anos -1, 0 e +1 (11 trimestres) - (período crítico para a prática do gerenciamento de resultados das empresas IPO).

Cabe destacar que, nesta pesquisa, analisam-se os incentivos relacionados ao IPO, sendo, portanto, investigado se as empresas gerenciaram positivamente seus resultados em períodos prévios e que marcam o IPO. Portanto, empresas com acumulações discricionárias positivas altas (classificadas no tercil 3) serão caracterizadas como empresas que gerenciaram

agressivamente seus resultados e empresas com menores níveis de *accruals* discricionários (classificadas no tercil 1), serão consideradas como empresas não gerenciadoras.

É importante destacar que na pesquisa de Teoh, Welch e Wong (1998) os autores agruparam as empresas que compõem a amostra em quartis, porém, em função do significativo menor número de empresas que realizaram IPO no Brasil entre os anos de 2002 a 2010, foi considerado agrupamento em tercis nesta pesquisa, objetivando maior robustez nas inferências realizadas, com consequente aumento no número de empresas em cada um dos grupos de empresas, para os quais análises e comparações serão realizadas.

Na tabela 17 é possível perceber que o nível médio de acumulações discricionárias é distinto entre os tercis 1 e 3. Para o Modelo de Jones modificado as acumulações discricionárias médias em percentual dos ativos totais do período anterior para cada empresa foram de 1,5% no tercil 1 e de 19,6% no tercil 3. Já para o Modelo de *Performance-Matching* foi encontrada média de acumulações discricionárias no valor de 0,20% no tercil 1 e de 20,5% no tercil 3. Cabe ressaltar que a média do nível de *accruals discricionários* nos tercis se destaca como bom indicador já que a mediana em todos os tercis e para os dois modelos se situam bem próximo da média.

Tabela 17. Estatística descritiva do nível médio de AD em tercis.

Estatística	Modelo de Jones Modificado	Modelo de *Performance-Matching*
Tercil 1		
N	**30**	**30**
Média	**0.015**	**0.002**
Mediana	**0.015**	**0.012**
Desvio Padrão	**0.027**	**0.035**
Tercil 2		
N	**32**	**32**
Média	**0.096**	**0.078**
Mediana	**0.093**	**0.075**
Desvio Padrão	**0.05**	**0.024**
Tercil 3		
N	**30**	**30**
Média	**0.196**	**0.205**
Mediana	**0.178**	**0.180**
Desvio Padrão	**0.097**	**0.072**

Fonte: Elaborado pelo autor.

A princípio, é aparente a distinção entre o nível médio de acumulações discricionárias entre os tercis 1, 2 e 3. Mesmo diante destes resultados, realizou-se o teste *t* para a diferença

entre as médias, na intenção de verificar se as médias foram estatisticamente diferentes entre os tercis, principalmente entre os tercis 1 e 3, como pode ser observado na Tabela 18.

Foram confrontadas as médias das acumulações discricionárias para os tercis 1, 2 e 3 para os modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*. Para todas as comparações entre os tercis em ambos os modelos foi encontrada significância estatística que rejeita a hipótese nula de igualdade entre as médias. Estes resultados sinalizam para a diferença significativa entre o nível de *accruals discricionários* (*proxy* para o gerenciamento de resultados) assumidos pelas empresas.

Tabela 18. Estatística descritiva e diferença de médias do nível de AD em tercis.

Modelo	*Tercil 1*	*Tercil 2*	*Tercil 3*	*Diferença*	*Prob (T > t)*	*Estatística t*
Jones Modificado						
Média	**1.50%**	**9.60%**	**19.60%**			
Tercil 1 X Tercil 2	**1.50%**	**9.60%**		**-8.10%**	**0.0000***	**-7.84**
Tercil 1 X Tercil 3	**1.50%**		**19.60%**	**-18.10%**	**0.0000***	**-9.80**
Tercil 2 X Tercil 3		**9.60%**	**19.60%**	**-10.00%**	**0.0000***	**-4.96**
Performance-Matching						
Média	**0.20%**	**7.80%**	**20.50%**			
Tercil 1 X Tercil 2	**0.20%**	**7.80%**		**-7.60%**	**0.0000***	**-9.84**
Tercil 1 X Tercil 3	**0.20%**		**20.50%**	**-20.30%**	**0.0000***	**-13.85**
Tercil 2 X Tercil 3		**7.80%**	**20.50%**	**-12.70%**	**0.0000***	**-9.16**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Outro importante aspecto diz respeito à análise do nível de *accruals* discricionários entre os tercis nas fases do IPO (Anos -1, 0, +1, +2 e +3 – períodos que antecedem, marcam e posteriores ao IPO). Na Tabela 19 percebe-se que em todos os tercis é evidente o movimento de maiores níveis de acumulações discricionárias nos anos -1 e 0 e menores níveis nos anos +1, +2 e +3. Para o Modelo de Jones Modificado, no tercil 1 (empresas não gerenciadoras) a média de AD cai de 3,20% no ano -1 para 0,70% no ano +3. Já no tercil 3 (empresas que gerenciaram seus resultados), a média cai de 13,90% para 2,5%. Para o Modelo de *Performance-Matching*, no tercil 1 (empresas não gerenciadoras) a média de AD cai de 2,8% no ano -1 para 1,7% no ano +3. Já no tercil 3 (empresas que gerenciaram seus resultados), a média cai de 30,60% para 2,8%.

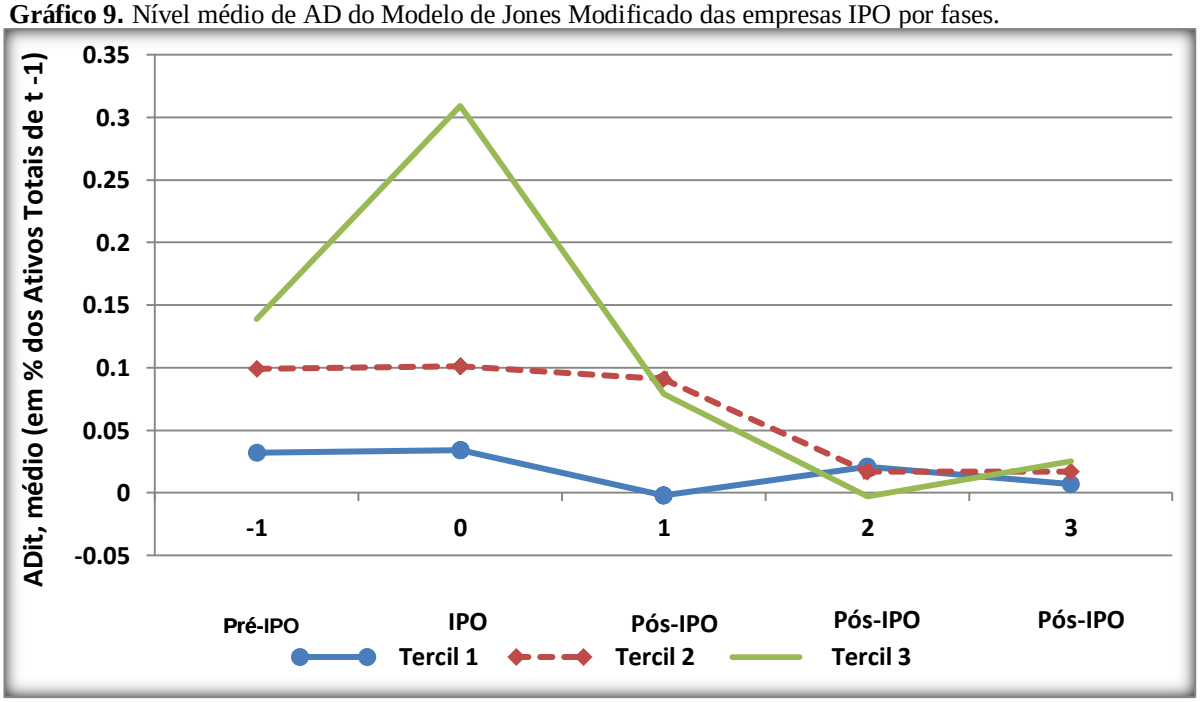
Tabela 19. Estatística descritiva do nível de AD em tercis nas fases do IPO.

Período	Tercis		
	Modelo de Jones Modificado		
	1	2	3
Ano -1	0.032	0.099	0.139
Ano 0	0.034	0.101	0.309
Ano 1	-0.002	0.091	0.079
Ano 2	0.021	0.018	-0.003
Ano 3	0.007	0.017	0.025
	Modelo de *Performance-Matching*		
	1	2	3
Ano -1	0.028	0.102	0.306
Ano 0	0.018	0.068	0.324
Ano 1	-0.024	0.075	0.071
Ano 2	-0.034	0.029	0.005
Ano 3	0.017	0.019	0.028

Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 9 é possível verificar que as empresas pertencentes ao tercil 3 têm um padrão de movimentos no nível médio de *accruals* discricionários estimados a partir do modelo de Jones Modificado que corrobora com a hipótese (H1) deste trabalho.

Gráfico 9. Nível médio de AD do Modelo de Jones Modificado das empresas IPO por fases.

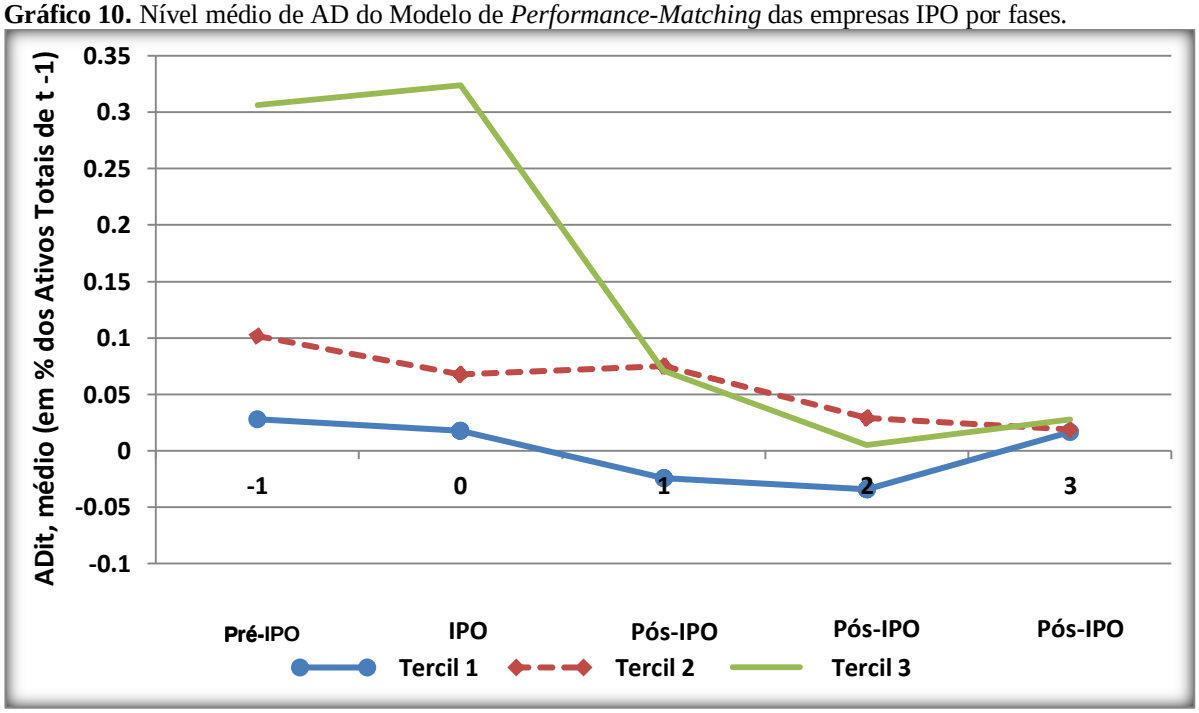


Fonte: Elaborado pelo autor.

Entretanto, no Gráfico 10 também é possível verificar que as empresas pertencentes ao tercil 3 têm um padrão de movimentos no nível médio de *accruals* discricionários estimados a

partir do modelo de *Performance-Matching* bem parecido com o padrão do modelo de Jones Modificado, que também corrobora com a hipótese (H1) deste trabalho.

Gráfico 10. Nível médio de AD do Modelo de *Performance-Matching* das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Cabe destacar que, as empresas IPO classificadas nos tercis 1, 2 e 3 não apresentam nenhuma característica marcante que possa distinguir o perfil das empresas que compõem estes grupos. Em ambos os tercis há empresas de diferentes portes e setores.

Enfim, a partir da formação dos tercis que, corroborando com as metodologias e interesses da pesquisa, distinguem as empresas que não gerenciaram e as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados em grupos distintos, é possível realizar análises acerca da performance econômico-financeira destas empresas, objetivando constatar sinalizações relacionadas à comprovação da hipótese (H2) deste trabalho.

Esta hipótese elucida que as empresas IPO com maiores acumulações discricionárias (classificadas no tercil mais agressivo – tercil 3) apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam ou marcaram o lançamento das ações e baixa performance no longo prazo em função das reversões decorrentes do gerenciamento praticado. Concomitantemente, espera-se que no longo prazo as empresas classificadas no tercil 1 (não gerenciadoras) obtenham desempenho superior ao das empresas classificadas no tercil 3. No tópico 4.2.3 este aspecto é analisado.

4.2.3 *Análise da Performance entre as Empresas dos Tercis 1 e 3*

A partir da formação dos tercis, onde as empresas são distribuídas em três níveis de intensidade de gerenciamento (níveis de *accruals* discricionários), sendo o tercil (1) considerado o grupo com empresas não gerenciadoras e o tercil (3) o grupo com as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados, é de extrema relevância a análise da performance entre estes grupos de empresas, objetivando analisar se o comportamento das métricas de performance relacionadas na pesquisa é distinto para os grupos. Comportamento distinto para as métricas de performance que pode sinalizar para o fato de que o nível de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) interfere na performance das empresas IPO durante as diferentes fases da oferta (períodos que antecedem, marcam e posteriores ao IPO), corroborando com a hipótese (H2) desta pesquisa.

Os tercis foram formados pela média dos *accruals* discricionários apurados nos anos -1, 0 e +1 (11 trimestres) - (período crítico para a prática do gerenciamento de resultados das empresas IPO – onde são grandes as motivações como apontam autores nacionais e internacionais como Teoh, Welch e Wong (1998), Paulo (2006), Martinez (2001) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013)).

Neste contexto, percebe-se na Tabela 20 que o nível médio do ROA mantém estável variando de 6,22% até 7,94% entre os anos -1 e +3 para as empresas que compõem o tercil 1. Já para o tercil 3, o nível médio do ROA varia de 8,53% até 0,64% entre os anos -1 e +3. Este fato sinaliza para uma aparente diferença no comportamento das métricas de performance entre as empresas classificadas nos tercis 1 e 3.

Ao analisar o nível médio do ROA nos anos -1 e 0 que é de, respectivamente, 8,53% e 8,40%, e o nível médio do ROA para os anos +1, +2 e +3 que é de, respectivamente, 0,49%, 1,72% e 0,64%, percebe-se que, assim como aponta a hipótese (H2) desta pesquisa, as empresas com elevado nível de *accruals* discricionários (que gerenciaram agressivamente seus resultados – classificadas no tercil 3) apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam ou marcaram o lançamento das ações e baixa performance no longo prazo provavelmente em função das reversões decorrentes do gerenciamento praticado.

Posteriormente, foram realizados testes para verificar se as médias dos tercis são estatisticamente distintas nas diferentes fases analisadas (anos -1, 0, +1, +2 e +3). Sendo assim, foi encontrada significância estatística nos três anos posteriores ao IPO (Anos +1, +2 e +3) com estatística *t* de 3,21 no ano +1, 3,03 no ano +2 e 2,78 no ano +3. Em todos estes

períodos o nível médio do ROA foi superior para as empresas classificadas no tercil 1 (que não gerenciaram seus resultados) o que também corrobora com a hipótese (H2) desta pesquisa onde esperava-se que no longo prazo as empresas classificadas no tercil 1 (não gerenciadoras) obtenham desempenho superior ao das empresas classificadas no tercil 3.

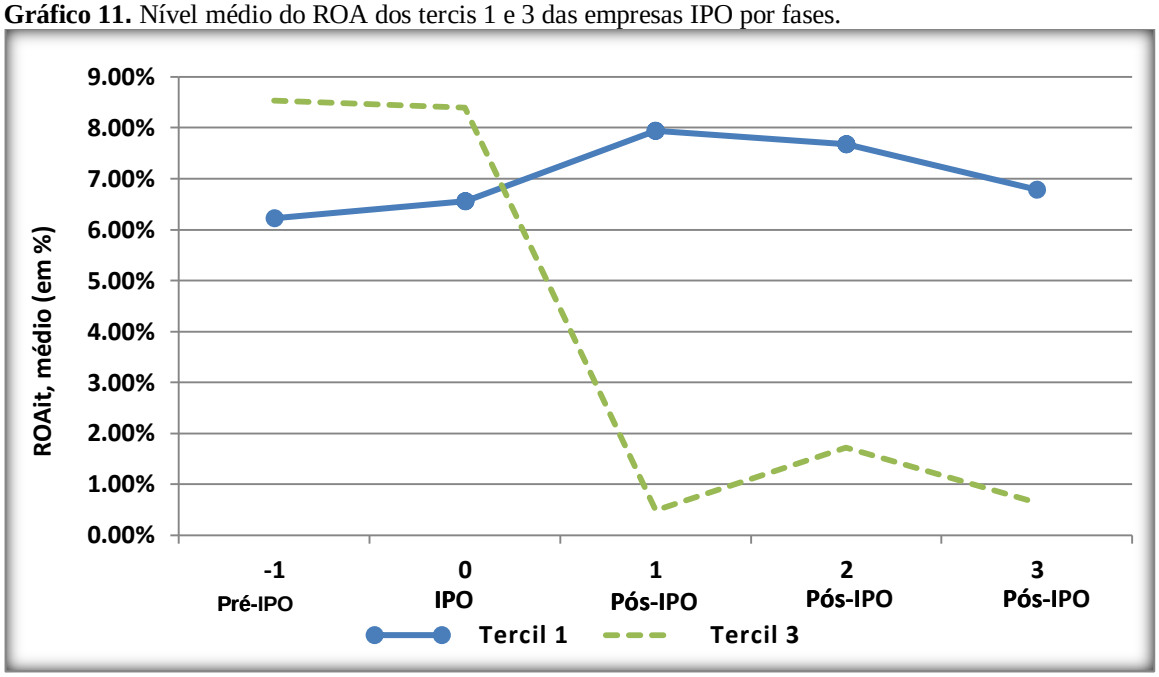
Tabela 20. Estatística descritiva do nível médio do ROA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO.

ROA	*Ano -1*	*Ano 0*	*Ano +1*	*Ano +2*	*Ano +3*
	Pré-IPO	*IPO*	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*
Tercil 1	6.22%	6.56%	7.94%	7.67%	6.78%
Tercil 3	8.53%	8.40%	0.49%	1.72%	0.64%
Diferença	-2.31%	-1.84%	7.45%	5.95%	6.14%
Prob (T > t)	0.1832	0.2407	0.0011*	0.0018*	0.0037*
Estatística t	-0.9106	-0.7087	3.211	3.0291	2.7805

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 11 também é possível verificar que as empresas pertencentes ao tercil 3 têm um padrão de movimentos no nível médio do ROA que comprova a hipótese (H2) desta pesquisa.

Gráfico 11. Nível médio do ROA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Em seguida, foram analisadas as médias obtidas pelas empresas IPO nos tercis 1 e 3 quanto a métrica de performance de Margem EBTIDA. Por meio dos resultados apresentados na Tabela 21, pode-se observar que o nível médio da Margem EBTIDA é maior nos anos -1 e

0 (período Pré-IPO e IPO), em comparação com os anos +1, +2 e +3, tanto no tercil 1 quanto no tercil 3. Assim como para a variável ROA, para a Margem EBTIDA percebe-se que o nível médio desta métrica mantém estável variando de 16,50% até 28,50% entre os anos -1 e +3 para as empresas que compõem o tercil 1. Já para o tercil 3, o nível médio varia de 8,63% até 16,20% entre os anos -1 e +3. Este fato sinaliza uma aparente diferença no comportamento das métricas de performance entre as empresas classificadas nos tercis 1 e 3.

Para o tercil 3 o nível médio da Margem EBTIDA nos anos -1 e 0 é de, respectivamente, 16,21% e 16,20% e o nível médio da Margem EBTIDA para os anos +1, +2 e +3 é de 10,11%, 11,29% e 8,63%, respectivamente. Percebe-se que, assim como aponta a hipótese (H2) desta pesquisa, as empresas com elevado nível de *accruals* discricionários (que gerenciaram agressivamente seus resultados – classificadas no tercil 3) apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam ou marcaram o lançamento das ações e queda na performance no longo prazo provavelmente em função das reversões decorrentes do gerenciamento praticado.

Posteriormente, foram realizados testes para verificar se as médias dos tercis são estatisticamente diferentes em torno do IPO. Sendo assim, foi encontrada significância estatística nos anos +2 e +3 com estatística *t* de 2,37 no ano +2 e 2,77 no ano +3. Em todos estes períodos o nível médio da Margem EBTIDA foi superior para as empresas classificadas no tercil 1 (que não gerenciaram seus resultados) o que também corrobora com a hipótese (H2) desta pesquisa.

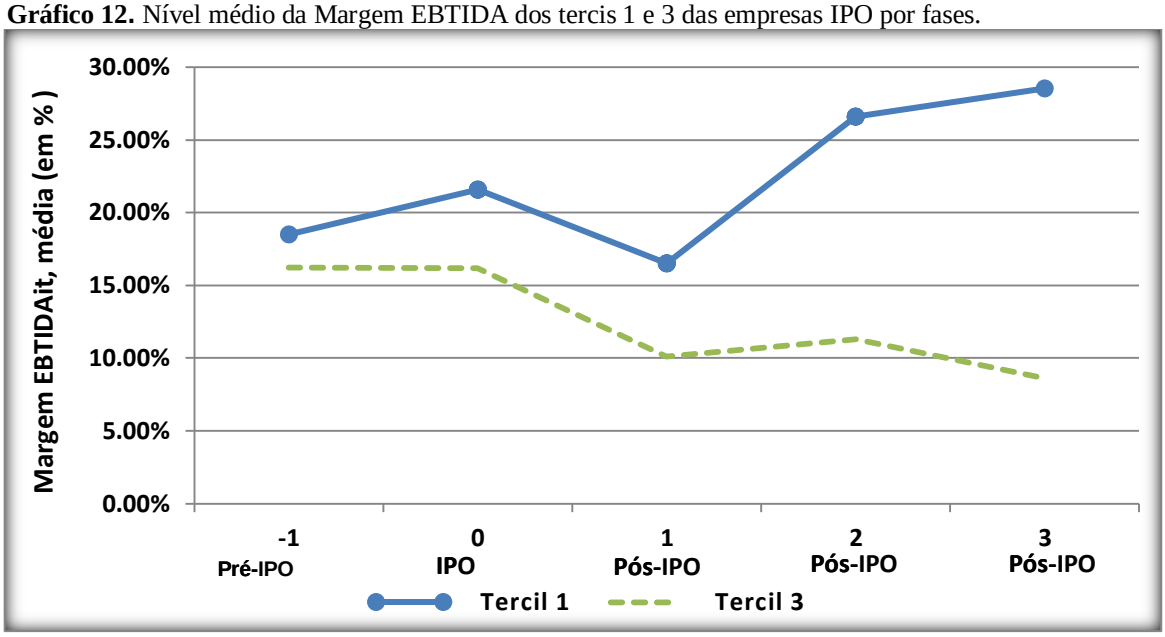
Tabela 21. Estatística descritiva da média da Margem EBTIDA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO.

MgEBTIDA	***Ano -1***	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***
	Pré-IPO	***IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***
Tercil 1	**18.49%**	**21.58%**	**16.50%**	**26.57%**	**28.50%**
Tercil 3	**16.21%**	**16.20%**	**10.11%**	**11.29%**	**8.63%**
Diferença	**2.28%**	**5.38%**	**6.39%**	**15.28%**	**19.87%**
Prob (T > t)	**0.3477**	**0.2013**	**0.2098**	**0.0108***	**0.0038***
Estatística t	**-0.3937**	**0.8434**	**0.8134**	**2.3682**	**2.7725**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 12 verifica-se que as empresas pertencentes ao tercil 3 têm um padrão de movimentos no nível médio da Margem EBTIDA que comprova a hipótese (H2) desta pesquisa, sendo que, nos períodos posteriores ao IPO (anos +2 e +3) as empresas do tercil 3 obtêm desempenho inferior ao das empresas classificadas no tercil 1, assim como elucidam as estatísticas realizadas na Tabela 21.

Gráfico 12. Nível médio da Margem EBTIDA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto ao VPA, também foram analisadas as médias obtidas pelas empresas IPO classificadas no tercil 1 e 3. Por meio dos resultados apresentados na Tabela 22, pode-se observar que a média do VPA é menor no ano 0 (período que marca o IPO) em comparação com os anos +1, +2 e +3 (período Pós-IPO). Neste contexto, foi encontrada significância estatística demonstrando que as médias dos tercis 1 e 3 são estatisticamente distintas somente nos períodos 0 e +3. Estatística *t* de -1,37 e -1,41, foi verificada para os anos 0 e 3, respectivamente.

O padrão observado não corrobora com a hipótese (H2) da pesquisa, uma vez que, nos períodos posteriores ao IPO as empresas classificadas no tercil 3 apresentaram melhor desempenho do que as empresas classificadas no tercil 1. Entretanto, como elucida a hipótese (H2), no período que marca o IPO as empresas gerenciadoras, com maiores níveis de *accruals* discricionários (classificadas no tercil 3), apresentaram melhor performance.

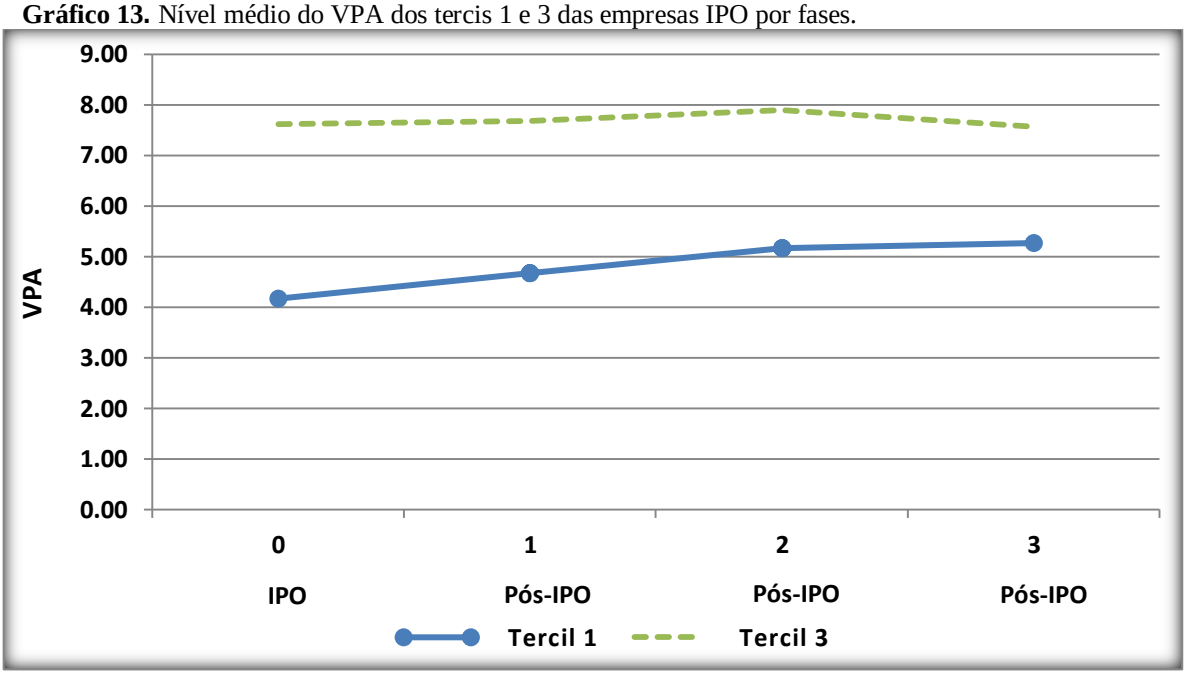
Tabela 22. Estatística descritiva do nível médio do VPA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO.

VPA	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***
	IPO	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***
Tercil 1	**4.17**	**4.67**	**5.17**	**5.27**
Tercil 3	**7.62**	**7.68**	**7.89**	**7.57**
Diferença	**-3.45**	**-3.01**	**-2.72**	**-2.30**
Prob (T > t)	**0.0874****	**0.1463**	**0.1863**	**0.0828****
Estatística t	**-1.3739**	**-1.0625**	**-0.8989**	**-1.4052**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 13 verifica-se que nos períodos posteriores ao IPO (anos +1, +2 e +3) as empresas do tercil 3 obtêm desempenho superior ao das empresas classificadas no tercil 1, assim como elucidam as estatísticas realizadas na Tabela 22. Cabe destacar que, no período que marca o IPO, as empresas classificadas no tercil 3 também apresentaram melhor performance, como era previsto na hipótese (H2) desta pesquisa.

Gráfico 13. Nível médio do VPA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Dando sequência, foram analisadas as médias obtidas pelas empresas IPO classificadas no tercil 1 e 3 no que tange o LPA. Por meio dos resultados apresentados na Tabela 23, pode-se observar que a média do LPA é maior no ano 0 (período que marca o IPO) em comparação com os anos +1, +2 e +3 (período Pós-IPO) para as empresas classificadas no tercil 3. Para o tercil 1 foi verificada estabilidade para o nível médio do LPA entre as fases do IPO, sendo que o LPA varia de 0,56 até 1,23. Já para o tercil 3, o LPA médio varia de -0,69 até 0,72, o que não mostra a mesma estabilidade do tercil 1. Neste contexto, foram realizados testes para as diferenças entre as médias dos tercis 1 e 3. Somente para os períodos +1, +2 e +3 foi encontrada significância estatística que rejeitasse a hipótese nula de igualdade entre as médias. Estatística *t* de 1,61, 2,06 e 2,69, foi verificada para os anos +1, +2 e +3, respectivamente.

O padrão observado corrobora com a hipótese (H2) da pesquisa, uma vez que, nos períodos posteriores ao IPO as empresas classificadas no tercil 3 apresentaram desempenho

mais fraco do que as empresas classificadas no tercil 1, o que pode ter sido ocasionado em função das reversões dos *accruals* discricionários que foram mais elevados para as empresas do tercil 3, nos anos que antecederam e marcaram o IPO.

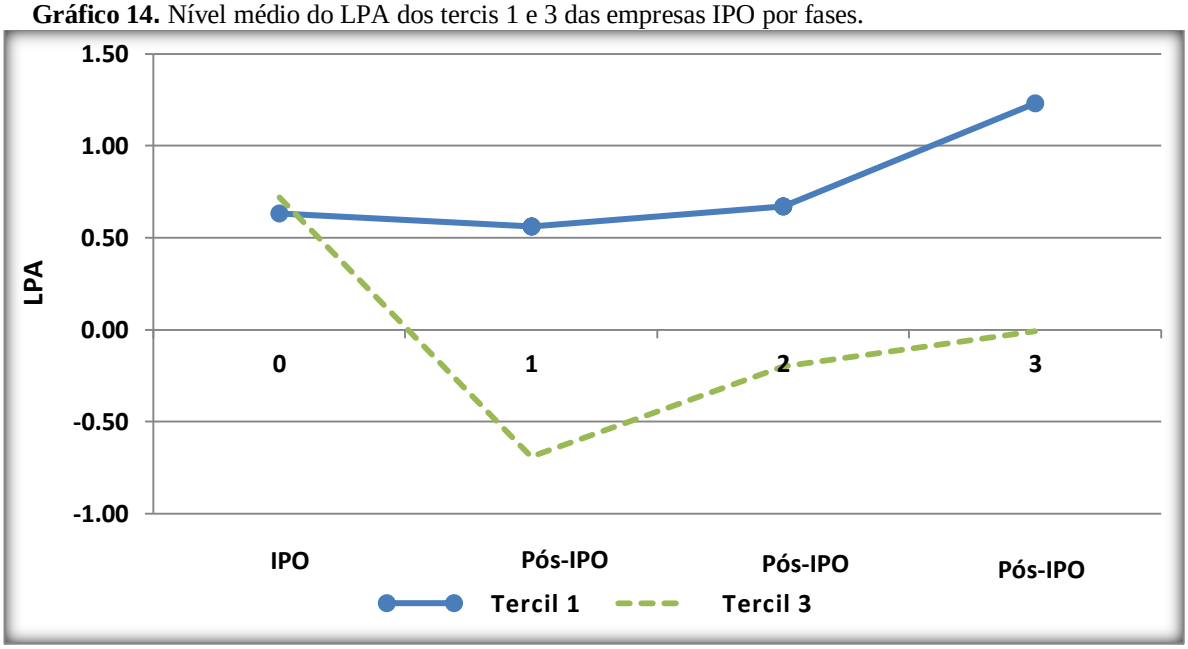
Tabela 23. Estatística descritiva do nível médio do LPA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO.

LPA	*Ano 0*	*Ano +1*	*Ano +2*	*Ano +3*
	IPO	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*	*Pós-IPO*
Tercil 1	0.63	0.56	0.67	1.23
Tercil 3	0.72	-0.69	-0.20	-0.01
Diferença	-0.09	1.25	0.87	1.24
Prob (T > t)	0.3666	0.0562**	0.0221*	0.0048*
Estatística t	-0.3424	1.6126	2.0601	2.6889

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 14 verifica-se que as empresas pertencentes ao tercil 3 têm um padrão de movimentos no nível médio do LPA que corrobora com a hipótese (H2) desta pesquisa, sendo que, nos períodos posteriores ao IPO (anos +1, +2 e +3) as empresas do tercil 3 obtêm desempenho inferior ao das empresas classificadas no tercil 1, assim como elucidam as estatísticas realizadas na Tabela 23.

Gráfico 14. Nível médio do LPA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Cabe destacar que, no período que marca o IPO, as empresas classificadas no tercil 3 também apresentaram aparente melhor performance, como era previsto na hipótese (H2) desta

pesquisa, apesar das médias dos tercis 1 e 3 não serem estatisticamente distintos nestes períodos.

Quanto ao P/L, os resultados apresentados na Tabela 24 indicam que a média para esta métrica é maior no ano 0 (período que marca o IPO) em comparação com os anos +1, +2 e +3 (período Pós-IPO) para as empresas classificadas no tercil 3. Para o tercil 1 foram observados menores valores entre o nível médio do P/L no ano 0 do que para os anos +1, +2 e +3. Neste contexto, foram realizados testes para as diferenças entre as médias dos tercis 1 e 3. Somente para o período que marca o IPO (ano 0) foi encontrada significância estatística que rejeitasse a hipótese nula de igualdade entre as médias. Estatística *t* de -2,89 foi verificada.

O padrão observado corrobora com a hipótese (H2) da pesquisa, uma vez que, no período que marca o IPO as empresas classificadas no tercil 3 apresentaram melhor desempenho do que as empresas classificadas no tercil 1. Também de acordo com a hipótese (H2) da pesquisa nos períodos posteriores ao IPO as empresas do tercil 1 apresentaram maiores médias para esta métrica de performance, porém, estes resultados não são estatisticamente distintos dos resultados apresentados pelas empresas do tercil 3.

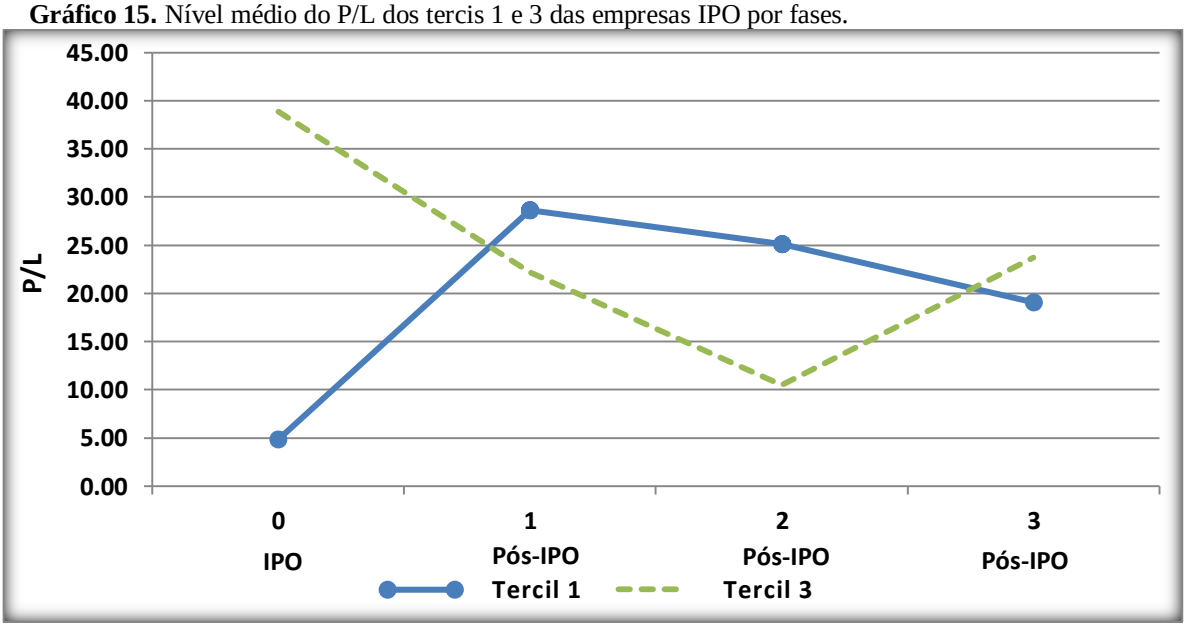
Tabela 24. Estatística descritiva do nível médio do P/L dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO.

P/L	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***
	IPO	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***
Tercil 1	**4.88**	**28.64**	**25.15**	**19.07**
Tercil 3	**38.85**	**22.19**	**10.49**	**23.71**
Diferença	**-33.97**	**6.45**	**14.66**	**-4.64**
Prob (T > t)	**0.0028***	**0.3053**	**0.1320**	**0.3147**
Estatística t	**-2.8931**	**0.5122**	**1.1296**	**-0.4854**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No gráfico 15, o padrão observado corrobora com a hipótese (H2) da pesquisa, uma vez que, no período que marca o IPO as empresas classificadas no tercil 3 apresentaram melhor desempenho do que as empresas classificadas no tercil 1 e também de acordo com a hipótese (H2) da pesquisa nos períodos posteriores ao IPO as empresas do tercil 1 apresentaram maiores médias para esta métrica de performance.

Gráfico 15. Nível médio do P/L dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, foram analisados os resultados para o nível médio do DPA. Na Tabela 25, observa-se que a média do DPA é menor no ano 0 (período que marca o IPO) em comparação com os anos +1, +2 e +3 (período Pós-IPO) tanto para as empresas classificadas no tercil 1 quanto para as empresas classificadas no tercil 3. Neste contexto, foram realizados testes para as diferenças entre as médias dos tercis 1 e 3. Somente para o período +3 foi encontrada significância estatística que rejeitasse a hipótese nula de igualdade entre as médias. Estatística *t* de 1,85 foi verificada neste ano.

O padrão observado corrobora com a hipótese (H2) da pesquisa, em parte, sendo que, somente nos períodos posteriores ao IPO as empresas do tercil 1 apresentaram maiores médias para esta métrica de performance. No período que marca o IPO as empresas classificadas no tercil 3 apresentaram desempenho similar ao das empresas classificadas no tercil 1.

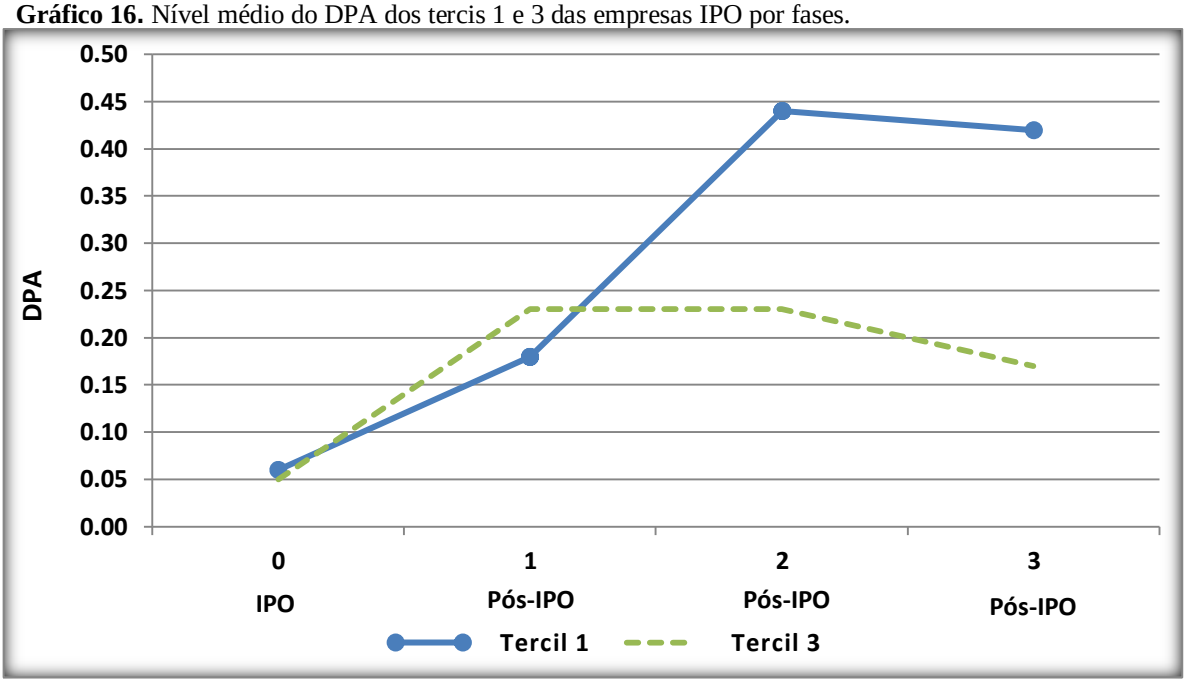
Tabela 25. Estatística descritiva do nível médio do DPA dos tercis 1 e 3 nas fases do IPO.

DPA	***Ano 0***	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***
	IPO	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***	***Pós-IPO***
Tercil 1	**0.06**	**0.18**	**0.44**	**0.42**
Tercil 3	**0.05**	**0.23**	**0.23**	**0.17**
Diferença	**0.01**	**-0.05**	**0.21**	**0.25**
Prob (T > t)	**0.4044**	**0.3706**	**0.1453**	**0.0351***
Estatística t	**0.2431**	**-0.332**	**1.0674**	**1.8478**

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No gráfico 16 observa-se que no período que marca o IPO o comportamento dos DPA é similar para as empresas dos tercis 1 e 3. Nos anos Pós-IPO as empresas do tercil 1 apresentam melhor performance.

Gráfico 16. Nível médio do DPA dos tercis 1 e 3 das empresas IPO por fases.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Enfim, a partir da análise da performance das empresas IPO entre o tercil 1 (empresas que não gerenciaram) e o tercil 3 (empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados), percebe-se que há distinção no comportamento das métricas de performance entre estas empresas, como aponta Teoh, Welch e Wong (1998).

Objetivou-se com estas análises constatar sinalizações relacionadas à comprovação da hipótese (H2) deste trabalho que elucida que as empresas IPO com maiores acumulações discricionárias (classificadas no tercil 3) apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam ou marcaram o lançamento das ações e baixa performance no longo prazo em função das reversões decorrentes do gerenciamento praticado. Concomitantemente, espera-se que no longo prazo as empresas classificadas no tercil 1 (não gerenciadoras) obtenham desempenho superior ao das empresas classificadas no tercil 3.

Neste contexto, foram analisados o ROA, a Margem EBTIDA, o VPA, o LPA, o P/L e o DPA. O comportamento apresentado pelas métricas de performance econômico-financeiras ROA, Margem EBTIDA, LPA e P/L corroboram com a hipótese (H2) desta pesquisa. Já para as variáveis VPA e DPA, o padrão observado não corrobora em sua totalidade com a hipótese

(H2) desta pesquisa. Cabe destacar que, mesmo para estas variáveis em que o padrão de comportamento aparentemente não corrobora com a hipótese da pesquisa, quando detectada significância estatística, grande parte das vezes, a diferença entre as médias dos grupos de empresas apontavam para a hipótese do trabalho.

Contudo, quanto ao comportamento das métricas VPA e DPA cabe ressaltar que as empresas IPO se caracterizam como pequenas empresas com boas perspectivas de crescimento sem poder para remunerar seus sócios. Ou seja, para as empresas IPO o comportamento apresentado para o VPA e o DPA está relacionado ao tamanho dessas empresas que se caracterizam como pequenas empresas (baixo valor patrimonial) e também ao fato de que estas empresas não possuíam ações em circulação e, consecutivamente, não realizavam o pagamento de dividendos.

Assim, pode-se considerar neste contexto que, no geral, os resultados corroboram com as hipóteses (H1 e H2) desta pesquisa e com os resultados apresentados em trabalhos nacionais e internacionais como os de Martinez (2001), Paulo (2006), Teoh, Welch e Wong (1998) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).

Estes resultados, assim como os resultados da análise da performance antes e após o IPO, são de extrema relevância para todos os *stakeholders* vinculados a empresa e ao mercado de capitais como um todo, principalmente acionistas existentes e em potencial. Com estas análises relacionadas à performance é possível perceber que as empresas, dependendo do nível de acumulações discricionárias (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis), apresentam desempenho econômico-financeiro distinto nas fases que rodeiam o evento do IPO, evento de suma importância no mercado de capitais, principalmente no Brasil, que passa por processo de profissionalização e consolidação.

Destarte, é importante destacar que todos estes acontecimentos podem comprometer a alocação de recursos entre empresas e entre países, sendo de suma importância estudos acerca desta temática objetivando sinalizar e advertir os usuários e órgãos normalizadores sobre o relacionamento entre o gerenciamento de resultados contábeis e as motivações dos administradores para gerenciar (neste trabalho, motivações vinculadas ao mercado de capitais e, mais especificamente, ao processo de IPO). Neste contexto, Paulo (2007) destaca que diante dos possíveis prejuízos que podem ser ocasionados aos diversos participantes da economia, é de extrema relevância que o conjunto das normas contábeis restrinja a possibilidade de emprego do gerenciamento das informações contábeis.

4.3 ANÁLISE DO DESEMPENHO DE CARTEIRAS (RETORNO DAS AÇÕES) DAS EMPRESAS IPO

4.3.1 *Estatística Descritiva*

As tabelas a seguir apresentam estatísticas descritivas de 92 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações na Bovespa no período de 2002 a 2010, excluindo as empresas do setor econômico Financeiro e Outros (segundo classificação setorial da Bovespa). A Tabela 26 apresenta os preços de fechamento das ações corrigidos pela inflação e ajustado para os dividendos das empresas IPO nos anos 0 (Ano do IPO), +1, +2 e +3 (Anos Pós-IPO). Os valores médios, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo do preço de fechamento das ações nestes períodos são apresentados.

Tabela 26. Estatísticas descritivas do preço de fechamento das ações das empresas IPO.

Preço de Fechamento das Ações	***Média***	***Mediana***	***Desvio Padrão***	***Mínimo***	***Máximo***
Ano 0	15.44	11.66	25.81	1.60	233.4
Ano +1	15.33	10.19	19.44	0.26	157.8
Ano +2	12.53	7.97	16.05	0.87	85.55
Ano +3	13.17	7.79	13.76	2.05	56.15

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que há uma aparente queda no preço de fechamento médio das empresas IPO entre os anos 0 e +3, sendo que, no ano do IPO, o preço de fechamento médio foi de 15,44 e nos anos posteriores ao IPO, os preços foram de 15,33 para o ano +1, 12,53 para o ano +2 e 13,17 para o ano +3, demonstrando uma ligeira queda no preço de fechamento das ações das empresas IPO.

Já na Tabela 27 são apresentadas estatísticas descritivas acerca do retorno das ações das empresas IPO para os anos +1, +2 e +3. Observa-se que o retorno das ações é de 8,62%, 11,36% e 26,40%, respectivamente, para os anos +1, +2 e +3.

Tabela 27. Estatísticas descritivas do retorno das ações das empresas IPO.

Retorno das Ações	***Média***	***Mediana***	***Desvio Padrão***	***Mínimo***	***Máximo***
Ano +1	8.62%	2.00%	61.29%	-86.41%	63.97%
Ano +2	11.36%	-24.43%	111.06%	-85.25%	98.16%
Ano +3	26.40%	-4.96%	108.11%	-84.62%	125.63%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Cabe destacar que, para analisar o retorno das ações das empresas IPO nos três anos posteriores ao lançamento foram coletados o preço de fechamento das ações no dia da oferta pública de ações (ano 0) e o preço de fechamento, um ano (ano +1), dois anos (ano +2) e três anos (ano +3) após a data de lançamento para cada empresa IPO. Ou seja, os retornos são acumulados do ano 0 ao ano 1, do ano 0 ao ano 2 e do ano 0 ao ano 3.

Sendo assim, iniciou-se a análise realizando comparações para o retorno das ações das empresas IPO nos três anos posteriores ao lançamento das ações. Foram confrontados o ano +1 com o ano +2, o ano +1 com o ano +3 e o ano +2 com o ano +3. Na Tabela 28, percebe-se que, apenas o confronto entre os anos +1 e +3 apresentou significância estatística para rejeição da hipótese nula de igualdade entre as médias. Estatística *t* de -1,2970 e *p-valor* de 0,0985 foram encontrados, o que significa que ao nível de significância de 10%, as médias são distintas.

Tabela 28. Comparações para o retorno médio das ações das empresas IPO.

Retorno das Ações	***Ano +1***	***Ano +2***	***Ano +3***	***Diferença***	***Prob (T > t)***	***Estatística t***
	8.62%	**11.36%**	**26.39%**			
Retorno Ano1 x Ano2	8.62%	11.36%		-2.74%	0.4226	-0.1958
Retorno Ano1 x Ano3	8.62%		26.39%	-17.77%	0.0985*	-1.2970
Retorno Ano2 x Ano3		11.36%	26.39%	-15.03%	0.4045	1.0554

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto ao menor valor assumido pelo ano +1 em comparação com o ano +3, pode ser ressaltado o fato de que a queda nos resultados das empresas IPO logo após o lançamento das ações ocasiona uma menor valorização de mercado e demanda pelos papéis destas empresas. Destarte, ressalta-se também o fato de que as reversões dos *accruals* relativos ao gerenciamento de resultados nos momentos que antecedem e marcam o lançamento das ações também pode afetar os preços e retornos das ações das empresas IPO, assim como sinalizam os resultados apresentados na apuração do nível de acumulações discricionárias pelos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching* (Tópico 4.1) e também a análise das métricas de performance (Tópico 4.2).

4.3.2 *Retorno das Ações das empresas IPO classificadas nos Tercis 1 e 3*

Dando continuidade na análise do retorno das ações das empresas IPO, objetivou-se analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e o retorno das ações das empresas IPO nos três anos posteriores ao lançamento das ações. Para isso foi utilizada a classificação das empresas em tercis conforme o nível de *accruals* discricionários apurados com base no Modelo de *Performance-Matching* (2005) dado que este modelo apresentou melhores resultados em relação ao Modelo de Jones Modificado (1995). A classificação das empresas em tercis objetiva distinguir e sinalizar as empresas gerenciadoras (tercil 3) e não gerenciadoras (tercil 1).

Na Tabela 29 observa-se de forma aparente que para todos os períodos analisados (anos +1, +2 e +3) o retorno acumulado médio das ações das empresas IPO classificadas no tercil 1 (empresas com menores níveis de *accruals* discricionários - não gerenciadoras) foram maiores do que o retorno acumulado médio apresentado pelas empresas IPO classificadas no tercil 3 (empresas com maiores níveis de *accruals* discricionários – gerenciadoras).

Este comportamento corrobora com a hipótese (H3) desta pesquisa que elucida que o retorno das ações no longo prazo após o IPO das empresas que gerenciaram seus resultados contábeis de forma agressiva é inferior ao das empresas que não gerenciaram seus resultados. A tendência é que as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados (classificadas no 3º tercil) apresentem desempenho mais fraco no que tange ao retorno das ações (do que as empresas classificadas no 1º tercil – não gerenciadoras), proveniente das reversões do gerenciamento de resultados praticado.

Tabela 29. Estatísticas descritivas do retorno das ações das empresas IPO classificadas nos tercis 1 e 3.

Retorno das Ações	*Período*	*Média*	*Mediana*	*Desvio Padrão*
Tercil 1	**Ano +1**	14.44%	30.32%	49.92%
	Ano +2	56.87%	35.87%	103.32%
	Ano +3	68.99%	65.27%	101.63%
Tercil 3	**Ano +1**	-1.06%	-24.06%	61.22%
	Ano +2	-25.45%	-45.02%	80.38%
	Ano +3	-9.89%	-31.57%	78.57%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Entretanto, objetivando verificar se as médias apresentadas pelos retornos das ações das empresas IPO classificadas nos tercis 1 e 3 são estatisticamente distintas foi realizado o teste *t* de diferença de médias para cada um dos três períodos posteriores ao lançamento das

ações. Na Tabela 30 percebe-se que nos anos +2 e +3, foi encontrada significância estatística que rejeitasse a hipótese nula de igualdade entre as médias. Estatística *t* de 3,3049 e 3,2273 foi encontrada, respectivamente, para os anos +2 e +3. Em ambos os anos, as empresas classificadas no tercil 3, com maiores níveis de acumulações discricionárias, obtiveram desempenho inferior no que tange retorno das ações se comparado ao desempenho apresentado pelas empresas IPO classificadas no tercil 1, com menores níveis de acumulações discricionárias.

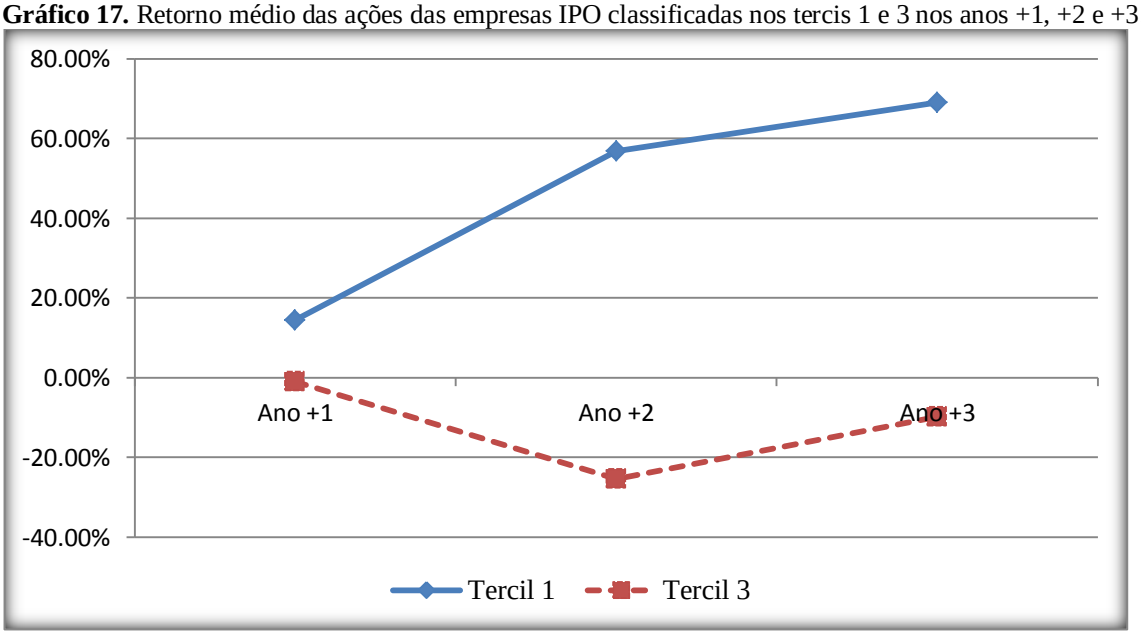
Tabela 30. Comparações para o retorno médio das ações das empresas IPO classificadas nos tercis 1 e 3.

Retorno das Ações	*Ano +1*	*Ano +2*	*Ano +3*
Tercil 1	14.44%	56.86%	68.99%
Tercil 3	-1.06%	-25.45%	-9.89%
Diferença	15.50%	82.31%	78.88%
Prob (T > t)	0.1542	0.0009*	0.0011*
Estatística t	1.0282	3.3049	3.2273

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 17 é elucidado como o retorno das ações das empresas IPO que gerenciaram agressivamente seus resultados apresentam comportamento inferior no que tange retorno das ações, principalmente nos anos +2 e +3, como apontam os testes estatísticos. Cabe destacar que, este comportamento apresentado corrobora com a hipótese (H3) desta pesquisa.

Gráfico 17. Retorno médio das ações das empresas IPO classificadas nos tercis 1 e 3 nos anos +1, +2 e +3.



Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3.3 *Retorno das Ações das empresas IPO e o desempenho do mercado (Ibovespa)*

Dando sequência na análise do retorno das ações das empresas IPO, foram comparados o retorno médio apresentado pelas empresas IPO e o retorno médio apresentado pelas ações no mercado. Como *proxy* do desempenho do mercado foi utilizado o Índice Bovespa (Ibovespa) que se caracteriza como o mais importante indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, incluindo em seu cálculo o desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade (80% do volume transacionado na bolsa) do mercado de ações brasileiro. Vale ressaltar ainda que este indicador têm sido muito utilizado como *proxy* do desempenho do mercado. Costa Jr. e Neves (2000), Galdino (2010) e Ferreira *et al*. (2011) o utilizaram em seus trabalhos.

Para a comparação do retorno das ações das empresas IPO e o desempenho do mercado, representado pelo Ibovespa, serão levadas em consideração os IPOs realizados em 2007. Isto se deve ao fato de que no ano de 2007 houve uma concentração de IPOs no mercado brasileiro, sendo que, por exemplo, dos 92 IPOs estudados nesta pesquisa, 42 deles ou 45,65% ocorreram em 2007, ano com maior número de ofertas públicas iniciais de ações na Bovespa. A análise dos IPOs de 2007 se deve ainda à pequena quantidade de empresas IPO para comparação nos outros anos estudados e também ao fato de que esta análise foi realizada somente para complementar os resultados relacionados ao comportamento apresentado pelas empresas IPO classificadas nos tercis 1 e 3. Como o ano de 2007 contempla quase 50% da amostra pesquisada, a comparação realizada para estas empresas satisfaz os objetivos desta análise. A análise de todos os anos seria enorme e impraticável, dado que esta análise é complemento de outras análises mais importantes para a pesquisa.

Destarte, serão comparados os retornos médios apresentados pelas empresas que realizaram IPO em 2007 e o retorno médio apresentado pelo mercado (Ibovespa) para o mesmo período. Assim sendo, serão analisados os retornos do ano +1 (2007 a 2008), do ano +2 (2007 a 2009) e do ano +3 (2007 a 2010).

Na Tabela 31 são apresentadas as estatísticas descritivas acerca do preço de fechamento das ações das empresas que realizaram IPO em 2007, para os anos de 2007, 2008, 2009 e 2010. Percebe-se que o preço de fechamento no ano de 2007 (ano do IPO) é superior ao preço de fechamento para os anos de 2008, 2009 e 2010 (anos posteriores ao IPO).

Tabela 31. Estatísticas descritivas do preço de fechamento das ações das empresas IPO de 2007.

Preço de Fechamento das Ações	*Média*	*Mediana*	*Desvio Padrão*	*Mínimo*	*Máximo*
2007	12.25	10.69	6.53	2.21	35.75
2008	4.93	3.48	4.83	0.53	25.37
2009	9.42	6.49	6.96	2.58	55.99
2010	10.67	8.69	6.57	1.23	25.28

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto ao retorno das ações, na Tabela 32 são apresentadas as estatísticas descritivas para os anos +1, +2 e +3. Observa-se que o retorno para o primeiro ano (-59,27%) é significativamente negativo se comparado ao retorno apresentado para os anos +2 e +3 que é de -12,52% e -6,52%, respectivamente, para os anos +2 e +3.

Tabela 32. Estatísticas descritivas do retorno das ações das empresas IPO de 2007.

Retorno das Ações	*Média*	*Mediana*	*Desvio Padrão*	*Mínimo*	*Máximo*
Ano +1	-59.27%	-67.26%	28.32%	-91.42%	20.15%
Ano +2	-12.52%	-17.85%	57.19%	-81.92%	186.18%
Ano +3	-6.52%	-19.16%	63.09%	-97.20%	238.06%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dando sequência, foi comparado o retorno das ações para as empresas IPO com o retorno médio apresentado pelo mercado nos anos +1, +2 e +3 (anos posteriores ao lançamento das ações). Na Tabela 33 verifica-se que em todos os períodos o desempenho médio dos IPOs fica sempre aquém do Ibovespa (índice utilizado como *proxy* para o desempenho das ações no mercado). Ou seja, as ações das empresas IPO valorizam menos que o Ibovespa nos períodos de alta e desvalorizam mais que o Ibovespa nos períodos de baixa. Para os retornos das ações dos anos de 2007 a 2008 e de 2007 a 2009 foi encontrada significância estatística com estatística *t* no valor de -3,7745 e -1,6674. Este comportamento do desempenho relacionado ao retorno das ações para as empresas IPO e o desempenho do mercado também corrobora com a hipótese (H3) desta pesquisa.

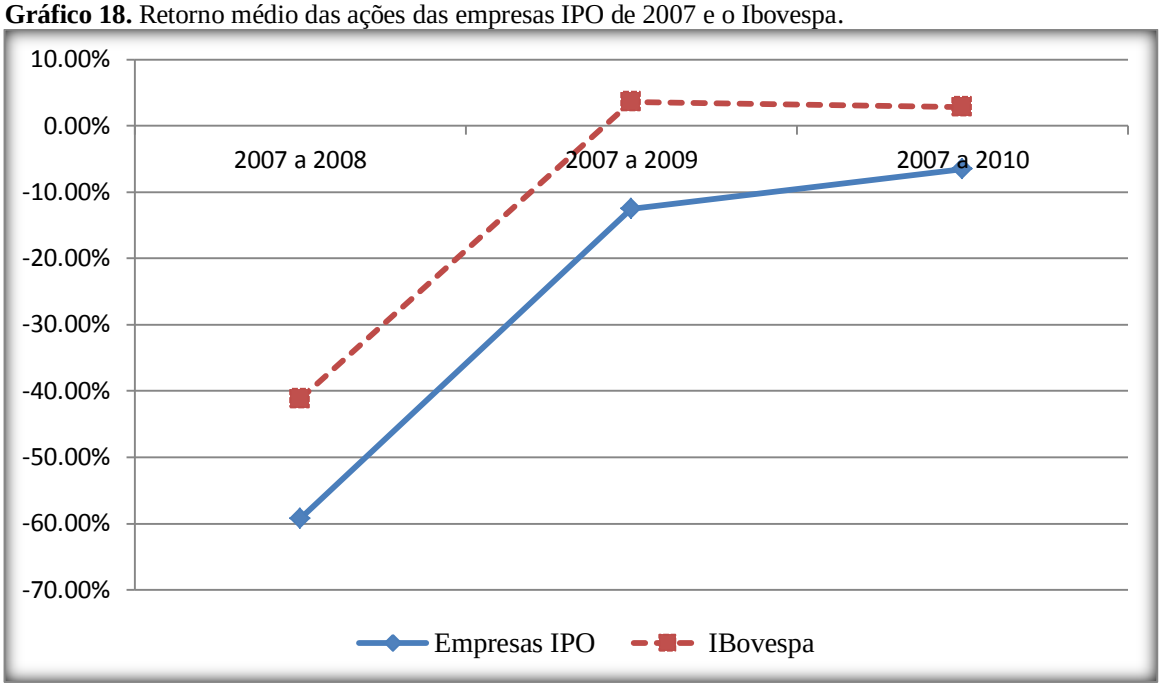
Tabela 33. Comparações para o retorno médio das ações das empresas IPO de 2007 e o Ibovespa.

Retorno das Ações	*Retorno 2007 a 2008*	*Retorno 2007 a 2009*	*Retorno 2007 a 2010*
Empresas IPO	-59.27%	-12.52%	-6.52%
Ibovespa	-41.20%	3.60%	2.80%
Diferença	-18.07%	-16.12%	-9.32%
Prob (T > t)	0.0003*	0.0523**	0.1976
Estatística t	-3.7745	-1.6674	-0.8614

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 18 percebe-se que, apesar de apresentar comportamento parecido com o comportamento apresentado pelo mercado, em todos os períodos, o retorno das ações das empresas IPO é inferior ao retorno apresentado pelo mercado.

Gráfico 18. Retorno médio das ações das empresas IPO de 2007 e o Ibovespa.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, foram comparados o retorno das ações das empresas que realizaram IPO em 2007 classificadas no tercil 3 (com maiores níveis de acumulações discricionárias – empresas gerenciadoras) e o desempenho apresentado pelo mercado (Tabela 34). Verificou-se também para estas empresas que o retorno das ações para os anos +1, +2 e +3 é inferior do que o desempenho apresentado pelo mercado em todos os períodos. Nos anos de 2007 a 2008 e de 2007 a 2009 foi encontrada significância estatística que rejeita a hipótese nula de igualdade entre os retornos.

Tabela 34. Comparações para o retorno médio das ações das empresas IPO de 2007 classificadas no tercil 3 e o Ibovespa.

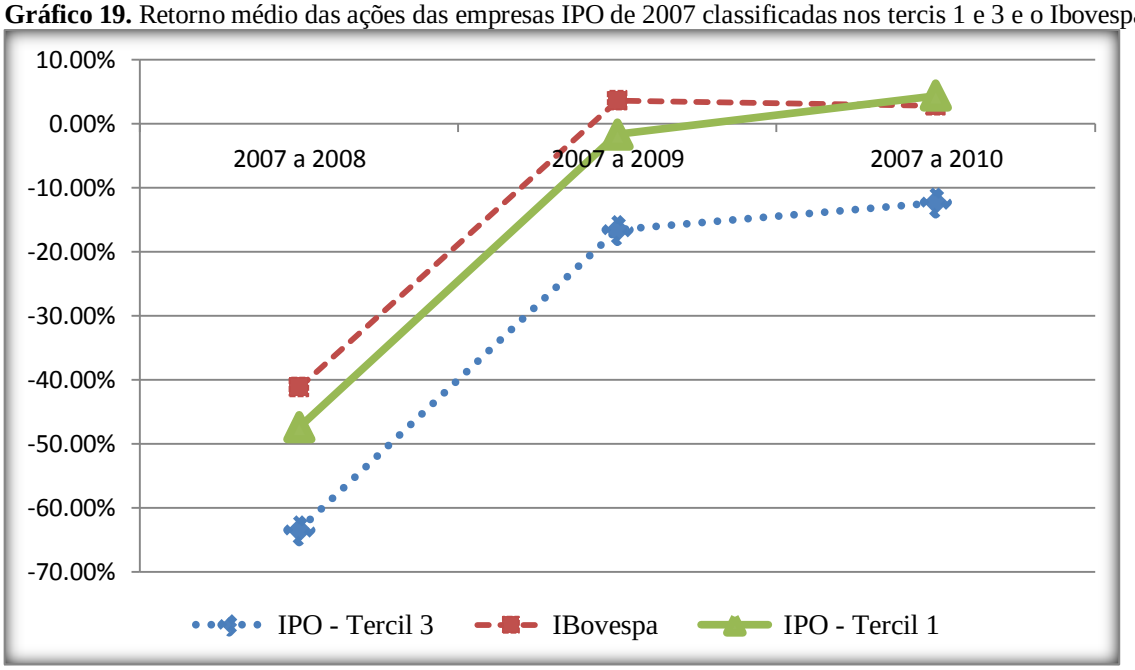
Retorno das Ações	*Retorno 2007 a 2008*	*Retorno 2007 a 2009*	*Retorno 2007 a 2010*
Empresas IPO - Tercil 3	-63.51%	-16.57%	-12.33%
Ibovespa	-41.20%	3.60%	2.80%
Diferença	-22.31%	-20.17%	-15.13%
Prob (T > t)	0.0005*	0.0129*	0.1122
Estatística t	-4.1610	-2.4945	-1.2709

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

No Gráfico 19 percebe-se o desempenho inferior em todos os períodos para as empresas IPO classificadas no tercil 3 em relação ao desempenho apresentado pelo mercado e o desempenho das empresas não gerenciadoras. As empresas classificadas no tercil 1 apresentaram retornos de -47,43%, -1,71% e 4,35%, respectivamente, para os anos de 2007 a 2008, 2007 a 2009 e 2007 a 2010. Percebe-se assim que, as empresas IPO com menor nível de acumulações discricionárias (não gerenciadoras) apresentaram desempenho superior ao desempenho das empresas com maior nível de acumulações discricionárias (gerenciadoras). Sendo assim, verifica-se que o desempenho das empresas do tercil 1 se assemelha ao desempenho apresentado pelo mercado.

Enfim, todos estes resultados corroboram com a hipótese (H3) desta pesquisa que enfatiza que em função das reversões dos *accruals* relativos ao gerenciamento, o desempenho médio das ações das empresas IPO que gerenciaram agressivamente seus resultados (com maiores níveis de *accruals* discricionários) é inferior ao desempenho médio das ações no mercado e das empresas que não gerenciaram seus resultados.

Gráfico 19. Retorno médio das ações das empresas IPO de 2007 classificadas nos tercis 1 e 3 e o Ibovespa.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados apresentados nesta pesquisa também corroboram com os resultados apresentados por autores como Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Martinez (2001), Singer (2007), Zielinski (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013) que apontam evidências de gerenciamento de resultados em períodos prévios ao IPO, que

contribuem, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nestes períodos e para lucros e retorno das ações abaixo do previsto no longo prazo após o lançamento. Nas pesquisas de Chi e Padgett (2002), Johnston e Madura (2002), Coakley, Hadass e Wood (2004) e Ball e Shivakumar (2008) também foi verificado o baixo desempenho das ações no longo prazo após o IPO, o que pode ser ocasionado pelo gerenciamento de resultados contábeis.

Cabe ressaltar ainda que, com estas análises relacionadas à performance percebe-se que as empresas, dependendo do nível de acumulações discricionárias (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis), apresentam desempenho econômico-financeiro e comportamento para o preço das ações distinto nas fases que rodeiam o IPO, evento de suma importância no mercado de capitais, principalmente no Brasil, que passa por processo de profissionalização e consolidação.

4.4 ANÁLISE DOS CONDICIONANTES PARA A PRÁTICA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS NO CONTEXTO DOS IPOs

Por fim, um último aspecto analisado diz respeito aos condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis nas empresas participantes de IPOs no Brasil. Para analisar quais seriam os condicionantes para o gerenciamento de resultados foi adotado o modelo de dados em painel tendo como variável a ser explicada o nível de *accruals* discricionários ponderados pelos ativos totais do período anterior para cada empresa nos anos -1, 0, +1, +2 e +3 calculados com base no Modelo de Jones Modificado (1995) e no Modelo de *Performance-Matching* (2005).

Quanto às variáveis explicativas não existe um consenso literário sobre quais possuem maiores efeitos para explicar o nível de *accruals* discricionários das empresas. Entretanto, variáveis qualitativas (Fase IPO; IFRS; Quente; GC; ISE; SEO; PEVC e Auditor) e quantitativas (Crescimento; Desempenho; Tangibilidade; Alavancagem; Capital de Giro; Tamanho e PIB) foram inseridas no modelo de regressão por se caracterizarem como as mais comuns variáveis que vêm sendo utilizadas por autores nacionais e internacionais (Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Ye (2006), McNichols (2000), Baptista (2008), Kothari, Leone e Wasley (2005), Castro (2008), Zang (2012), Teoh, Welch e Wong (1998), Hochberg (2011), Martinez (2001), Morsfield e Tan (2006), Ronen e Yaari (2008), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Fasolin e Klann (2014) como condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis.

Neste contexto, para iniciar a análise dos resultados relacionados aos condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados é importante observar estatísticas descritivas das variáveis quantitativas que compõem o modelo de dados em painel que tem como objetivo identificar alguns condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis.

Na Tabela 35 observam-se os níveis médios, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo das variáveis quantitativas que foram inseridas no modelo para explicar os níveis de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas IPO nos anos -1, 0, +1, +2 e +3. Percebe-se o elevado desvio padrão para estas variáveis o que reflete o fato de que na amostra estão inseridas empresas de setores e portes distintos. Este fato revela a heterogeneidade das empresas, característica dos modelos de dados em painel.

Tabela 35. Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas do Modelo de Dados em Painel.

Variáveis	*Média*	*Mediana*	*Desvio Padrão*	*Mínino*	*Máximo*
Crescimento	0.4306656	0.492884	1.035113	-0.9966451	22.209632
Desempenho	-0.0259311	0.100000	3.932344	-29.41	51.11
Tangibilidade	254.885	0.7293459	3337.332	-0.4310282	79232.031
Alavancagem	0.5021394	0.5101972	0.2062918	-0.1758521	1.1636685
Capital de Giro	27739.678	-1058	158765.256	-263565.567	1295697.134
Tamanho	6.11626	6.135492	0.5668114	2.9571426	7.9789696
PIB	22521.84	33076.59	38981.10	-66368.765	98197.194

Fonte: Elaborado pelo autor.

Outro importante aspecto analisado está relacionado com as variáveis explicativas qualitativas (*dummies*). De acordo com a presença ou não do atributo da variável qualitativa foram comparados os níveis médios das acumulações discricionárias calculadas com base no Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching* para a presença e ausência deste atributo entre as empresas e os períodos estudados, como pode ser observado na Tabela 36.

Foram apurados os níveis médios das acumulações discricionárias para a presença (*dummy* assumindo valor 1) ou ausência (*dummy* assumindo valor 0) do atributo da variável qualitativa para as empresas da amostra da pesquisa em todos os períodos estudados. Para os resultados do modelo de Jones Modificado foi encontrada significância estatística para o teste *t* de diferença entre as médias para as variáveis Fase IPO, PEVC, IFRS, ISE e Quente, sendo que, estatística *t* no valor de 7.1284, -2.1385, -3.7922, -3.8514 e 6.4353 foram encontradas, respectivamente, para estas variáveis. Todas estas médias foram significativas e estatisticamente diferentes ao nível de significância de 5%.

Tabela 36. Nível Médio de AD para as variáveis qualitativas do Modelo de Dados em Painel.

Modelo	Variáveis	Nível Médio de AD (em % dos AT*it -1*)		Diferença	*Prob (T > t)*	Estatística *t*
		Dummy (1) ***Presença*** **do atributo**	*Dummy (0)* ***Ausência*** **do atributo**			
Jones Modificado	***Fase IPO***	9.75%	1.40%	8.35%	0.0000*	7.1284
	PEVC	4.44%	7.06%	-2.62%	0.0163*	-2.1385
	IFRS	2.91%	6.59%	-3.68%	0.0001*	-3.7922
	GC	5.76%	5.54%	0.22%	0.4437	0.1416
	ISE	1.91%	6.13%	-4.22%	0.0001*	-3.8514
	SEO	6.73%	5.53%	1.20%	0.2610	0.6410
	Auditor	5.39%	7.25%	-1.86%	0.1212	-1.1694
	Quente	12.33%	2.08%	10.25%	0.0000*	6.4353
Performance Matching	***Fase IPO***	8.75%	1.04%	7.71%	0.0000*	5.9530
	PEVC	3.07%	7.08%	-4.01%	0.0011*	-3.0544
	IFRS	3.01%	5.65%	-2.64%	0.0065*	-2.4863
	GC	5.47%	2.95%	2.52%	0.0725**	1.4583
	ISE	-0.90%	5.67%	-6.57%	0.0039*	-2.6972
	SEO	5.13%	5.01%	0.12%	0.4755	0.0616
	Auditor	4.58%	7.10%	-2.52%	0.0469*	-1.6791
	Quente	10.21%	2.17%	8.04%	0.0000*	4.6114
Variáveis e significado	***Fase IPO***	Período chave para o IPO (Períodos próximos da oferta – Grandes incentivos para GR).				
	PEVC	Presença de *Private Equity/Venture Capital* – Gestores de capital de risco.				
	IFRS	Adoção às Normas Internacionais de Contabilidade – No Brasil, a partir de 2010.				
	GC	Governança Corporativa - Mecanismos de proteção do investidor.				
	ISE	Sustentabilidade Empresarial - Nível de transparência e prestação de contas.				
	SEO	Oferta Subsequente de Ações (Períodos que marcam a realização da oferta secundária).				
	Auditor	Qualidade ou reputação da empresa de auditoria.				
	Quente	Momento caracterizado pelo volume de ofertas públicas realizadas – "Quentes ou Frios".				

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto aos níveis de acumulações discricionárias percebe-se que as variáveis Fase IPO (9,75% e 1,40%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo) e Quente (12,33% e 2,08%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo), apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários quando da presença do atributo (*dummy* assumindo valor 1) o que corrobora com os resultados esperados para estas variáveis na hipótese H4 desta pesquisa, onde espera-se que no período crítico para o IPO (momentos que antecedem, marcam e posteriores ao IPO – anos -1, 0 e +1) as empresas possuam maiores níveis de *accruals* discricionários, assim como para os momentos quentes, de mercado aquecido, em

que os gestores irão aproveitar deste momento aquecido, janela de oportunidade, para gerenciar seus resultados com maior agressividade.

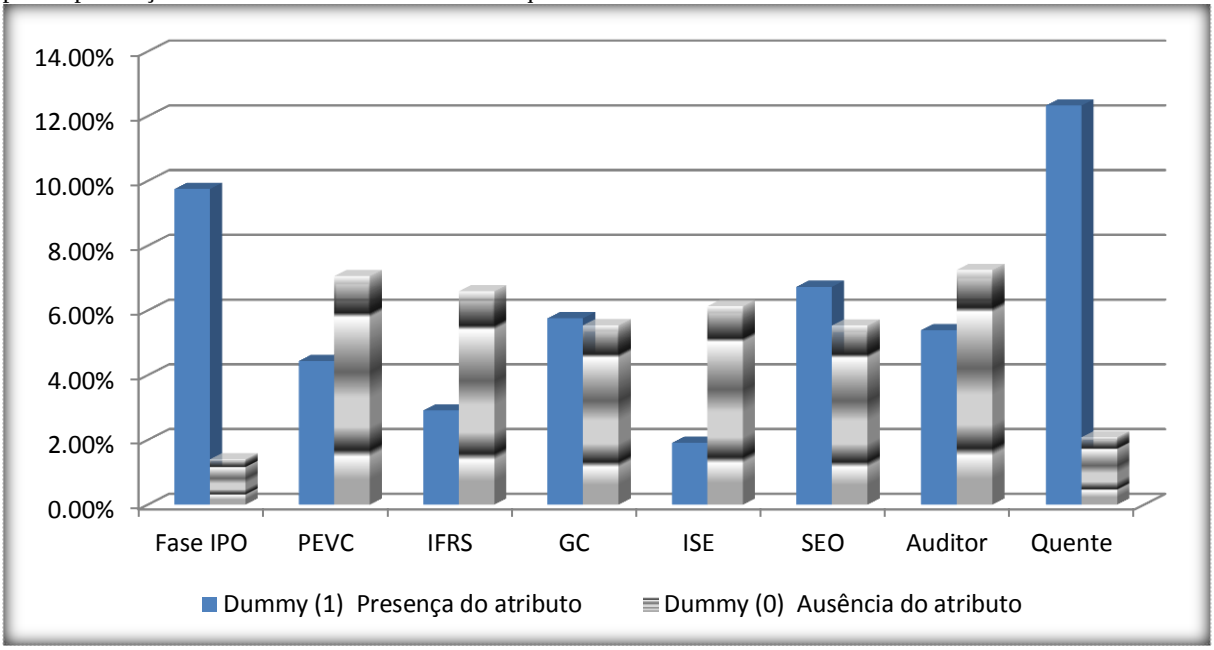
Já para as variáveis PEVC (4,44% e 7,06%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo), IFRS (2,91% e 6,59%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo) e ISE (1,91% e 6,13%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo) os níveis médios de acumulações discricionárias quando da presença do atributo são menores do que os níveis médios quando da ausência do atributo.

Estes resultados também corroboram com os resultados esperados para estas variáveis na hipótese H4 desta pesquisa, principalmente para as variáveis PEVC e ISE que se caracterizam como atributos que irão inibir os gestores a praticarem o gerenciamento de resultados contábeis, uma vez que, os gestores de PEVC podem funcionar como *gatekeepers* do gerenciamento, monitorando as ações tomadas pelos gestores e o fato de estar presente no grupo de empresas sustentáveis (ISE) também tende a inibir a prática do gerenciamento já que estas empresas obtém maior nível de transparência e prestação de contas.

Quanto à adoção das IFRS também esperava-se que com a exigência de evidenciação de maior qualidade das normas internacionais de contabilidade, o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas após o processo de convergência contábil internacional fosse menor, apesar de que níveis maiores poderiam também ser obtidos, dado que maior flexibilidade (espaço para maior julgamento) foi proporcionada pelas IFRS para os profissionais contábeis objetivando informações justas e verdadeiras.

No Gráfico 20 fica evidente o comportamento do nível médio de acumulações discricionárias calculadas com base no Modelo de Jones Modificado para a presença ou não do atributo das variáveis qualitativas do modelo de dados em painel que procura analisar os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Ênfase deve ser dada para as variáveis Fase IPO e Quente, que corroboram com os resultados esperados, sendo que, na presença do atributo os níveis médios de *accruals* discricionários são muito elevados e estatisticamente diferentes ao nível de significância de 1%, como pode ser observado.

Gráfico 20. Níveis médios de AD (em % dos AT*it -1*) calculados com base no Modelo de Jones Modificado para a presença ou não do atributo das variáveis qualitativas do Modelo de Dados em Painel.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Também foram apurados os níveis médios das acumulações discricionárias para a presença (*dummy* assumindo valor 1) ou ausência (*dummy* assumindo valor 0) do atributo das variáveis qualitativas para as empresas da amostra da pesquisa em todos os períodos estudados (anos -1, 0, +1, +2 e +3) tendo como base o modelo de *Performance-Matching*. Para este modelo só não foi encontrada significância estatística para o teste *t* de diferença entre as médias para a variável SEO. Para as variáveis Fase IPO, PEVC, IFRS, GC, ISE, Auditor e Quente foi encontrada significância estatística para diferença entre as médias. Estatística *t* no valor de 5.9530, -3.0544, -2.4863, 1.4583, -2.6972, -1,6791 e 4.6114 foram encontradas, respectivamente, para as variáveis Fase IPO, PEVC, IFRS, GC, ISE, Auditor e Quente.

Quanto aos níveis médios de acumulações discricionárias percebe-se que as variáveis Fase IPO (8,75% e 1,04%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo) e Quente (10,21% e 2,17%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo), apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários quando da presença do atributo (*dummy* assumindo valor 1) assim como os níveis médios de *accruals* discricionários calculados com base no Modelo de Jones Modificado, o que de forma aparente também corrobora com os resultados esperados para estas variáveis na hipótese H4 desta pesquisa. Para a hipótese H4, espera-se que no período crítico para o IPO (momentos que antecedem, marcam e posteriores ao IPO – anos -1, 0 e +1) as empresas possuam maiores níveis de *accruals* discricionários, assim como

para os momentos quentes, de mercado aquecido, em que os gestores irão aproveitar deste momento aquecido para gerenciar seus resultados com maior agressividade.

A variável GC também apresentou níveis médios de acumulações discricionárias superiores quando da presença do atributo para o Modelo de *Performance-Matching* a 10% de significância, o que não corrobora com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa. Esperava-se que quando da presença da empresa no Novo Mercado, grupo de empresas com maiores níveis de governança corporativa, os níveis médios de acumulações discricionárias fossem menores para estas empresas, dada a presença efetiva de mecanismos de proteção do investidor relacionados com a transparência e evidenciação das decisões tomadas e resultados alcançados, o que não é apontado pelos resultados. Cabe destacar que, grande parte da amostra de empresas IPO estão inseridas no segmento de listagem do Novo Mercado da Bovespa. Sendo assim, apesar do resultado apresentado para esta variável não corroborar com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa, estes resultados inesperados podem ser justificados pela presença em massa no Novo Mercado das empresas IPO.

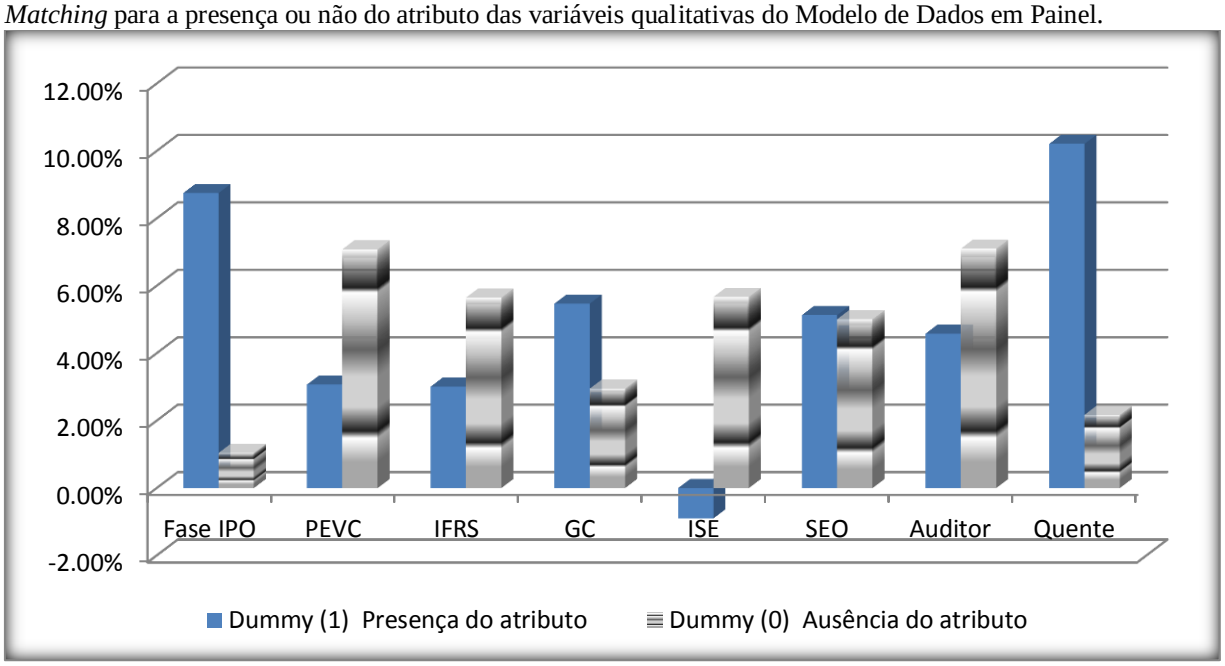
Já para as variáveis PEVC (3,07% e 7,08%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo), IFRS (3,01% e 5,65%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo), ISE (-0.90% e 5,67%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo) e Auditor (4,58% e 7,10%, respectivamente, para a presença e ausência do atributo) os níveis médios de acumulações discricionárias quando da presença do atributo são menores do que os níveis médios quando da ausência do atributo.

Estes fatos também corroboram com os resultados esperados para estas variáveis na hipótese H4 desta pesquisa, principalmente para as variáveis PEVC, ISE e Auditor que se caracterizam como atributos que irão inibir os gestores a praticarem o gerenciamento de resultados contábeis, uma vez que, os gestores de PEVC assim como os auditores podem funcionar como *gatekeepers* do gerenciamento, monitorando as ações tomadas pelos gestores e o fato de estar presente no grupo de empresas sustentáveis (ISE) também tende a inibir a prática do gerenciamento já que estas empresas obtém maior nível de transparência e prestação de contas.

Quanto a adoção das IFRS também esperava-se que com a exigência de evidenciação de maior qualidade das normas internacionais de contabilidade, o nível médio de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas após o processo de convergência contábil internacional fosse menor, apesar de que níveis maiores poderiam também ser obtidos, dado que maior flexibilidade (espaço para maior julgamento) foi proporcionada pelas IFRS para os profissionais contábeis objetivando informações justas e verdadeiras.

No Gráfico 21 fica evidente o comportamento do nível médio de acumulações discricionárias calculadas com base no Modelo de *Performance-Matching* para a presença ou não do atributo das variáveis qualitativas do modelo de dados em painel que procura analisar os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Ênfase também deve ser dada para as variáveis Fase IPO e Quente, que corroboram com os resultados esperados, sendo que, na presença do atributo os níveis médios de *accruals* discricionários são muito elevados e estatisticamente diferentes ao nível de significância de 1%. Este comportamento também é observado para os níveis médios de acumulações discricionárias calculadas com base no Modelo de Jones Modificado (Tabela 36 e Gráfico 20).

Gráfico 21. Níveis médios de AD (em % dos AT*it -1*) calculados com base no Modelo de *Performance-Matching* para a presença ou não do atributo das variáveis qualitativas do Modelo de Dados em Painel.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Realizadas estas análises acerca do nível médio de *accruals* discricionários para a presença ou não do atributo das variáveis qualitativas do modelo de dados em painel parte-se para a análise dos resultados apresentados para o modelo que busca identificar os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis.

Inicialmente, para que fossem realizadas as regressões, as variáveis qualitativas e quantitativas mencionadas na metodologia (Fase IPO, IFRS, Quente, GC, ISE, SEO, PEVC, Auditor, Crescimento, Desempenho, Tangibilidade, Alavancagem, Capital de Giro, Tamanho e PIB) foram coletadas, trabalhadas e organizadas. A coleta dos dados compreendeu os demonstrativos contábil-financeiros das empresas listadas na Bovespa e seus prospectos de IPOs, sendo obtidos dados nos sites da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da

BM&FBovespa e sites institucionais, além da utilização do banco de dados Economática®. Informações acerca do PIB brasileiro também foram extraídas de planilhas disponibilizadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em seu site.

Os dados coletados se referem às demonstrações contábil-financeiras das empresas que realizaram IPO entre os anos de 2002 e 2010, sendo coletados dados destas empresas entre os anos de 2001 e 2013 (período estudado). O período escolhido justifica-se pelo fato de que entre os anos de 2000 e 2002 muitos eventos de suma importância contribuíram para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro como a criação do Novo Mercado em 2000, fato estreitamente relacionado à governança corporativa e ainda à reforma da lei que disciplina as atribuições e responsabilidades da CVM, órgão responsável por regulamentar o mercado de títulos no Brasil, em 2002. Cabe ressaltar ainda, a necessidade de se analisar no longo prazo o desempenho das entidades que realizaram IPOs procurando verificar se as mesmas apresentaram baixo desempenho fruto das reversões do gerenciamento praticado no momento do lançamento das ações, sendo, por este motivo, o fechamento do período analisado, em 2010.

Neste contexto, verifica-se que foram estudados os anos -1, 0, +1, +2 e +3 que compreende os períodos anteriores, que marcam e posteriores ao IPO. Os anos -3 e -2 não foram estudados em função da indisponibilidade de dados para as empresas IPO nos anos que precedem a oferta inicial de ações. Após a coleta, classificação e organização dos dados foi dado início as regressões que objetivam explicar o nível de *accruals* discricionários ponderados pelo ativo total do período anterior para cada empresa nos anos -1, 0, +1, +2 e +3, calculados pelo Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching*, variável dependente/explicada. Ou seja, foram iniciadas as regressões que possibilitam analisar quais os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis no contexto dos IPOs.

Antes do início das regressões, é importante que após a inserção dos dados, seja informado ao STATA® (software utilizado para as análises estatísticas) que os dados são em painel. Posteriormente, como etapa inicial foi realizada a regressão para o Modelo *Pooled*. É importante ressaltar que este modelo apresentou bom ajustamento com R^2 de 0.2600 e R^2 Ajustado de 0.2521 para o Modelo de Jones Modificado. Para o Modelo de *Performance-Matching* a regressão apresentou R^2 de 0.2129 e R^2 Ajustado de 0.2045. Ainda para o Modelo *Pooled* foram realizados testes relacionados à detecção de problemas econométricos que comprometem a análise dos resultados obtidos nas regressões.

Para o teste VIF relacionado ao problema econométrico de multicolinearidade não foi encontrado problema. O valor médio do VIF para as variáveis do modelo foi de 1.18, valor que demonstra que as variáveis inseridas no modelo de regressão não são altamente colineares. Quanto à heterocedasticidade, foi detectado por meio do teste de *Breusch-Pagan* que a hipótese nula de homocedasticidade foi rejeitada. Os resultados obtidos para o teste RESET revelaram que a hipótese nula de que não há variáveis omitidas no modelo também foi rejeitada. Estes resultados foram obtidos tanto para a regressão do Modelo de Jones Modificado quanto para a regressão do Modelo de *Performance-Matching*.

Neste âmbito, foram realizadas regressões com variâncias e erros padrão robustos em relação à heterocedasticidade para os níveis de *accruals* discricionários apurados com base nos dois modelos com dados *pooled*. Dentre os resultados é importante destacar que para o Modelo de Jones Modificado, 11 variáveis mais a constante apresentaram significância estatística e, para o Modelo de *Performance-Matching*, 10 variáveis mais a constante apresentaram significância estatística, como pode ser observado na Tabela 37.

Tabela 37. Coeficientes e significância estatística das variáveis para o Modelo *Pooled.*

Variáveis	*Sinal Esperado*	*Jones Modificado*	*Performance-Matching*	*Variáveis*	*Sinal Esperado*	*Jones Modificado*	*Performance-Matching*
Fase IPO	+	0.069196	0.0623061	**Crescimento**	+	0.0368917	0.0494705
		(6,67)	(4,07)			(3,32)	(2,99)
		0.000*	0.000*			0.001*	0.003*
IFRS	+/-	0.0029093	0.0161067	**Desempenho**	+/-	0.007595	0.0080403
		(0,34)	(1,68)			(4,77)	(3,77)
		0.731	0.092**			0.000*	0.000*
Quente	+	0.072581	0.0450629	**Tangibilidade**	+	-2.19E-06	-9.50E-07
		(5,40)	(2,73)			(-3,70)	(-1,39)
		0.000*	0.006*			0.000*	0.163
GC	-	-0.0051254	0.0208271	**Alavancagem**	+/-	-0.0449589	-0.0136911
		(-0,34)	(1,27)			(-1,56)	(-0,46)
		0.734	0.203			0.120	0.646
ISE	-	-0.0720245	-0.0925495	**Capital de Giro**	+/-	2.43E-10	3.08E-10
		(-5,10)	(-3,08)			(2,65)	(4,24)
		0.000*	0.002*			0.008*	0.000*
SEO	+	0.0324001	0.0276347	**Tamanho**	+/-	0.1216847	0.0837491
		(1,53)	(1,28)			(6,71)	(3,47)
		0.125	0.202			0.000*	0.001*
PEVC	+/-	-0.0314394	-0.0445554	**PIB**	+/-	-8.76E-07	-1.15E-06
		(-2,54)	(-3,55)			(-4,87)	(-4,69)
		0.011*	0.000*			0.000*	0.000*
Auditor	-	-0.0235286	-0.0165521	**Constante**	+/-	-0.6877646	-0.4872663
		(-1,66)	(-1,23)			(-6,43)	(-3,41)
		0.096**	0.217			0.000*	0.001*
Nº de Obs.		1423	1423				
R² Ajustado		0.2521	0.2045				

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 37 também podem ser observados os coeficientes estimados para o Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching*, além da estatística *t* para cada variável (entre parênteses) e o p-valor, com indicação de significância estatística aos níveis de 5% (*) e 10% (**). Cabe destacar que estas regressões foram realizadas com dados *pooled*, que se caracteriza como o primeiro passo para realizar regressões com dados em painel (Apêndices 3.1 e 3.2). Neste contexto, antes de se iniciar a análise dos resultados obtidos para os dados no formato de painel serão analisados os resultados obtidos para o modelo *pooled* tanto para a regressão do nível de *accruals* calculados com base no Modelo de Jones Modificado, quanto para o nível de *accruals* calculados com base no Modelo de *Performance-Matching*.

Para o Modelo de Jones Modificado as variáveis Fase IPO, Quente, ISE, PEVC, Auditor, Crescimento, Desempenho, Tangibilidade, Capital de Giro, Tamanho, PIB e Constante apresentaram significância estatística com estatística *t* no valor de, respectivamente, 6.67, 5.40, -5.10, -2.54, -1.66, 3.32, 4.77, -3.70, 2.65, 6.71, -4.87 e -6.43. Já para o Modelo de *Performance-Matching* as variáveis Fase IPO, IFRS, Quente, ISE, PEVC, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho, PIB e Constante apresentaram significância estatística com estatística *t* no valor de, respectivamente, 4.07, 1.68, 2.73, -3.08, -3.55, 2.99, 3.77, 4.24, 3.47, -4.69 e -3.41.

Quanto aos sinais esperados para as variáveis que apresentaram significância estatística percebeu-se que as variáveis Fase IPO, Quente, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro e Tamanho apresentaram sinal positivo tanto para o Modelo de Jones Modificado quanto para o Modelo de *Performance-Matching*. Para as variáveis Fase IPO, Quente e Crescimento era esperado sinal positivo. Já para as variáveis Desempenho, Capital de Giro e Tamanho o sinal esperado era incerto, poderia ser positivo ou negativo.

Neste âmbito, destaque deve ser dado às variáveis Fase IPO, Quente e Crescimento. Quanto ao atributo da variável Fase IPO, percebe-se que os períodos críticos para o IPO, anos -1, 0 e +1, representados por esta variável, são caracterizados pelos altos incentivos dos gestores para gerenciar resultados. Portanto, espera-se que o coeficiente desta variável responsável por captar as observações da empresa *i* neste período crítico seja positivo, indicando que nos anos (-1, 0 e +1) os níveis de *accruals* discricionários são maiores do que em períodos posteriores (anos +2 e +3) dado que os incentivos para gerenciar resultados diminuem consideravelmente, e os efeitos das reversões dos *accruals* vão impactar o desempenho das entidades gerenciadoras.

Quanto a variável Quente, esperava-se que momentos com elevado volume de ofertas de ações, pudessem também ser favoráveis para a prática do gerenciamento de resultados

contábeis por parte dos gestores dado que usufruindo destas janelas de oportunidade os gestores podem abastecer o mercado com expectativas falsas, fruto do gerenciamento de resultados contábeis. Já para a variável Crescimento esperava-se que empresas com maiores taxas de crescimento estariam mais propensas a gerenciar seus resultados e, consecutivamente, apresentar maiores níveis de *accruals* discricionários uma vez que estão em corrente expansão, utilizando de algum grau de imprecisão dos números relatados. Destarte, os resultados encontrados para as regressões com dados no modelo *pooled* para estas três variáveis estão em consonância com os resultados apontados e esperados para a hipótese H4 desta pesquisa.

Para as variáveis Desempenho, Capital de Giro e Tamanho o sinal esperado era incerto, poderia ser positivo ou negativo, entretanto, sinal positivo foi encontrado para estas três variáveis para os Modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*. Para o sinal positivo da variável Desempenho, enfatiza-se o fato de que o desempenho da empresa pode estar relacionado tanto a maiores quanto a menores níveis de *accruals* discricionários. Para a regressão com dados *pooled* percebe-se que resultados positivos das empresas IPO estão relacionados com maiores níveis de *accruals* discricionários, dada à relação positiva encontrada no coeficiente estimado para esta variável nas regressões realizadas.

A variável Capital de Giro se caracteriza como o recurso utilizado para sustentar as operações do dia-a-dia da empresa, ou seja, é o capital disponível para condução normal dos negócios da empresa, e poderá apontar, dentro do ciclo operacional da mesma, comportamento anormal dos *accruals* correntes, uma vez que, o volume de capital de giro utilizado por uma empresa depende de seu volume de vendas, política de crédito e do nível de estoque mantido. As regressões realizadas apontam uma relação também positiva, ou seja, quanto maior o nível de capital de giro das empresas estudadas, maior o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas mesmas.

Quanto a variável Tamanho e o sinal positivo encontrado é importante frisar o fato de que empresas maiores possuem demonstrações contábeis-financeiras mais complexas (com maiores ruídos), e, portanto, podem usufruir deste aspecto para manipular seus resultados. É importante destacar que os resultados encontrados para as variáveis Desempenho, Capital de Giro e Tamanho também corroboram com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa.

A variável IFRS apresentou significância estatística e sinal positivo na regressão para o Modelo de *Performance-Matching*. Este sinal revela indícios de que as normas internacionais de contabilidade proporcionam maior espaço para julgamento por parte do

preparador das demonstrações contábeis-financeiras, caracterizando uma contabilidade mais interpretativa do que normativa para que a essência das transações prevaleça sobre a forma e ainda em prol de uma visão justa e verdadeira do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período. Este cenário de maior julgamento/flexibilidade pode proporcionar maior espaço para que os gestores gerenciem os resultados contábeis adotando escolhas oportunistas, o que aponta estes resultados, corroborando com a hipótese H4 desta pesquisa.

Já para as variáveis ISE, PEVC e PIB o sinal encontrado foi negativo tanto para as regressões do Modelo de Jones Modificado, quanto para as regressões do Modelo de *Performance-Matching*. Este fato sinaliza que a Sustentabilidade Empresarial também se caracteriza como fator limitador para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Empresas sustentáveis estão comprometidas e diferenciam-se em termos de qualidade, desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas. Também neste contexto, a presença de um gestor de capital de risco (PE/VC) com altos investimentos, alta reputação e poder para manter contato e participar das reuniões do conselho administrativo da empresa investida pode inibir a prática do gerenciamento de resultados contábeis por parte dos administradores dessas empresas.

Por fim, a variável PIB, é responsável por captar a condição geral da economia, que pode influenciar o nível de *accruals* discricionários assumidos pelas empresas, pois, dependendo da situação econômica, as empresas poderão aumentar ou reduzir ainda mais seus *accruals* no intuito de gerenciar seus resultados. Os resultados apontaram relação negativa entre o PIB e o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas, ou seja, quanto maior o PIB (*proxy* para a condição geral da economia), menor será o nível de *accruals* discricionários das empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010, nos anos -1, 0, +1, +2 e +3. Sendo assim, os resultados para estas variáveis também corroboram com a hipótese H4 desta pesquisa.

As variáveis Auditor e Tangibilidade apresentaram significância estatística e sinal negativo para a regressão do Modelo de Jones Modificado. Quanto a variável Auditor esperava-se que quanto mais independente e eficiente for a firma de auditoria menor será a propensão para que esta tolere o gerenciamento de resultados, ou seja, esta pode se caracterizar como um importante *gatekeeper* no contexto do gerenciamento de resultados contábeis. Este resultado também corrobora com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa. Já para a variável Tangibilidade, esperava-se que, para que as empresas sejam capazes de produzir em excesso e adotar medidas discricionárias, seria necessário ter ativos

fixos (operacionais) em nível suficiente para suportar esse aumento na produção e nas vendas. Este cenário não foi verificado para esta variável na regressão realizada com dados *pooled* para o Modelo de Jones Modificado, já que relação negativa entre o nível de tangibilidade e o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas foi encontrada, não corroborando com a hipótese H4 desta pesquisa.

Sendo assim, após a realização das regressões para o modelo *pooled*, têm-se como etapa posterior a estimação do modelo em painel com efeitos fixos. Concomitantemente a realização das regressões para o modelo com efeitos fixos, é aplicado o teste de *Chow* que permite avaliar qual o melhor modelo entre o modelo de efeitos fixos e o modelo *pooled*. O teste de *Chow* assume como hipótese nula (H_0) que o modelo *pooled* deve ser utilizado apresentando melhor ajustamento. Como hipótese alternativa o teste assume que o modelo com efeitos fixos deve ser utilizado. Com estatística F no valor de F(91, 1320) = 6.25 e p-valor de 0.0000 para a regressão do Modelo de Jones Modificado (Apêndice 3.1) e estatística F no valor de F(91, 1320) = 3.74 e p-valor de 0.0000 (Apêndice 3.2) para a regressão do Modelo de *Performance-Matching*, percebe-se que, para ambos os modelos a hipótese nula de modelo *pooled* foi rejeitada ao nível de significância de 1%. Sendo assim, o modelo em painel com efeitos fixos deve ser utilizado.

Na Tabela 38 podem ser observados os coeficientes estimados para o modelo com efeitos fixos tanto com base no Modelo de Jones Modificado quanto com base no Modelo de *Performance-Matching*, além da estatística *t* para cada variável (entre parênteses) e o p-valor, com indicação de significância estatística aos níveis de 5% (*) e 10% (**).

As variáveis GC, ISE, PEVC e Auditor foram omitidas para o modelo em painel com efeitos fixos, dado que os valores assumidos para estas variáveis não variam no tempo estudado para as empresas que compõe a amostra da pesquisa e no modelo com efeitos fixos não se pode estimar coeficientes para variáveis que não variam no tempo. Quanto a significância estatística, percebe-se na Tabela 38 que, para o Modelo de Jones Modificado as variáveis Fase IPO, Quente, SEO, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho, PIB e Constante apresentaram significância estatística com estatística *t* no valor de, respectivamente, 8.92, 5.96, 13.03, 6.15, 5.36, 7.33, 17.12, -6.06 e -18.09. Assim como para o Modelo de Jones Modificado, para o Modelo de *Performance-Matching* as variáveis Fase IPO, Quente, SEO, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho, PIB e Constante apresentaram significância estatística com estatística *t* no valor de, respectivamente, 6.27, 3.09, 9.78, 7.12, 5.03, 8.39, 10.90, -6.77 e -11.48.

Tabela 38. Coeficientes e significância estatística das variáveis para o Modelo com Efeitos Fixos.

Variáveis	*Sinal Esperado*	*Jones Modificado*	*Performance -Matching*	*Variáveis*	*Sinal Esperado*	*Jones Modificado*	*Performance -Matching*
Fase IPO	+	0.1030005	0.0858435	**Crescimento**	+	0.0324761	0.0445839
		(8,92)	(6,27)			(6,15)	(7,12)
		0.000*	0.000*			0.000*	0.000*
IFRS	+/-	-0.0217572	-0.0103969	**Desempenho**	+/-	0.0062897	0.0069925
		(-1,37)	(-0,55)			(5,36)	(5,03)
		0.172	0.582			0.000*	0.000*
Quente	+	0.0668092	0.0409793	**Tangibilidade**	+	-5.40E-07	-2.33E-07
		(5,96)	(3,09)			(-0,28)	(-0,10)
		0.000*	0.002*			0.779	0.919
GC	-	-	-	**Alavancagem**	+/-	0.0604795	0.0204307
		-	-			(1,63)	(0,47)
		-	-			0.102	0.641
ISE	-	-	-	**Capital de Giro**	+/-	2.28E-10	3.09E-10
		-	-			(7,33)	(8,39)
		-	-			0.000*	0.000*
SEO	+	0.5190253	0.4614725	**Tamanho**	+/-	0.2694245	0.2032139
		(13,03)	(9,78)			(17,12)	(10,90)
		0.000*	0.000*			0.000*	0.000*
PEVC	+/-	-	-	**PIB**	+/-	-8.44E-07	-1.12E-06
		-	-			(-6,06)	(-6,77)
		-	-			0.000*	0.000*
Auditor	-	-	-	**Constante**	+/-	-1.782153	-1.340248
		-	-			(-18,09)	(-11,48)
		-	-			0.000*	0.000*
Nº de Obs. e Grupos		Observações = 1423			Grupos = 92		
Obs. por Grupo		Mínimo = 7		Média = 15.5		Máximo=19	
Teste de *Chow* - Teste F (H_0 = Modelo *Pooled versus* H_1 = Efeitos Fixos)							
Estatística F		6.25	3.74				
p-valor		0.0000	0.0000				

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente
Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto aos sinais esperados para as variáveis que apresentaram significância estatística percebeu-se que as variáveis Fase IPO, Quente, SEO, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro e Tamanho apresentaram sinal positivo tanto para o Modelo de Jones Modificado quanto para o Modelo de *Performance-Matching*. Para as variáveis Fase IPO, Quente, SEO e Crescimento era esperado sinal positivo. Já para as variáveis Desempenho, Capital de Giro e Tamanho o sinal esperado era incerto, poderia ser positivo ou negativo.

Já para a variável PIB o sinal encontrado foi negativo tanto para as regressões do Modelo de Jones Modificado, quanto para as regressões do Modelo de *Performance-Matching*. Esta variável é responsável por captar a condição geral da economia, que pode influenciar o nível de *accruals* discricionários assumidos pelas empresas, pois, dependendo da situação econômica, as empresas poderão aumentar ou reduzir ainda mais seus *accruals* no intuito de gerenciar seus resultados. Os resultados apontaram relação negativa entre o PIB e o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas, ou seja, quanto maior o PIB (*proxy*

para a condição geral da economia), menor será o nível de *accruals* discricionários das empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010, nos anos -1, 0, +1, +2 e +3.

Todas as variáveis que apresentaram significância estatística para o modelo em painel com efeitos fixos têm seus sinais corroborando com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa no que tange os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis.

Entretanto, para a sequência das etapas do modelo de dados em painel, têm-se como passo 4 a estimação do modelo com efeitos aleatórios. Na Tabela 39 pode ser observado os coeficientes estimados para o modelo com efeitos aleatórios com base no Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching*, além da estatística *t* para cada variável (entre parênteses) e o p-valor, com indicação de significância estatística aos níveis de 5% (*) e 10% (**).

Tabela 39. Coeficientes e significância estatística das variáveis para o Modelo com Efeitos Aleatórios.

Variáveis	***Sinal Esperado***	***Jones Modificado***	***Performance-Matching***	***Variáveis***	***Sinal Esperado***	***Jones Modificado***	***Performance-Matching***
Fase IPO	+	0.0703837	0.0623061	**Crescimento**	+	0.0368739	0.0494705
		(5,90)	(4,71)			(6,23)	(7,50)
		0.000*	0.000*			0.000*	0.000*
IFRS	+/-	0.0013194	0.0161067	**Desempenho**	+/-	0.0075374	0.0080403
		(0,10)	(1,06)			(5,63)	(5,37)
		0.924	0.287			0.000*	0.000*
Quente	+	0.0727571	0.0450629	**Tangibilidade**	+	-2.19E-06	-9.50E-07
		(5,95)	(3,31)			(-1,32)	(-0,53)
		0.000*	0.001*			0.185	0.598
GC	-	-0.0048173	0.0208271	**Alavancagem**	+/-	-0.0452672	-0.0136911
		(-0,32)	(1,30)			(-1,63)	(-0,45)
		0.750	0.192			0.103	0.649
ISE	-	-0.0744644	-0.0925495	**Capital de Giro**	+/-	2.45E-10	3.08E-10
		(-3,73)	(-4,40)			(7,03)	(7,93)
		0.000*	0.000*			0.000*	0.000*
SEO	+	0.0374277	0.0276347	**Tamanho**	+/-	0.1290209	0.0837491
		(2,34)	(1,62)			(11,85)	(7,14)
		0.019*	0.105			0.000*	0.000*
PEVC	+/-	-0.0313542	-0.0445554	**PIB**	+/-	-8.81E-07	-1.15E-06
		(-2,70)	(-3,64)			(-5,57)	(-6,48)
		0.007*	0.000*			0.000*	0.000*
Auditor	-	-0.0234836	-0.0165521	**Constante**	+/-	-0.7336932	-0.4872663
		(-1,55)	(-1,03)			(-10,57)	(-6,53)
		0.122	0.301			0.000*	0.000*
Nº de Obs. e Grupos				Observações = 1423		Grupos = 92	
Obs. por Grupo		Mínimo = 7		Média = 15.5		Máximo = 19	
Teste de *Breusch-Pagan* - Teste LM (H_0 = Modelo *Pooled versus* H_1 = Efeitos Aleatórios)							
Estatística *Chi2(1)*		33.00	11.19				
p-valor		0.0000	0.0008				

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente
Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 39 observa-se que para o Modelo de Jones Modificado as variáveis Fase IPO, Quente, ISE, SEO, PEVC, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho, PIB e Constante apresentaram significância estatística com estatística *t* no valor de, respectivamente, 5.90, 5.95, -3.73, 2.34, -2.70, 6.23, 5.63, 7.03, 11.85, -5.57 e -10.57. Para o Modelo de *Performance-Matching* as variáveis Fase IPO, Quente, ISE, PEVC, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho, PIB e Constante apresentaram significância estatística com estatística *t* no valor de, respectivamente, 4.71, 3.31, -4.40, -3.64, 7.50, 5.37, 7.93, 7.14, -6.48 e -6.53.

Quanto aos sinais esperados para as variáveis que apresentaram significância estatística percebeu-se que as variáveis Fase IPO, Quente, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro e Tamanho apresentaram sinal positivo tanto para o Modelo de Jones Modificado quanto para o Modelo de *Performance-Matching*. Para as variáveis Fase IPO, Quente e Crescimento era esperado sinal positivo. Já para as variáveis Desempenho, Capital de Giro e Tamanho o sinal esperado era incerto, poderia ser positivo ou negativo.

Para as variáveis ISE, PIB e PEVC o sinal encontrado foi negativo tanto para as regressões do Modelo de Jones Modificado, quanto para as regressões do Modelo de *Performance-Matching*. Para as variáveis PEVC e ISE cabe destacar que a Sustentabilidade Empresarial se caracteriza como fator limitador para a prática do gerenciamento de resultados contábeis, uma vez que, empresas sustentáveis estão comprometidas e diferenciam-se em termos de qualidade, desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas.

Quanto a variável PEVC espera-se que quanto maior o poder para participar nas decisões da diretoria no que tange à prestação de contas, menor será a propensão para que estes tolerem o gerenciamento de resultados, ou seja, estes podem se caracterizar como um importante *gatekeeper* no contexto do gerenciamento de resultados contábeis apesar de que estes podem também participar do gerenciamento de resultados com os administradores das empresas em prol de objetivos comuns. Portanto, o sinal esperado para estas duas variáveis era negativo para o ISE e incerto para a presença de PEVC, e os resultados para as regressões do Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching* também corroboraram com os resultados esperados para estas variáveis.

Para o PIB, cabe destacar que, este é responsável por captar a condição geral da economia, que pode influenciar o nível de *accruals* discricionários assumidos pelas empresas, pois, dependendo da situação econômica, as empresas poderão aumentar ou reduzir ainda mais seus *accruals* no intuito de gerenciar seus resultados. Os resultados apontaram relação

negativa entre o PIB e o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas, ou seja, quanto maior o PIB (*proxy* para a condição geral da economia), menor será o nível de *accruals* discricionários das empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010, nos anos -1, 0, +1, +2 e +3.

Por fim, para a variável SEO o sinal esperado era o positivo. Isso porque espera-se que, da mesma forma que em um IPO, as empresas tenham grandes incentivos para gerenciar seus resultados quando realizam uma oferta subsequente de ações (SEO). Sinal positivo este que aponta para o fato de que as empresas que realizaram IPO e, posteriormente, SEO, apresentaram menor nível de *accruals* nos períodos próximos ao IPO e níveis maiores nos períodos próximos a SEO, já que tinham como objetivo realizar uma oferta experiente no futuro próximo, não comprometendo sua reputação para com o mercado. Neste contexto, a significância estatística encontrada para a variável SEO na regressão do Modelo de Jones Modificado também está em consonância com os resultados esperados para esta pesquisa, ou seja, corroboram com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa,

Cabe ressaltar também que, todas as variáveis (Fase IPO, Quente, ISE, SEO, PEVC, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho e PIB) que apresentaram significância estatística corroboram com os resultados esperados nesta pesquisa (hipótese H4) no que tange os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis.

Entretanto, para a sequência das etapas do modelo de dados em painel, têm-se como passo 5 a estimação do teste de *Breusch-Pagan* para avaliar a utilização de modelos com efeitos aleatórios *versus* modelo *pooled*. Com estatística *Chi2* no valor de 33.00 e p-valor de 0.0000 para a regressão do Modelo de Jones Modificado (Apêndice 3.1) e estatística *Chi2* no valor de 11.19 e p-valor de 0.0008 para a regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Apêndice 3.2), percebe-se que, para ambos os modelos a hipótese nula de modelo *pooled* foi rejeitada ao nível de significância de 1%. Sendo assim, percebe-se que o modelo em painel com efeitos aleatórios deve ser utilizado se comparado com o modelo *pooled*.

Dando sequência, como passo 6 é feita a aplicação do teste de *Hausman* para avaliar a utilização de modelos com efeitos fixos *versus* modelos com efeitos aleatórios. O teste de *Hausman* assume como hipótese nula (H_0) que o modelo com efeitos aleatórios deve ser utilizado apresentando melhor ajustamento. Como hipótese alternativa o teste assume que o modelo com efeitos fixos deve ser utilizado. Com estatística *Chi2* no valor de 515.47 e p-valor de 0.0000 para a regressão do Modelo de Jones Modificado (Apêndice 3.1) e estatística *Chi2* no valor de 260.20 e p-valor de 0.0000 para a regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Apêndice 3.2), percebe-se que, para ambos os modelos a hipótese nula de modelo

com efeitos aleatórios foi rejeitada ao nível de significância de 1%. Sendo assim, percebe-se que o modelo em painel com efeitos fixos deve ser utilizado se comparado com o modelo com efeitos aleatórios.

Entretanto, foi dada sequência na análise do modelo com efeitos fixos e suas validações para que os seus resultados pudessem ser apresentados. Nos passos 7 e 8, verifica-se se há problemas de autocorrelação e heterocedasticidade, uma vez que, é comum a presença destes problemas econométricos nesse tipo de regressão devido à incorporação das séries temporais e ao corte transversal. Para testar se há a presença de autocorrelação o teste proposto por Wooldridge (2002) é utilizado e a presença de heterocedasticidade é testada via utilização do teste de Wald.

Para o teste de *Wooldridge* relacionado à presença de autocorrelação nos dados em painel com efeitos fixos foi encontrada estatística F no valor de F(1, 91) = 28.192 e p-valor de 0.0000 para o Modelo de Jones Modificado (Apêndice 3.1) e estatística F no valor de F(1, 91) = 0.360 e p-valor de 0.5498 para o Modelo de *Performance-Matching* (Apêndice 3.2). Percebe-se que para o Modelo de Jones Modificado há problemas de autocorrelação com a hipótese nula sendo rejeitada e para o Modelo de *Performance-Matching* não há problemas de autocorrelação com a hipótese nula do teste não sendo rejeitada.

Para o teste de heterocedasticidade foi utilizado o teste de *Wald* modificado para heterocedasticidade em grupo. O Modelo de Jones Modificado apresentou estatística *Chi2*(92) = 7578.11 e p-valor de 0.0000 (Apêndice 3.1). A hipótese nula de homocedasticidade foi rejeitada ao nível de significância de 1% demonstrando que para o Modelo de Jones Modificado há presença de problemas de heterocedasticidade. Para o Modelo de *Performance Matching* foi encontrada estatística *Chi2*(92) = 25288.79 e p-valor de 0.0000 (Apêndice 3.2). A hipótese nula de homocedasticidade também foi rejeitada ao nível de significância de 1% demonstrando que para o Modelo de *Performance-Matching* também há presença de problemas de heterocedasticidade.

Neste contexto percebe-se que o Modelo de Jones Modificado apresentou problemas de autocorrelação e heterocedasticidade e o Modelo de *Performance-Matching* apresentou somente problemas relacionados a heterocedasticidade. Sendo assim, regressões para o modelo por Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis assumindo ajustes de autocorrelação e heterocedasticidade para o Modelo de Jones Modificado e assumindo ajustes de heterocedasticidade para o Modelo de *Performance-Matching* foram realizadas. Os resultados do modelo de Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis ajustados para a autocorrelação e heterocedasticidade estão inseridos na Tabela 40.

Tabela 40. Condicionantes para a prática do Gerenciamento de Resultados Contábeis.

		Jones Modificado		***Performance-Matching***	
Variáveis/Modelo	***Sinal Esperado***	***Pooled***	***Efeitos Fixos - FGLS***	***Pooled***	***Efeitos Fixos – FGLS***
Fase IPO	+	0.069196	***0.0606792***	0.0623061	***0.0419845***
		(6,67)	***(8,74)***	(4,07)	***(6,58)***
		0.000*	***0.000****	0.000*	***0.000****
IFRS	+/-	0.0029093	***-0.0226155***	0.0161067	**-0.0118352**
		(0,34)	***(-2,44)***	(1,68)	**(-1,62)**
		0.731	***0.015****	0.092**	**0.105**
Quente	+	0.072581	***0.0432652***	0.0450629	***0.0177692***
		(5,40)	***(6,55)***	(2,73)	***(2,74)***
		0.000*	***0.000****	0.006*	***0.006****
GC	-	-0.0051254	***0.0850685***	0.0208271	***0.0940973***
		(-0,34)	***(1,73)***	(1,27)	***(1,71)***
		0.734	***0.084****	0.203	***0.088****
ISE	-	-0.0720245	***-0.0909511***	-0.0925495	***-0.2889461***
		(-5,10)	***(-1,67)***	(-3,08)	***(-1,72)***
		0.000*	***0.095****	0.002*	***0.086****
SEO	+	0.0324001	***1.100788***	0.0276347	***0.9688596***
		(1,53)	***(38,04)***	(1,28)	***(33,20)***
		0.125	***0.000****	0.202	***0.000****
PEVC	+/-	-0.0314394	**0.0445863**	-0.0445554	**-0.0589427**
		(-2,54)	**(0,45)**	(-3,55)	**(-0,40)**
		0.011*	**0.653**	0.000*	**0.689**
Auditor	-	-0.0235286	**-0.043911**	-0.0165521	**0.0562942**
		(-1,66)	**(-0,47)**	(-1,23)	**(0,40)**
		0.096**	**0.636**	0.217	**0.686**
Crescimento	+	0.0368917	***0.0203137***	0.0494705	***0.0168755***
		(3,32)	***(5,49)***	(2,99)	***(4,78)***
		0.001*	***0.000****	0.003*	***0.000****
Desempenho	+/-	0.007595	***0.00506***	0.0080403	***0.0073844***
		(4,77)	***(7,04)***	(3,77)	***(11,11)***
		0.000*	***0.000****	0.000*	***0.000****
Tangibilidade	+	-2.19E-06	**-1.10E-06**	-9.50E-07	**-8.71E-07**
		(-3,70)	**(-0,77)**	(-1,39)	**(-0,75)**
		0.000*	**0.439**	0.163	**0.451**
Alavancagem	+/-	-0.0449589	**0.0302785**	-0.0136911	***0.0444644***
		(-1,56)	**(1,37)**	(-0,46)	***(2,33)***
		0.120	**0.170**	0.646	***0.020****
Capital de Giro	+/-	2.43E-10	***1.30E-10***	3.08E-10	***4.20E-10***
		(2,65)	***(5,73)***	(4,24)	***(24,70)***
		0.008*	***0.000****	0.000*	***0.000****
Tamanho	+/-	0.1216847	***0.1775553***	0.0837491	***0.0988507***
		(6,71)	***(16,39)***	(3,47)	***(8,28)***
		0.000*	***0.000****	0.001*	***0.000****
PIB	+/-	-8.76E-07	***-6.40E-07***	-1.15E-06	***-5.48E-07***
		(-4,87)	***(-8,80)***	(-4,69)	***(-8,05)***
		0.000*	***0.000****	0.000*	***0.000****
Constante	+/-	-0.6877646	***-1.095727***	-0.4872663	***-0.6272261***
		(-6,43)	***(-12,32)***	(-3,41)	***(-6,63)***
		0.000*	***0.000****	0.001*	***0.000****
Nº de Obs. e Grupos		Observações = 1423		Grupos = 92	
Obs. por Grupo		Mínimo = 7	Média = 15.5	Máximo = 19	
R^2 Ajustado		0.2521		0.2045	
Teste de *Chow* - Teste F (H_0 = *Pooled versus* H_1 = Efeitos Fixos)					
p-valor		0.0000		0.0000	
Teste de *Breusch-Pagan* - Teste LM (H_0 = *Pooled versus* H_1 = Efeitos Aleatórios)					
p-valor		0.0000		0.0008	
Teste de *Hausman* (H_0 = Efeitos Aleatórios *versus* H_1 = Efeitos Fixos)					
p-valor		0.0000		0.0000	

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, os resultados do modelo com efeitos fixos estimados por mínimos quadrados generalizados factíveis e ajustados para a autocorrelação e heterocedasticidade (Tabela 40) serão analisados objetivando inferir quais variáveis deste modelo se caracterizam como condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis no contexto das ofertas públicas iniciais de ações de empresas brasileiras que realizaram o IPO entre os anos de 2002 e 2010. Cabe destacar que, a estimação por Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS) foi realizada assumindo-se *dummies* para os efeitos fixos e assumindo-se os problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial detectados nos procedimentos operacionais descritos nos Apêndices 3.1 e 3.2.

Observa-se que, para o Modelo de Jones Modificado as variáveis Fase IPO, IFRS, Quente, GC, ISE, SEO, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho, PIB e Constante apresentaram significância estatística com estatística *t* no valor de, respectivamente, 8.74, -2.44, 6.55, 1.73, -1.67, 38.04, 5.49, 7.04, 5.73, 16.39, -8.80 e -12.32. Para o Modelo de *Performance-Matching* as variáveis Fase IPO, Quente, GC, ISE, SEO, Crescimento, Desempenho, Alavancagem, Capital de Giro, Tamanho, PIB e Constante apresentaram significância estatística com estatística *t* no valor de, respectivamente, 6.58, 2.74, 1.71, -1.72, 33.20, 4.78, 11.11, 2.33, 24.70, 8.28, -8.05 e -6.63.

Análises individuais serão realizadas para cada uma das variáveis explicativas que apresentaram significância estatística ao nível de 5% (*) e 10% (**). As regressões para o nível de *accruals* discricionários calculados com base nos Modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching* foram estimadas por Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS) assumindo-se *dummies* para os efeitos fixos e assumindo-se os problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial detectados nos procedimentos operacionais descritos nos Apêndices 3.1 e 3.2. Cabe ressaltar ainda que, estas regressões procuram identificar condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis no contexto dos IPOs.

Variáveis e Resultados para o modelo com efeitos fixos estimados por FGLS:

Fase IPO:

A *Fase IPO* se caracteriza como uma variável *dummy* que assume o valor um para as 11 observações (trimestres) do período chave, o período que antecede, marca e imediatamente posterior ao IPO (ano_{-1}, ano_0 e ano_{+1}) para a empresa *i*, e zero, caso contrário.

Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) enfatizam que no período chave para o IPO (período que antecede imediatamente a oferta) o incentivo dos gestores para manipular os resultados é muito forte. Martinez (2001) também enfatiza que há incentivos para gerenciar resultados por parte das empresas IPO, assim como Teoh, Welch e Wong (1998) que elucidam que assim como nos períodos imediatamente anteriores (início de formação dos *accruals*), o período que marca (inflacionar o preço das ações) e imediatamente posterior (evitar processos judiciais; período de *lockup* – período de restrição de venda dos papéis dos administradores), também são caracterizados pelos altos incentivos dos gestores para gerenciar resultados.

Portanto, era esperado que o coeficiente desta variável responsável por captar as observações da empresa *i* no período crítico para o IPO seja positivo, indicando que nos trimestres referentes aos anos (-1, 0 e +1) os níveis de *accruals* discricionários são maiores do que em períodos posteriores (anos +2 e +3) dado que os incentivos para gerenciar resultados diminuem consideravelmente.

Neste contexto, corroborando com os autores mencionados e com os resultados esperados para esta variável (hipótese H4 desta pesquisa) a variável Fase IPO responsável por captar o comportamento do nível de *accruals* discricionários no período crítico para o IPO elucida indícios de que os incentivos para gerenciar resultados são fortes nos períodos próximos do evento do IPO (Apresentou significância estatística ao nível de significância de 1% e sinal positivo tanto para a regressão do Modelo de Jones Modificado (Estatística *t* no valor de 8.74) quanto para a regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Estatística *t* no valor de 6.58)).

Cabe destacar que, assim como os testes relacionados ao nível de *accruals* discricionários calculados com base no Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching*, os resultados apontam indícios de que as empresas brasileiras que realizaram IPO entre 2002 e 2010 gerenciaram seus resultados em momentos que imediatamente antecedem, marcam e imediatamente posteriores ao IPO (anos -1, 0 e +1).

Momentos Quentes (Quente):

A variável *Quente* se caracteriza como uma variável *dummy* que assume o valor um quando a observação vem de um trimestre caracterizado como "quente", e zero, caso contrário. Os trimestres foram denominados "quentes e frios" em função do volume de IPOs realizados em cada um dos trimestres analisados. Assim, foram considerados "quentes" os trimestres com número de ofertas superior a média apresentada em todo o período analisado e

"frios" os trimestres com número de ofertas inferior a esta média. Esta definição é suportada por autores como Alti (2006), Rossi Jr. e Marotta (2010) e Baker e Wurgler (2002).

O racional por trás da definição implica que, se houver uma percepção por parte dos gestores de que há uma janela de oportunidade onde o custo de capital via ações está baixo relativo a outras modalidades de financiamento, haverá uma concentração natural de IPOs nesse período e uma tendência dos gestores em ofertar volume maior de ações para aproveitar o momento percebido como favorável.

Neste contexto, estes momentos quentes, podem também ser favoráveis para a prática do gerenciamento de resultados contábeis por parte dos gestores dado que usufruindo destas janelas de oportunidade os gestores podem abastecer o mercado com expectativas falsas, fruto do gerenciamento de resultados contábeis.

Portanto, era esperado encontrar sinal positivo para esta variável corroborando com as expectativas relacionadas às janelas de oportunidade, momentos caracterizados como quentes, de economia aquecida. De acordo com os resultados esperados para esta variável, foi verificado que a variável *Quente* se mostrou altamente significativa ao nível de significância de 1% (Estatística *t* no valor de 6.55 e 2.74, respectivamente, para os Modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*) e apresentou sinal positivo, corroborando com os resultados esperados e sinalizando indícios de que em momentos caracterizados como quentes, com elevado volume de ofertas públicas de ações, as empresas IPO apresentam maiores níveis de acumulações discricionárias aproveitando das janelas de oportunidade.

Realização de uma SEO (*SEO*)*:*

A variável SEO se caracteriza como uma variável *dummy* que assume o valor um se a empresa *i* realizou uma oferta subsequente de ações (SEO) e se o trimestre *t* está compreendido no intervalo considerado com incentivos para o gerenciamento de resultados desta nova oferta (anos$_{+1}$, $_{+2}$ e $_{+3}$), e zero, caso contrário.

Autores como Rangan (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Bispo (2010) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) elucidam que, da mesma forma que em um IPO, as empresas têm grandes incentivos para gerenciar seus resultados quando realizam uma oferta subsequente de ações (SEO).

Assim, era esperado encontrar sinal positivo para esta variável corroborando com os autores mencionados. Sinal positivo este que aponta para o fato de que as empresas que realizaram IPO e, posteriormente, SEO, apresentaram menor nível de *accruals* nos períodos próximos ao IPO e níveis maiores em períodos próximos a SEO, já que tinham como objetivo

realizar uma oferta experiente no futuro próximo, não comprometendo sua reputação para com o mercado.

Os resultados para a variável SEO (Significância estatística ao nível de 1% com estatística *t* no valor de 38.04 e 33.20, respectivamente, para os Modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*) sinalizam e apontam indícios de que os períodos marcados pela realização de oferta subsequente de ações são caracterizados pelo maior nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas da amostra da pesquisa. Ou seja, os resultados para a variável SEO corroboram com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa já que os gestores que objetivavam a realização de uma oferta secundária não obtinham níveis altos de *accruals* discricionários quando do IPO em prol de sua reputação para com o mercado, que poderia ser prejudicada com as reversões dos *accruals* discricionários e descoberta da manipulação dos resultados que prejudicariam a realização da oferta subsequente de ações no futuro próximo.

Crescimento:

A variável *Crescimento* é representada pela variação na receita operacional líquida da empresa *i* entre os trimestres *t* - 1 e *t*, dividida pela receita líquida operacional no trimestre *t* - 1. Desta forma, esta variável se caracteriza como uma *proxy* do crescimento da empresa no período estudado.

Hochberg (2011) salienta que empresas com maiores taxas de crescimento estão mais propensas a gerenciar seus resultados e, consecutivamente, apresentar maiores níveis de *accruals* discricionários uma vez que estão em corrente expansão, utilizando-se de algum grau de imprecisão dos números relatados. Baptista (2008) elucida que maiores níveis de *accruals* podem estar relacionados a maiores expectativas de crescimento. Fasolin e Klann (2014) também esperam um sinal positivo para esta variável, ou seja, empresas em crescimento apresentariam maiores níveis de acumulações discricionárias.

Corroborando com os resultados mencionados pelos autores e apontados na hipótese H4 desta pesquisa, a variável Crescimento apresentou sinal positivo e estatística *t* no valor de 5.49 e 4.78, respectivamente, para os Modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*, com significância estatística ao nível de 1% nas duas regressões.

Desempenho:

A variável *Desempenho* é representada pelo retorno sobre os ativos (ROA) da empresa *i* entre os trimestres *t* – 1 e *t*, calculado como a razão entre o lucro líquido e os ativos totais.

Desta forma, esta variável se caracteriza como uma *proxy* do desempenho da empresa no período estudado.

A utilização do Retorno sobre os ativos (ROA) como *proxy* de desempenho é lógico, porque os ativos são normalmente usados como um padronizador nos modelos de *accruals* discricionários e o ROA, na essência, se caracteriza como um índice padronizado pelo ativo das empresas.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995), McNichols (2000) e Kothari, Leone e Wasley (2005) argumentam que testes relacionados ao gerenciamento de resultados podem ser incorretamente especificados se os *accruals* discricionários forem correlacionados com o desempenho da empresa. A variável ROA_{it} controla esse viés potencial ao ser incorporada nos modelos de gerenciamento de resultados com base nos *accruals* melhor elucidando a atividade econômica e outras características relacionadas à performance da empresa.

Baptista (2008) ressalta também que o nível de *accruals* de uma empresa pode estar relacionado tanto a maiores quanto a menores valores para o ROA (*proxy* de desempenho). Desta forma, não há expectativa clara para o sinal do coeficiente dessa variável.

Entretanto, foi encontrado sinal positivo para esta variável tanto na regressão do Modelo de Jones Modificado (Estatística *t* no valor de 7.04 e nível de significância de 1%) quanto na regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Estatística *t* no valor de 11.11 e nível de significância de 1%). Estes resultados corroboram com os resultados esperados, uma vez que, o sinal esperado era incerto. Os resultados sinalizam ainda indícios de que para as empresas estudadas (empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010 na Bovespa) maiores níveis de *accruals* discricionários estão relacionados com melhor desempenho (ROA utilizado como *proxy* de desempenho). Assim sendo, há indícios de que empresas IPO com melhor desempenho apresentaram maior nível de acumulações discricionárias entre os anos -1, 0, +1, +2 e +3.

Tamanho:

A variável *Tamanho* é representada pelo logaritmo natural dos ativos totais da empresa *i* no trimestre *t* (em milhões de reais). Desta forma, esta variável se caracteriza como uma *proxy* do tamanho da empresa no período estudado.

Ronen e Yaari (2008) assim como Hochberg (2011) e Martinez (2001) enfatizam que empresas maiores possuem demonstrações contábeis-financeiras mais complexas (com maiores ruídos), e, portanto, podem usufruir deste aspecto para manipular seus resultados. Por outro lado, grandes empresas estão mais sujeitas a serem monitoradas pelos *gatekeepers*

(monitores como os analistas de mercado) e isso reduz as oportunidades para o gerenciamento. Desta forma, não há uma expectativa clara sobre o sinal associado à variável $Tamanho_{it}$.

Entretanto, foi encontrado sinal positivo para esta variável tanto para o Modelo de Jones Modificado (Estatística *t* no valor de 16.39 e nível de significância de 1%) quanto para o Modelo de *Performance-Matching* (Estatística *t* no valor de 8.28 e nível de significância de 1%). Estes resultados corroboram com os resultados esperados, uma vez que, o sinal esperado era incerto. Os resultados sinalizam indícios de que para as empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010 na Bovespa maiores níveis de *accruals* discricionários estão relacionados com empresas maiores (Ativos Totais utilizados como *proxy* do tamanho das empresas estudadas).

Capital de Giro:

A variável *Capital de Giro* é representada pelo capital de giro da empresa *i* no trimestre *t*, diminuído das disponibilidades e das dívidas (empréstimos e financiamentos) de curto prazo.

Ye (2006) elucida que ativos circulantes, tais como contas a receber e estoques, devem ser convertidos em dinheiro dentro do ciclo de funcionamento, de modo que os seus saldos voltem ao seu nível normal depois do ciclo. Da mesma forma, os passivos circulantes anormais são geralmente pagos com dinheiro dentro do ciclo de trabalho, de modo que o equilíbrio anormal desaparecerá ao final deste período. Neste sentido, a variável capital de giro descontada das disponibilidades e das dívidas de curto prazo, poderá indicar este comportamento anormal dos *accruals* dentro do ciclo de funcionamento da empresa.

Dado que o Capital de Giro se caracteriza como o recurso utilizado para sustentar as operações do dia-a-dia da empresa, ou seja, é o capital disponível para condução normal dos negócios da empresa, ele poderá apontar, dentro do ciclo operacional da empresa, comportamento anormal dos *accruals* correntes, uma vez que, o volume de capital de giro utilizado por uma empresa depende de seu volume de vendas, política de crédito e do nível de estoque mantido.

Contudo, não há uma expectativa clara sobre o sinal do coeficiente dessa variável que pode estar relacionada tanto a maiores quanto a menores níveis de acumulações discricionárias.

Entretanto, foi encontrado sinal positivo para esta variável tanto na regressão do Modelo de Jones Modificado (Estatística *t* no valor de 5.73 e nível de significância de 1%) quanto na regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Estatística *t* no valor de 24.70 e

nível de significância de 1%). Estes resultados corroboram com os resultados esperados, uma vez que, o sinal esperado era incerto. Cabe destacar também que estes resultados sinalizam indícios de que quanto maior o capital de giro das empresas IPO maiores são os níveis de *accruals* discricionários obtidos por estas empresas, corroborando com os resultados apontados na hipótese H4 desta pesquisa.

Governança Corporativa (*GC*)*:*

A variável GC se caracteriza como uma variável *dummy* que assume o valor um quando a observação vem de uma empresa pertencente ao Novo Mercado, e zero, caso contrário.

Ronen e Yaari (2008) assim como Martinez (2001) elucidam que a adoção de mecanismos de Governança Corporativa se caracteriza como fatores limitadores para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Baptista (2008) encontrou relação negativa entre o nível de governança e o nível de *accruals* discricionários das empresas. Mecanismos que protejam os interesses dos investidores irão objetivar mitigar o gerenciamento de resultados que pode distorcer as avaliações realizadas por investidores existentes e em potencial.

Assim sendo, era esperado que o coeficiente encontrado para esta variável seja negativo indicando que quando da presença de mecanismos de governança corporativa, há menor nível de acumulações discricionárias assumidas pelas empresas.

Entretanto, foi encontrado sinal positivo para esta variável tanto na regressão do Modelo de Jones Modificado (Estatística *t* no valor de 1.73 e nível de significância de 10%) quanto na regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Estatística *t* no valor de 1.71 e nível de significância de 10%). Estes resultados não corroboram com os resultados esperados, uma vez que, o sinal esperado era negativo.

Os resultados sinalizam ainda indícios de que para as empresas estudadas (empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010 na Bovespa) a presença no Novo Mercado com mecanismos de governança corporativa não estariam relacionados com menores níveis de *accruals* discricionários. Cabe destacar que estes resultados não corroboram com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa e podem ter sido interferidos em função do fato de que grande parte da amostra de empresas IPO (75 das 92 – 81,52%) está inserida no Novo Mercado, enviesando os resultados auferidos para esta variável.

Alavancagem:

A variável é representada pela alavancagem da empresa *i* no trimestre *t*, calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e os ativos totais.

Morsfield e Tan (2006) assim como Ronen e Yaari (2008) e Martinez (2001) elucidam que empresas altamente alavancadas têm grandes incentivos para gerenciar seus resultados para cima (inflar seus resultados) objetivando evitar a violação de cláusulas contratuais para com terceiros. Entretanto, enfrentam um maior monitoramento por parte dos detentores desses títulos. Destarte, corroborando com Baptista (2008), também não há uma expectativa clara para o sinal da variável *Alavancagem*.

Entretanto, foi encontrado sinal positivo para esta variável na regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Estatística *t* no valor de 2.33 e nível de significância de 5%). Este resultado corrobora com os resultados esperados, apesar de que o sinal esperado era incerto. Neste contexto, o resultado sinaliza indícios de que para as empresas estudadas (empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010 na Bovespa) quanto maior o nível de alavancagem maiores são os níveis de *accruals* discricionários. Cabe destacar que estes resultados corroboram com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa, onde é enfatizado o fato de que empresas altamente alavancadas têm grandes incentivos para gerenciar seus resultados para cima (inflar seus resultados) objetivando evitar a violação de cláusulas contratuais para com terceiros.

Condição Geral da Economia (*PIB*)*:*

A variável *PIB* é representada pela variação no Produto Interno Bruto (PIB) entre os trimestres *t* - 1 e *t*, incorporada para capturar a atividade econômica geral.

Para Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) a condição geral da economia influencia o nível de *accruals* discricionários assumidos pelas empresas, pois, dependendo da situação econômica, as empresas poderão aumentar ou reduzir ainda mais seus *accruals* no intuito de gerenciar seus resultados.

O sinal esperado para o coeficiente desta variável não é claro, podendo estar relacionada à condição geral da economia tanto ao aumento (Ex. Período de Crescimento Econômico - Maximização) quanto à redução (Ex. Período de recessão econômica – "*Taking a Bath*") das acumulações discricionárias (Ronen e Yaari, 2008).

Entretanto, foi encontrado sinal negativo para esta variável tanto na regressão do Modelo de Jones Modificado (Estatística *t* no valor de -8.80 e nível de significância de 1%) quanto na regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Estatística *t* no valor de -8.05 e

nível de significância de 1%). Estes resultados também corroboram com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa.

Neste contexto, o resultado sinaliza indícios de que há uma relação negativa entre o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas que realizaram IPO na Bovespa entre 2002 e 2010 e a condição geral da economia. Ou seja, quanto melhor a condição geral da economia (PIB utilizado como *proxy*) menor será o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas IPO.

Sustentabilidade Empresarial (*ISE):*

A variável *ISE* se caracteriza como uma variável *dummy* que assume o valor um quando a observação vem de uma empresa presente no ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial), e zero, caso contrário.

Assim como para a Governança Corporativa, Ronen e Yaari (2008) elucidam que a Sustentabilidade Empresarial também se caracteriza como fator limitador para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Empresas sustentáveis estão comprometidas e diferenciam-se em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas (BM&FBOVESPA, 2014).

Assim sendo, era esperado que o coeficiente encontrado para esta variável seja negativo indicando que empresas sustentáveis empresarialmente apresentam menor nível de acumulações discricionárias.

Entretanto, foi encontrado sinal negativo para esta variável tanto na regressão do Modelo de Jones Modificado (Estatística *t* no valor de -1.67 e nível de significância de 10%) quanto na regressão do Modelo de *Performance-Matching* (Estatística *t* no valor de -1.72 e nível de significância de 10%).

Neste contexto, o resultado sinaliza indícios de que as empresas estudadas sustentáveis com maiores níveis de transparência, equidade e prestação de contas (presentes no ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial) apresentam menores níveis de *accruals* discricionários, corroborando com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa.

Aderência às IFRS (*IFRS*)*:*

A variável IFRS se caracteriza como uma variável *dummy* que assume o valor um quando a observação for referente aos anos posteriores a 2009 (obrigatória no Brasil a partir do exercício findo em 2010), e zero, nos demais casos.

Segundo Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), o gerenciamento por *accruals* diminuiu com a implantação do IFRS, provavelmente pelo aumento da qualidade dos números reportados decorrente do processo de harmonização das demonstrações contábeis-financeiras às regras internacionais de contabilidade. Corroborando, Silva *et al* (2014) encontraram evidências de redução significativa no nível de *accruals* discricionários para as empresas chilenas pós adoção às IFRS.

Por outro lado, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis elucida que as normas internacionais de contabilidade proporcionam maior espaço para julgamento por parte do preparador das demonstrações contábeis-financeiras, caracterizando uma contabilidade mais interpretativa do que normativa para que a essência das transações prevaleça sobre a forma e ainda em prol de uma visão justa e verdadeira do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período. Este cenário de maior julgamento/flexibilidade pode proporcionar maior espaço para que os gestores gerenciem os resultados contábeis adotando escolhas oportunistas. Joia (2012) e Elbannan (2011) não encontraram relação significativa entre as IFRS e o GR. Já Jeanjean e Stolowy (2008) encontraram, em países *code-law* como a França, um aumento no nível de GR.

Portanto, o sinal esperado para o coeficiente desta variável não é claro, podendo a aderência às normas internacionais de contabilidade estar associada tanto a menores quanto a maiores níveis de *accruals* discricionários.

Entretanto, foi encontrado sinal negativo para esta variável na regressão do Modelo de Jones Modificado (Estatística *t* no valor de -2.44 e nível de significância de 5%) Neste contexto, o resultado sinaliza indícios de que as empresas estudadas apresentam menores níveis de *accruals* discricionários a partir do processo de convergência contábil internacional, corroborando com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa.

Ainda no que tange as variáveis adicionadas na regressão que objetiva identificar os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis, é importante destacar que as variáveis PEVC, Auditor e Tangibilidade não apresentaram significância estatística nas regressões para o nível de *accruals* discricionários calculados com base nos Modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching.*

Destarte, percebe-se que para a análise dos condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis (explicação para o nível de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas) incorporou-se no modelo diversas variáveis, dentre elas, variáveis financeiras de controle que são utilizadas nesta pesquisa como *proxy* para o: tamanho, expectativas de

crescimento, nível de alavancagem, desempenho, tangibilidade e nível do capital de giro, além de outras variáveis que representam o período chave para o IPO, a presença de PE/VC, a aderência às normas internacionais de contabilidade (IFRS), a governança corporativa, a sustentabilidade empresarial, a atividade econômica geral, a realização de oferta experiente de ações (SEO) e a qualidade ou reputação das empresas de auditoria.

Todas estas variáveis foram incorporadas no modelo para explicar os níveis de *accruals* discricionários obtidos pelas empresas (variável dependente), ou seja, os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados contábeis. Todas elas se caracterizam como as variáveis mais comuns que vêm sendo utilizadas por autores nacionais e internacionais (Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Ye (2006), McNichols (2000), Baptista (2008), Kothari, Leone e Wasley (2005), Castro (2008), Zang (2012), Teoh, Welch e Wong (1998), Hochberg (2011), Martinez (2001), Morsfield e Tan (2006), Ronen e Yaari (2008), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Fasolin e Klann (2014) como condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis.

Neste contexto, destaque deve ser dado as variáveis Fase IPO, Quente, ISE, SEO, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho e PIB que apresentaram sinal esperado e significância estatística tanto para a regressão do Modelo de Jones Modificado quanto para a regressão do Modelo de *Performance-Matching*. A variável Alavancagem para o Modelo de *Performance-Matching* e a variável IFRS para o Modelo de Jones Modificado também apresentaram significância estatística e sinal esperado. Todos os resultados apresentados para estas variáveis estão em consonância com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa. Cabe destacar que, somente a variável GC apresentou significância estatística e resultado inesperado que não corrobora com os resultados apontados na hipótese H4.

Sendo assim, todas as variáveis estatisticamente significativas nas regressões realizadas (variável dependente = nível de *accruals* discricionários calculados com base no Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching*) apresentaram indícios para maiores ou menores níveis de acumulações discricionárias. Ou seja, há indícios de que estas variáveis (Fase IPO, Quente, ISE, SEO, GC, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho e PIB) se caracterizam como condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis no contexto dos IPOs.

No Quadro 4 é apresentado um resumo dos resultados esperados (suportados pelas hipóteses da pesquisa) e os resultados encontrados nas regressões para análise dos condicionantes do gerenciamento de resultados.

Quadro 4: Resumo dos resultados da análise dos condicionantes do Gerenciamento de Resultados Contábeis no contexto dos IPOs.

	Variáveis e (Siglas)	Autor (es)	Sinal Esperado	Sinal Encontrado (Jones Modificado)	Sinal Encontrado *(Perfomance Matching)*
	Gerenciamento de Resultados (GR)	Baptista (2008), Hochberg (2011) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).			
Variáveis Independentes	A Fase do IPO (FaseIPO)	Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Teoh, Welch e Wong (1998).	Positivo	Positivo*	Positivo*
	A presença de PE/VC (PEVC)	Ronen e Yaari (2008), Hochberg (2011), Nakamura, Forte e Aguiar (2006), Uchimura (2011), Espenlaub e Garret (1999) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).	Incerto	Positivo	Negativo
	A aderência às IFRS (IFRS)	Jeanjean e Stolowy (2008), Elbannan (2011), Joia (2012) e Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014) e Silva *et al* (2014).	Incerto	Negativo*	Negativo
	A Governança Corporativa (GC)	Baptista (2008), Martinez (2001) e Ronen e Yaari (2008).	Negativo	Positivo**	Positivo**
	A Sustentabilidade Empresarial (ISE)	Ronen e Yaari (2008).	Negativo	Negativo**	Negativo**
	A Condição Geral da Economia (PIB)	Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014).	Incerto	Negativo*	Negativo*
	A Realização de uma SEO (SEO)	Rangan (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Bispo (2010), Hochberg (2011) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).	Positivo	Positivo*	Positivo*
	A Reputação do Auditor (Auditor)	Baptista (2008), Morsfield e Tan (2006), Martinez (2001), Ronen e Yaari (2008) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).	Negativo	Negativo	Positivo
	Momentos Quentes (Quente)	Alti (2006), Rossi Jr. e Marotta (2010) e Melo e Lamounier (2014).	Positivo	Positivo*	Positivo*
	Tamanho	Hochberg (2011), Fasolin e Klann (2014), Martinez (2001), Baptista (2008), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013), Zang (2012), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Ronen e Yaari (2008) e Castro (2008).	Incerto	Positivo*	Positivo*
	Crescimento	Baptista (2008), Hochberg (2011), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Fasolin e Klann (2014), Zang (2012) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).	Positivo	Positivo*	Positivo*
	Alavancagem	Baptista (2008), Hochberg (2011), Martinez (2001), Morsfield e Tan (2006), Ronen e Yaari (2008) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).	Incerto	Positivo	Positivo*
	Desempenho	Dechow, Sloan e Sweeney (1995), McNichols (2000), Baptista (2008), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014), Kothari, Leone e Wasley (2005), Zang (2012) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).	Incerto	Positivo*	Positivo*
	Tangibilidade	Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2014).	Positivo	Negativo	Negativo
	Capital de Giro	Ye (2006).	Incerto	Positivo*	Positivo*

(*) e (**) Denota significância estatística ao nível de 5% e 10%, respectivamente.
Fonte: Elaborado pelo autor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve por objetivo investigar se as empresas brasileiras que realizaram IPO no período de 2002 a 2010 gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar o lucro, melhorando seus resultados nos períodos próximos do lançamento e apresentando desempenho ruim no longo prazo, fruto das reversões do gerenciamento. Especificamente, objetivou-se examinar os níveis de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento), o comportamento econômico-financeiro e o retorno das ações das empresas, antes e após o IPO, além dos condicionantes para o gerenciamento de resultados contábeis no contexto dos IPOs.

A estimação dos *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) foi realizada com base nos modelos de Jones Modificado (1995) e de *Performance-Matching* (2005). O segundo apresentou melhores resultados quanto ao ajustamento das regressões. As regressões trimestrais foram estimadas em cortes transversais para os cinco anos pesquisados (ano-1, ano0, ano+1, ano+2 e ano+3). Foram realizadas 51 regressões entre 2001 e 2013 para o grupo de controle que é formado por empresas listadas na Bovespa, já que o primeiro trimestre do ano de 2001 é base para cálculo dos *accruals* do período seguinte. O que se depreendeu de toda a análise é que os valores dos *accruals* discricionários oscilaram entre os períodos analisados.

Foram estudados os anos -1, 0 (ano do IPO), +1, +2 e +3 (períodos que antecedem, marcam e posteriores ao IPO) para a amostra de empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010. Esperava-se que, em média, as acumulações discricionárias fossem positivas e relevantes no período que engloba os três anos imediatamente ao redor da data do IPO (anos -1, 0 e +1), corroborando com os resultados obtidos por Teoh, Welch e Wong (1998). Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013) também verificaram elevados níveis de *accruals* discricionários para as empresas IPO nos períodos que imediatamente antecedem, marcam e posteriores ao IPO.

Observou-se, tanto com base no Modelo de Jones Modificado, quanto com base no Modelo de *Performance-Matching*, que os níveis de acumulações discricionárias nos períodos imediatamente ao redor do evento do IPO (anos -1, 0 e +1) são maiores do que os níveis apurados nos períodos posteriores ao lançamento (anos +2 e +3) em que os incentivos para gerenciar resultados por parte dos administrados reduzem consideravelmente. Este padrão foi confirmado pelo teste *t* para a diferença de médias que apontou que os níveis médios de *accruals* discricionários são maiores e distintos estatisticamente para os anos -1, 0 e +1 se

comparados com os níveis médios apurados para os anos +2 e +3. Cabe destacar ainda que, o ano que marca o IPO (ano 0) se caracterizou, na pesquisa, como o período com maiores incentivos para gerenciar resultados.

Entretanto, na amostra pesquisada, obtiveram-se resultados estatísticos para confirmar a hipótese H1, segundo a qual existem evidências de que as empresas brasileiras que realizaram IPO apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários nos anos que antecederam e marcaram a emissão. Ou seja, existem indícios que apontam para o fato de que as empresas que realizaram IPO no Brasil entre os anos de 2002 e 2010 gerenciaram seus resultados em períodos imediatamente ao redor do IPO.

Quanto à avaliação dos indicadores de desempenho econômico-financeiros, esperava-se que empresas que realizaram IPO com maiores acumulações discricionárias (classificadas no tercil mais agressivo) apresentassem melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam ou marcaram o lançamento das ações e baixa performance no longo prazo em função das reversões decorrentes do gerenciamento praticado. Esperava-se ainda que, no longo prazo, estas empresas com elevadas acumulações discricionárias apresentassem performance econômico-financeira distinta e inferior ao de empresas que não gerenciaram seus resultados (classificadas no tercil 1).

Percebeu-se, depois de analisados todos os resultados relacionados às métricas de performance das empresas IPO, que existem evidências significativas para não rejeitar a hipótese (H2) de que as companhias que realizaram IPO apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam e marcaram a oferta pública inicial de ações. Isso foi inferido a partir do teste *t* para a diferença entre as médias antes, durante e depois do IPO para os indicadores de ROA, Margem do EBITDA, LPA e P/L. Todos estes indicadores demonstraram maiores médias nos períodos que antecedem e marcam o lançamento das ações do que em períodos posteriores ao lançamento.

Entretanto, os indicadores de VPA e DPA não apresentaram maiores valores no período que marca o IPO e sim, nos períodos posteriores ao lançamento. Quanto ao comportamento destas métricas ressalta-se o fato de que as empresas IPO se caracterizam como pequenas empresas com boas perspectivas de crescimento sem poder para remunerar seus sócios. O nível baixo dos DPA nos períodos que marcam e imediatamente posteriores a oferta pública para as empresas IPO pode ser indício também de que estas empresas objetivam manter alta performance nestes períodos e, a não distribuição de seus resultados via dividendos auxilia na melhora dos indicadores de desempenho, além do fato de que as empresas IPO não obtinham ações em circulação iniciando a comercialização na Bolsa de

Valores a partir deste evento. Ou seja, para as empresas IPO o comportamento apresentado para o VPA e o DPA está relacionado ao tamanho dessas empresas que se caracterizam como pequenas empresas (baixo valor patrimonial) e também ao fato de que estas não possuíam ações em circulação e, consecutivamente, não realizavam o pagamento de dividendos.

Destarte, a partir dos resultados obtidos para todas as métricas de performance relacionadas, pode se inferir que os gestores podem estar gerenciando seus resultados no intuito de melhorar estes indicadores nos momentos que antecedem e marcam o lançamento das ações objetivando reação positiva do mercado, ou seja, ação oportunista para gerenciar resultados contábeis nos anos que antecederam e marcaram o IPO. Isto se deve ao fato de que, em geral, os resultados corroboram com as hipóteses (H1 e H2) desta pesquisa e com os resultados apresentados em trabalhos nacionais e internacionais como os de Martinez (2001), Paulo (2006), Teoh, Welch e Wong (1998) e Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013).

Cabe destacar ainda que, a análise dos indicadores de desempenho econômico-financeiros das empresas auxilia na sinalização para a prática do gerenciamento de resultados contábeis assim como o nível de *accruals* discricionários (*proxy* para o gerenciamento de resultados) estimados pelos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching* que também revelaram maiores motivações/indícios de gerenciamento nos momentos que antecedem e marcam o IPO. O intuito com estas metodologias foi verificar se, por meio dessas técnicas, evidenciava-se a prática de gerenciamento de resultados contábeis, com a intenção de maximizar os resultados no período que antecede e marca o IPO.

Em seguida, conforme hipótese H3 foi analisado o retorno das ações das empresas IPO nos três anos posteriores ao lançamento das ações. Cabe destacar que, para analisar o retorno das ações das empresas IPO nos três anos posteriores ao lançamento foram coletados o preço de fechamento das ações no dia da oferta pública inicial de ações e o preço de fechamento, um ano, dois anos e três anos após a data de lançamento para cada empresa IPO.

Observou-se que a queda nos resultados das empresas IPO logo após o lançamento das ações ocasiona uma menor valorização de mercado e demanda pelos papéis destas empresas. Destarte, ressalta-se também o fato de que as reversões dos *accruals* relativos ao gerenciamento de resultados nos momentos que antecedem e marcam o lançamento das ações também pode afetar os preços e retornos das ações das empresas IPO, assim como sinalizam os resultados apresentados na apuração do nível de acumulações discricionárias pelos modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching* (Tópico 4.1) e também a análise das métricas de performance (Tópico 4.2).

Neste contexto, também foi analisada a relação entre o gerenciamento de resultados ou nível de discricionariedade, medido pelos *accruals* discricionários e o retorno das ações das empresas IPO. Para isso, foi utilizada a classificação das empresas em tercis que objetiva distinguir e sinalizar as empresas gerenciadoras (tercil 3) e não gerenciadoras (tercil 1).

Observou-se, de forma aparente, para todos os períodos analisados (anos +1, +2 e +3), que o retorno médio das ações das empresas IPO classificadas no tercil 1 (empresas com menores níveis de *accruals* discricionários - não gerenciadoras) foram maiores do que o retorno médio apresentado pelas empresas IPO classificadas no tercil 3 (empresas com maiores níveis de *accruals* discricionários – gerenciadoras).

Este comportamento corrobora com a hipótese (H3) desta pesquisa que elucida que o retorno das ações no longo prazo após o IPO das empresas que gerenciaram seus resultados contábeis de forma agressiva é inferior ao das empresas que não gerenciaram seus resultados. Estes resultados seguiram a tendência de que as empresas que gerenciaram agressivamente seus resultados (classificadas no 3º tercil) apresentam desempenho mais fraco no que tange ao retorno das ações (do que as empresas classificadas no 1º tercil – não gerenciadoras), provavelmente em função das reversões do gerenciamento de resultados praticado.

Também foram analisados o retorno médio apresentado pelas empresas IPO e o retorno médio apresentado pelas ações no mercado. Verificou-se que em todos os períodos o desempenho médio dos IPOs fica sempre aquém do Ibovespa (índice utilizado como *proxy* para o desempenho das ações no mercado). Ou seja, as ações das empresas IPO valorizam menos que o Ibovespa nos períodos de alta e desvalorizam mais que o Ibovespa nos períodos de baixa. Este comportamento do desempenho relacionado ao retorno das ações para as empresas IPO e o desempenho do mercado também corrobora com a hipótese (H3) desta pesquisa. Apesar de apresentar comportamento parecido com o apresentado pelo mercado, em todos os períodos, o retorno das ações das empresas IPO é inferior ao retorno do mercado.

Por fim, foram comparados o retorno das ações das empresas que realizaram IPO classificadas no tercil 3 (com maiores níveis de acumulações discricionárias – empresas gerenciadoras) e o desempenho apresentado pelo mercado. Percebeu-se que o desempenho é inferior em todos os períodos para as empresas IPO classificadas no tercil 3 em relação ao desempenho apresentado pelo mercado e pelas empresas do tercil 1, corroborando com a hipótese (H3) que enfatiza também que, em função das reversões dos *accruals* relativos ao gerenciamento, o desempenho médio das ações das empresas IPO que gerenciaram agressivamente seus resultados é inferior ao desempenho médio das ações no mercado.

Os resultados apresentados nesta pesquisa também corroboram com os resultados apresentados por autores como Teoh, Welch e Wong (1998), Teoh, Wong e Rao (1998), Martinez (2001), Singer (2007), Zielinski (2013) e Alhadab, Clacher e Keasey (2013) que apontam evidências de gerenciamento de resultados em períodos prévios ao IPO, que contribuem, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nestes períodos e para lucros e retorno das ações abaixo do previsto após o lançamento. Nas pesquisas de Chi e Padgett (2002), Johnston e Madura (2002), Coakley, Hadass e Wood (2004) e Ball e Shivakumar (2008) também foi verificado o baixo desempenho das ações no longo prazo após o IPO, o que pode ser ocasionado pelo gerenciamento de resultados contábeis.

Cabe ressaltar ainda que análises relacionadas ao preço das ações dessas empresas objetivam elucidar o quão importante é, para os investidores no mercado de capitais, compreender o gerenciamento de resultados contábeis e as consequências de suas reversões. A partir da análise dos retornos das ações entre empresas que supostamente gerenciaram seus resultados e empresas que não gerenciaram seus resultados, poderá ser melhor elucidado como o gerenciamento de resultados contábeis pode interferir no desempenho das ações (comportamento do preço dessas ações ao longo do tempo).

Estes resultados são de extrema relevância para todos os *stakeholders* vinculados à empresa e ao mercado de capitais como um todo, principalmente acionistas existentes e em potencial. Com estas análises relacionadas à performance é possível perceber que as empresas, dependendo do nível de acumulações discricionárias (*proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis), apresentam desempenho econômico-financeiro distinto nas fases que rodeiam o evento do IPO, evento de suma importância no mercado de capitais, principalmente no Brasil, que passa por processo de profissionalização e consolidação.

Destarte, é importante destacar que todos estes acontecimentos podem comprometer a alocação de recursos entre empresas e entre países, sendo de suma importância estudos acerca desta temática objetivando sinalizar e advertir os usuários e órgãos normalizadores sobre o relacionamento entre o gerenciamento de resultados contábeis e as motivações dos administradores para gerenciar (neste trabalho, motivações vinculadas ao mercado de capitais e, mais especificamente, ao processo de IPO).

Finalmente, conforme hipótese H4 foi verificado quais seriam os condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados no contexto dos IPOs. Isto se deve ao fato de que, apesar das outras análises realizadas apresentarem indícios de que as empresas que realizaram IPO entre 2002 e 2010 gerenciaram seus resultados em períodos que antecedem e marcam o lançamento das ações, é de suma importância, analisar também quais seriam os

condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados. Neste sentido, optou-se por acrescentar ao estudo uma análise de regressão com dados em painel.

O intuito foi verificar se, de fato, existem condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados no contexto dos IPOs. Para isso, utilizou-se os níveis de *accruals* discricionários ponderados pelo ativo total do período anterior para cada empresa nos anos -1, 0, +1, +2 e +3 calculados com base nos Modelos de Jones Modificado (1995) e de *Performance-Matching* (2005) como variável dependente/explicada. Cabe destacar que estes *accruals* discricionários foram apurados trimestralmente nos anos -1, 0, +1, +2 e +3 para cada empresa da amostra formando um painel de observações.

Quanto às variáveis explicativas não existe um consenso literário sobre quais variáveis possuem maiores efeitos para explicar o nível de *accruals* discricionários das empresas. Entretanto, variáveis qualitativas (Fase IPO; IFRS; Quente; GC; ISE; SEO; PEVC e Auditor) e quantitativas (Crescimento; Desempenho; Tangibilidade; Alavancagem; Capital de Giro; Tamanho e PIB) foram inseridas no modelo de regressão por se caracterizarem como as mais comuns variáveis que vêm sendo utilizadas por autores nacionais e internacionais como condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis.

Antes da análise da regressão com dados em painel, foi realizada análise acerca das variáveis explicativas qualitativas (*dummies*). Levando em consideração o atributo das variáveis qualitativas foram comparados os níveis médios das acumulações discricionárias calculadas com base nos Modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching* para a presença (*dummy* assumindo valor 1) e ausência (*dummy* assumindo valor 0) do atributo destas variáveis entre as empresas e os períodos estudados.

Verificou-se que as variáveis Fase IPO e Quente apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários quando da presença do atributo (*dummy* assumindo valor 1). Estes resultados corroboram com os resultados esperados para estas variáveis na hipótese H4 desta pesquisa, onde esperava-se que, no período crítico para o IPO (períodos com grandes incentivos para GR - momentos que antecedem, marcam e posteriores ao IPO – anos -1, 0 e +1) as empresas obtivessem maiores níveis de *accruals* discricionários, assim como para os momentos quentes, de mercado aquecido, em que os gestores irão aproveitar desta janela de oportunidade para gerenciar seus resultados com maior agressividade.

Já para as variáveis PEVC, IFRS, ISE e Auditor, os níveis médios de acumulações discricionárias quando da presença do atributo são menores do que os níveis médios quando da ausência do atributo. Estes resultados também corroboram com os resultados esperados para estas variáveis na hipótese H4, principalmente para as variáveis PEVC, ISE e auditor que

se caracterizam como atributos que irão inibir os gestores a praticarem o gerenciamento, uma vez que, os gestores de PEVC e a empresa de auditoria podem funcionar como *gatekeepers* do gerenciamento, monitorando as ações tomadas pelos gestores e o fato de estar presente no grupo de empresas sustentáveis (ISE) também tende a inibir a prática do gerenciamento já que estas empresas obtém maior nível de transparência e prestação de contas.

Por fim, após estas análises acerca do nível médio de *accruals* discricionários quando da presença ou não do atributo das variáveis explicativas qualitativas, partiu-se para a análise do modelo de regressão com dados em painel. Os resultados do modelo com efeitos fixos estimado por mínimos quadrados generalizados factíveis e ajustados para a autocorrelação e heterocedasticidade foram analisados objetivando inferir quais variáveis se caracterizam como condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados no contexto das ofertas públicas de ações de empresas brasileiras que realizaram o IPO entre os anos de 2002 e 2010.

Neste contexto, destaque deve ser dado às variáveis Fase IPO, Quente, ISE, SEO, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho e PIB que apresentaram sinal esperado e significância estatística tanto para a regressão do Modelo de Jones Modificado quanto para a regressão do Modelo de *Performance-Matching*. A variável Alavancagem para o Modelo de *Performance-Matching* e a variável IFRS para o Modelo de Jones Modificado também apresentaram significância estatística e sinal esperado. Todos os resultados apresentados para estas variáveis estão em consonância com os resultados esperados na hipótese H4 desta pesquisa. Cabe destacar que, somente a variável GC apresentou significância estatística e resultado inesperado que não corrobora com os resultados apontados na hipótese H4.

Sendo assim, todas as variáveis estatisticamente significativas nas regressões realizadas (variável dependente = nível de *accruals* discricionários calculados com base no Modelo de Jones Modificado e de *Performance-Matching*) apresentaram indícios para maiores ou menores níveis de acumulações discricionárias. Ou seja, há indícios de que estas variáveis (Fase IPO, Quente, ISE, SEO, GC, Crescimento, Desempenho, Capital de Giro, Tamanho e PIB) se caracterizam como condicionantes do gerenciamento de resultados contábeis no contexto dos IPOs.

É importante ressaltar também que, na comparação entre os modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*, observou-se que, em todas as regressões e testes realizados durante a pesquisa, o modelo de *Performance-Matching* apresentou melhor ajustamento. Este comportamento era esperado dado que o modelo de *Performance-Matching* foi confeccionado levando em consideração o Modelo de Jones Modificado com alterações

para melhorar a capacidade explicativa deste último. Neste contexto, vale frisar também que esta pesquisa é uma das poucas que utilizaram esse modelo, principalmente no Brasil.

Contudo, o problema de pesquisa desta dissertação foi: "***As empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente a fim de valorizar suas ações em períodos prévios a um IPO, originando uma performance econômico-financeira fraca no longo prazo, fruto das reversões dos accruals relativos ao gerenciamento?"*** Para a amostra pesquisada, detectou-se indícios da ocorrência do gerenciamento de resultados em períodos imediatamente ao redor do evento do IPO (anos -1, 0 e +1). Portanto, os resultados apresentaram evidências de que os gestores estão utilizando os *accruals* discricionários para obter maiores ganhos no IPO. Ainda neste contexto, a partir das regressões realizadas, várias variáveis se caracterizaram como condicionantes para a prática do gerenciamento de resultados no contexto dos IPOs.

Entretanto, essas afirmações devem ser analisadas com cautela, visto que as seguintes limitações foram encontradas no decorrer do estudo: (1) número pequeno de empresas que realizaram IPO no decorrer dos anos pesquisados; e (2) falta de algumas informações para estimar os *accruals* discricionários em períodos anteriores, por exemplo, anos -3 e -2 que não foram estudados devido à indisponibilidade de dados e ano -1 que também apresenta limitações quanto a disponibilidade de dados por parte das empresas IPO.

Como sugestões para futuras pesquisas a respeito do gerenciamento de resultados contábeis em emissões iniciais de ações, destacam-se as seguintes:

i) Utilizar outros modelos econométricos para estimar os *accruals* discricionários como, por exemplo, aqueles utilizados por: Kang e Sivaramakrishman (1995) – Modelo KS; Dechow, Richardson e Tuna (2003) – Modelo de *Forward-Looking* (FL), Ball e Shivakumar (2006), Paulo (2007) e Ye (2006) – Modelo Síntese;

ii) Buscar evidências de gerenciamento de resultados em ofertas públicas iniciais de ações por meio de outras metodologias alternativas, por exemplo, por meio da análise de variáveis que reflitam outras mudanças contábeis, como: estimativas de valores residuais de ativos, estimativas de perdas para créditos de liquidação duvidosa e valor de mercado de determinados investimentos; e

iii) Verificar se, no longo prazo, existem diferenças significativas no comportamento dos preços, dos retornos e dos riscos das ações de empresas que possivelmente gerenciaram seus resultados contábeis em períodos próximos ao IPO controlando os efeitos de variáveis como o tamanho, *Book-to-market* e *Momentum* das empresas investigadas.

REFERÊNCIAS

AHARONY, J. C.; LIN, C.; LOEB, M. *Initial Public Offerings, accounting choices, and earnings management*. **Contemporary Accounting Research**, n. 10, v. 1 (Fall), p. 61-81, 1993.

ALDRIGHI, D. M. *et al. As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho*. In: XXXVIII Encontro Nacional de Economia - ANPEC - **Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia**, 2010, Salvador. ANPEC 38, 2010.

ALHADAB, M.; CLACHER, I.; KEASEY, K. *Real and Accrual Earnings Management and IPO Failure Risk*. Fev., 2013. Disponível em: SSRN: http://ssrn.com/abstract=2225411.

ALMEIDA, J. E. F. *Earnings Management no Brasil: estudo empírico em indústrias e grupos estratégicos.* Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Vitória, 2006.

ALTI, A. *How persistent is the impact of market timing on capital structure?***Journal of Finance**, v.61, p.1681–1710, 2006.

ASSAF NETO, A. *Mercado Financeiro*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BACHA, E. L.; FILHO, L. C. O. (Orgs.). *Mercado de Capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. ANBID, São Paulo, 2005.

BAKAY, A.; MOQBEL, M. *Explaining the accounting disclosure index of stock exchanges by foreign exchange market activity*. Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting. v.28, p. 293-297, 2012.

BAKER, M.; WURGLER, J. *Market timing and capital structure*. **Journal of Finance,** 57(1):1–32, 2002.

BALL, R.; BROWN, P. *An empirical evaluation of accounting income numbers*. **Journal of Accounting Research**. Autumn, p.159-178, 1968.

BALL, R.; JAYARAMAN, S.; SHIVAKUMAR, L. *Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the Confirmation Hypothesis*. **Journal of Accounting and Economics**, v.53, p.136-166, 2012.

BALL, R.; ROBIN, A.; SADKA, G. *Is accounting conservatism due to debt or share markets?* A test of "contracting" versus "value relevance" theories of accounting. University of Chicago, Working Paper. v.20, p.02-27, 2005.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. *Earnings quality at Initial Public Offerings*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, p. 324-349, 2008.

BALTAGI, B.; BOOZER, M. *Econometric analysis of panel data*. 1° ed. New York: John Wiley & Sons, 2009.

BAPTISTA, E. M. B. *Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados*. 2008. 303 f. Tese de Doutorado – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2008.

BARTOV, E.; GIVOLY, D.; HAYN, C. *The rewards to meeting or beating earnings expectations*. **Journal of Accounting and Economics**, v.33, n.2, p.173-204, June, 2002.

BARTOV, E.; GUL, F. A.; TSUI, J. S. L. *Discretionary accruals models and audit qualifications.* **Journal of Accounting and Economics**, v. 30, n. 3, p. 421-452, dez. 2000.

BARTOV, E.; MOHANRAM, P. S. *Private Information, earnings manipulation, and executive stock option exercises*. **The Accounting Review**, v.79, n.4, p.889-920, October, 2004.

BASU, S. *The conservatism Principle and the asymmetric timeliness of earnings*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p. 3-37, 1997.

BEAVER, W. H. *The information content of annual earnings announcements*. **Journal of Accounting Research**, Supplement 6, 1998, p.67-92.

BENEISH, M. D. *Earnings Management: a perspective*. **Managerial Finance**. West Yorkshire, v. 27, n.12, p. 3-18, December, 2001.

BERK, J.; DEMARZO, P. *Finanças Empresariais*. Tradução: Christiane de Brito Andrei, Bookman companhia editora. Porto Alegre, 2009.

BEUREN, I. M. (Org.). *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade-Teoria e Prática*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BISPO, O. N. de A.; *Gerenciamento de Resultados Contábeis e o Desempenho das Ofertas Públicas Subsequentes de Ações em Empresas Brasileiras*. 2010.143 f. Dissertação (Mestrado Acadêmico) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2010.

BM&FBOVESPA, 2014. *Ofertas Públicas de Distribuição de Ações*. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/ofertas-publicas/ofertas-publicas.aspx?idioma=pt-br. Acesso em: 03.01.2014.

BOUTANT, J. *Acquiring firms? Earnings management incentives: evidence from French mergers,* 10 Conference International de Governance, Montréal, p. 30-31, mai., 2011.

BRASIL. *Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras*. In: Presidência da república casa civil. Brasília-DF, 28 dez. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11.638.htm>. Acesso em: 05 set. 2014.

BRESSAN, V. G. F. *Seguro depósitos e moral hazard nas cooperativas de crédito brasileiras*, 2009. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) - Departamento de Economia Rural, Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 2009.

BRESSAN, V. G. F.; BRAGA, M. J.; BRESSAN, A. *A Análise da dominação de membros tomadores ou poupadores de recursos nas cooperativas de crédito mineiras*. **Economia Aplicada**, v. 16, n. 2, p. 339–359, 2012.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. *A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: Propensities and valuation consequences*. **The Accounting Review**, n. 80, v. 2 (April), p. 423-440, 2005.

BURGSTAHLER, D.; DICHEV, I. *Earnings management to avoid earnings decreases and losses*. **Journal of Accounting and Economics**, v.24, n.1, p.99-126, December, 1997a.

CAI, J., WEI, C. J. *The investment and operating performance of Japanese initial public offerings*. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 5, pp. 389-417, 1997.

CASTRO, M. A. R. *Análise do Alisamento de Resultados Contábeis nas Empresas Abertas Brasileiras*. 2008. 139 f. Dissertação (Mestrado Acadêmico) – Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2008.

CHANEY, P. K.; LEWIS, C. M. *Earnings management and firm valuation under asymmetric information*. **Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance, and Organization**, v.1, n.3-4, p. 319-345, April, 1995.

CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERI, P. *A Theory of the Going-Public Decision*. **The Review of Financial Studies Summer**, v. 12, n. 2, p. 249-279, 1999.

CHEN, K. Y.; LIN, K.; ZHOU, J. *Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms*. **Managerial Auditing Journal**, Bradford, v. 20, n. 1, p. 86-104, Jan./Mar. 2005.

CHI, J.; PADGETT, C. *The Performance and Long-Run Characteristics of the Chinese IPO Market*. **The Business School for Financial Markets. ISMA Discussion Papers in Finance**, 2002.

COAKLEY, J.; HADASS, L.; WOOD, A. *Post-IPO operating performance, venture capitalists and market timing*. **Department of Accounting, Finance and Management.** University of Essex, November, 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Legislação e Regulamentação CVM*, 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/. Acesso em: 12/02/2014.

COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTABEIS (CPC). *Pronunciamentos Técnicos do CPC.* 2014.

COSTA JR, N. C. A. da; NEVES, M. B. E. das. *Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações*. **Revista Brasileira de Economia**. v.54, n.1, Rio de Janeiro, 2000.

CPC 00 R1, COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento conceitual básico. *Estrutura Conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro*. Correlação as normas Internacionais de contabilidade. R1.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR., N. C. A. da. *Estratégias de Gerenciamento de Resultados: Custos Determinantes e Sequencialidade*. **XXXVIII EnANPAD2014**. Rio de Janeiro, Set., 2014.

DARROUGH, M. N.; RANGAN, S. *Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering?* **Journal of Accounting Research**, v.43, n.1, p. 1-33, March, 2005.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. *Detecting Earnings Management*. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 70, n. 2, p. 193-225, April, 1995.

DECHOW, P. M.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. *Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation.* **Review of Accounting Studies**, v. 8, n. 2-3, jun-sep., 2003.

DEANGELO, L. E. *Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders*. **The accounting review**, v. LXI, n. 3, july, 1986.

DEFOND, M. L; JIAMBALVO, J. *Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals*. **Journal of Accounting and Economics**, v.17, p.145-176, 1994.

DEGEROGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAISER, R. *Earnings management to exceed thresholds*. **Journal of Business**. Chicago, v. 772, n. 1, p. 1-33, 1999.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M. e TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 4, 2007, São Paulo. *Anais*... São Paulo: FEA/USP, 2007.

DYE, R. *Earnings Management in overlapping generations model*. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 195-235, Autumn, 1988.

ELBANNAN, M. A. *Accounting and stock market effects of international accounting standards adoption in an emerging economy*. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v.2, n.36, p.207-245, 2011.

ERNST & YOUNG. *Como crescer: Estratégia, gestão e recursos para sua empresa*. EY Building a better working world, São Paulo: Ernst & Young Terco, 2013.

ESPENLAUB, S.; GARRET, I.; MUN, W.P. *Conflicts of interest and the performance of venture-capital-backed IPOs*: *a preliminary look at the UK*. **Venture Capital**, v. 1, n. 4, p. 325-349, 1999.

FANCHIN, F. B. *IPOs, gestão de investimentos e desenvolvimento econômico: uma visão crítica.* Rio Bravo Fronteiras. Maio, 2010.

FASB- Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Accounting Standards. *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, 1. Stamford, Connecticut: 1978.

FASOLIN, L. B.; KLANN, R. C. *Gerenciamento de Resultados por meio da venda de ativos fixos*. **VIII Congresso Anpcont**, Rio de Janeiro, Ago., 2014.

FERREIRA F. A. O. *et al*. *Análise do Impacto da Adoção da Governança Corporativa sobre o Valor de Mercado das Empresas*. VIII Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 2011. Disponível em: http://www.aedb.br/seget/artigos11/64014835.pdf. Acesso em: 20 ago. 2014.

FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. *Empirical research on Accounting choice*. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, September, 2001.

FIPECAFI. *Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades*. São Paulo: Atlas, 2010.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L. *The relative and incremental explanatory power of alternative (to earnings) performance measures for returns*. **Contemporary Accounting Research**, v.21, n.1(Spring): p.121-164, 2003.

FRIEDLAN, J. *Accounting choices of issuers of initial public offerings*. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 1 (Summer), p. 1-31, 1994.

FUJI, A. H. *Gerenciamento dos resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

GALDI, F. C. *Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis:* é possível prever o sucesso? 2008. 119 f. Tese (Doutorado) –
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <http://www.bv.fapesp.br/dissertacoes-teses/8050/estrategiasinvestimento-acoes-baseadas-analise-demonstracoes/>. Acesso em: 20 abr. 2014.

GALDINO, R. de L. *Ofertas Públicas Iniciais "IPOs" na BM&FBovespa: um enfoque geral e do ponto de vista do investidor individual*. Monografia. Departamento de Ciências Econômicas. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2010.

GIOIELLI, S. P. O.; CARVALHO, A. G. de; SAMPAIO, J. O. *Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs*. v.10, n.4, p. 32- 68 , Vitória-ES, Out/Dez. 2013.

GORDON, E. A.; JOSS, P. R. *Unrecognized deferred taxes: evidence from the U.K.* **The Accounting Review**. Sarasota, v. 79, n. 1, p. 97-124, January, 2004.

GRAMLICH, J. *et al*. *Balance sheet management: the case of short-term obligations reclassified as long-term debt*. **Journal of Accounting Research**. Oxford, v.39, n.2, p.269-282, September, 2001.

GRIFFITHS, W. E.; HILL, R. C.; JUDGE, G. G. *Learning and Practicing Econometrics*. New York: John Wiley & Sons Inc., 1993.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Mercados Financeiros e Estratégias Corporativas*. 2° Ed., Editora Bookman, 2005.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C.. *Econometria Básica*. 5 ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HANSEN, M. L.; JORGENSEN, L. G. *Underpricing and Long-run Operating Performance of Initial Public Offerings: Evidence from Scandinavia*. **MSc. in Finance & International Business**, 2010.

HANSEN, J. C. *Additional evidence on discretionary accrual levels of benchmark beaters*. **Working paper, University of Illinois at Chicago. AAA 2004 Annual Meeting Paper**, Orlando, FL, 2004.

HEALY, P. M. *The effect of bônus schemes on accounting decisions*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, p. 85-107, 1985.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. *A review of the earnings management literature and its implications for standard setting*. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p.365-383, 1999.

HELLMAN, N. *Earnings manipulation: Cost of capital versus tax. A commentary*. **European Accounting Review**, v.8, n.3, p.493-497, Sep., 1999.

HIGGINS, H. N. *Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan*. **Journal of Accounting Public Policy**, v. 32, p. 44-70, 2013.

HOCHBERG, Y. V. *Venture capital and corporate governance in the newly public firm*. **Review of Finance**, v. 16, n. 2, p. 429-480, 2011.

HOUTHAUSEN, R. W. *Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting and information Perspectives***. Journal of Accounting and Economics**. V.12 No. 1-3.1990.

HOUTHAUSEN, R. W., LEFTWICH, R. W. *The economic consequences of accounting choice: Implications of Costly contracting and monitoring*. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, Switzerland, Amsterdam, v. 5, n. 2,1983.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Governança Corporativa*. Disponível em: http:// http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161//. Acesso em: 15/04/2014.

IUDÍCIBUS, S. de; LOPES, A. B. *Teoria avançada da contabilidade.* São Paulo: Atlas, 2004.

JAIN, B.; KINI, O. *The post-issue operating performance of IPO firms*. **Journal of Finance**. v. 49, pp.1699-1726, 1994.

JAIN, B.; KINI, O. *Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms*. **Managerial and Decision Economics**. v. 16, pp. 593-606, 1995.

JEANJEAN, T.; STOLOWY, H. *Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption*. **Journal of Accounting Public Policy**, v.27, p.480-494, 2008.

JOHNSTON, J.; MADURA, J. *The Performance of Internet Firms Following Their Initial Public Offering*. **The Financial Review**, v. 37, p.525-550, 2002.

JOIA, R. M. Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2012.

JONES, J. *Earnings Management During Import Relief Investigations*. **Journal of Accounting Research**. Chigaco, v. 29, n. 2, p. 193-228, Autumn, 1991.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.* **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, October, 1976.

KANG, S.; SIVARAMAKRISHNAN, K. *Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach*. Journal of Accounting Research, v. 33, n. 2, autumn, 1995.

KHURSHED, A., PALEARI, S., VISMARA, S. *The operating performance of initial public offerings: the UK experience*. **Unpublished working paper**, University of Manchester, 2003.

KOTHARI, S. P. *Capital markets research is accounting*. JAE Rochester Conference, April 2000. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=235798.

KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. *Performance matched discretionary accrual measures*. Journal of Accounting and Economics, v. 39, p.163-197, 2005.

KUTSUNA, K.; H. OKAMURA, COWLING, M. *Ownership structure pre- and post-IPOS and the operating performance of JASDAQ companies*. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 10, pp. 163-181, 2002.

LAMBERT, R. A. *Contracting theory and accounting*. **Journal of Accounting and Economics**, 32 (1-3), 3-87, 2001.

LEVINE, D. M. *et al*. *Estatística*: teoria e aplicações. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

LI, J.; ZHANG, L.; ZHOU, J. *Earnings management and delisting risk: The case of IPO firms*. **Simon School Working Paper** FR 05-05. SSRN.com/abstract=641021, 2005.

LIN, Y. C. *et al. Accounting disclosure quality, capital market intensity and national productivity*. Springer Science Business, 2011.

LO, K. *Earnings Management and earnings quality*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, p. 350-357, 2008.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. *Teoria da contabilidade: Uma nova abordagem*. São Paulo. Atlas, 2007.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J., R.; RYDQVIST, K. *Initial Public Offerings: International Insights*. **Pacific-Basin Finance Journal**. v. 2, p. 165-169, March, 2013.

MAGEE, R. P. *Discussion of "Contracting theory and accounting"*. **Journal of Accounting and Economics**, 32 (1-3), 89-96, 2001.

MARCONDES, D. A. Disciplina de Mercado e as Acumulações Contábeis Discricionárias. 2008. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

MARTINEZ, A. L. *"Gerenciamento" dos Resultados Contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. 2001. 150 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINS, G. de A.. THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2009.

MATOS, J. A. de. *Theoretical Foundations of Corporate Finance*. Princeton University Press. First Edition, Princeton, 2001.

MCNICHOLS, M. *Research design issues in earnings management studies*. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, p. 313-345, 2000.

MELO, P. H. F.; LAMOUNIER, W. M. *Oferta Pública de Ações (IPO): Desempenho, Preço, Volume de Ações e Recursos em Períodos "Quentes e Frios".* V Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis - AdCont 2014, Rio de Janeiro, RJ, out., 2014.

MIKKELSON, W.; PARTCH, M.; SHAH, K. *Ownership and operating performance of companies that go public*. **Journal of Financial Economics**, v. 44, pp. 281-307, 1997.

MILOCA, S. A.; CONEJO, P. D. *Análise fatorial e a multicolinearidade em modelos de regressão*. 13º Encontro Regional de Matemática Aplicada e Computacional, XIII ERMAC. Universidade Tecnológica Federal do Paraná (UTFPR), Pato Branco, 04 (2). 2009.

MOHANRAN, P. S. *How to manage earnings management?* 2003. Disponível em: <http://www.docstoc.com/docs/7175242/HOW-TO-MANAGE-EARNINGSMANAGEMENT1>. Acesso em: 10 fev. 2014.

MORANTE, A. S. *Análise das demonstrações financeiras: aspectos contábeis da demonstração de resultado e do balanço patrimonial*. São Paulo: Atlas, 2007.

MOREIRA, L.F. *Multicolineariadade em Análise de Regressão*. XII ERMAC, 2008.

MORSFIELD, S. G.; TAN, C. E. L. *Do venture capitalists influence the decision to manage*

earnings in initial public offerings? **Accounting Review,** v. 81, n. 5, p. 1119-1150, 2006.

NAKAMURA, W. T.; FORTE, D.; AGUIAR, J. F. de. *Análise do Processo Decisório dos Gestores de Capital de Risco no Brasil.* **30º Encontro da ANPAD – EnANPAD 2006.** Salvador, BA. Set., 2006.

PAE, J. *Expected accruals models: the impact of operating cash flows and reversalsof accruals.* **Review of Quantitative Finance and Accounting**. Dordrecht, v. 24, n. 1, p.5-22, February, 2005.

PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. *Why do companies go public? An empirical analysis*. **Journal of Finance**. v. 53, pp. 27 – 64, 1998.

PAULO, E. *Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras*. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30º, 2006, Salvador. **Anais**. CD-ROM.FICA 2876.

PAULO, E. *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados.* FEA/USP. Tese de Doutorado. São Paulo, 2007.

PAULO, E.; MARTINS, E.; CORRAR, L. J. *Detecção do gerenciamento de resultados contábeis pela análise do diferimento tributário*. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.47, n.1, p.46-59, jan./mar.2007.

PIRES, S. E. *Análise dos demonstrativos contábeis*. In: ROSSETTI, José P. (Org.). **Finanças corporativas**: teoria e prática empresarial no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 55-78, 2008.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): 2011- Início de uma nova década*. 1. ed. PWC – BM&FBovespa, 2011. Diponível em: www.pwc.com/br. Acesso em: 08.01.2014.

RAMOS, S. R. *Aberturas de Capital no Brasil – Uma Análise das Ofertas Públicas Iniciais de Ações.* 4º Simpósio FUCAPE de Produção Científica. FUCAPE Business School. Espírito Santo, 2006.

RAO, G. R. *The relation between stock returns and earnings: a study of newly-public firms*. **Working Paper**, New York University, 1993.

RAMSEY, J. B. *Tests for Specification Errors in Classical Linear Least-Squares Regression Analysis*. **Journal of the Royal Statistical Society**. Series B (Methodological), v. 31, 350-371, 1969.

RANGAN, S. *Earnings management and the performance of seasoned equity offerings*. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 101-122, out. 1998.

RITTER, J. *Investment Banking and Securities Issuance*. **Handbook of the Economics of Finance**. v. 1A, George Constantinides, Milton Harris, e René Stulz (eds.), Amsterdam: North-Holland, 2003.

ROCK, K. *Why new issues are Underpriced*. **Harvard Business School. Elsevier Science Publishers**, 1986.

RODRIGUES, A. *Gerenciamento da informação contábil e regulação: evidências no mercado brasileiro de seguros*. 2008. 150 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

RONEN, J.; YAARI, V.; *Earnings Management: emerging insights in theory, practice, and research*. Springer Series in accounting scholarship; SPRINGER; New York, 2008.

ROOSENBOOM, P.; GOOT, T. V. D.; MERTENS, Gerard. *Earnings management and initial public offerings: evidence from the Netherlands*. **The International Journal of Accounting**, v.38, n.3, p.243-266, Autumn, 2003.

ROSSI JR., J. L.; MAROTTA, M. *Equity Market Timing: Testando através de IPO no Mercado Brasileiro.* **Revista Brasileira de Finanças**. v. 8, n. 1, p. 85–101, São Paulo, 2010.

SANTANA, L. *Relação entre Dividend Yield e Retorno das Ações abordando aspectos determinantes da Política de Dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na Bovespa*. 2006. 82 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.

SANTOS, A. dos; PAULO, E. *Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados*. Brazilian Business Review. Vitória-ES, Brasil, v. 3, n. 1, p. 15-31, jan.-jun., 2006. Disponível em: <http://www.bbronline.com.br/upld/trabalhos/pdf/29_pt. pdf.

SCHIPPER, K. *Comentary on earnings management*. **Accounting Horizons**, p.91-102, 1989.

SILVA, A. da *et al. Influência da Convergência Contábil Internacional no Nível de Gerenciamento de Resultados de Empresas Brasileiras e Chilenas.* **XIV Congresso USP.** São Paulo, Jul., 2014.

SINGER, Z. *Discretionary financial reporting: Items manipulated by IPO firms, and investors' increased awareness*. SSRN.com/abstract=898644, 2007.

SLOAN, R. G. *Financial accounting and corporate governance: a discussion*. **Journal of Accounting and Economics**, v.32, n.1-3, p.335-347, December, 2001.

SUBRAMANYAM, K. R. *The pricing of discretionary accruals*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 249-281, 1996.

SUIJS, J. *Voluntary disclosure of information when firms are uncertain of investor response*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 43, p. 391-410, 2007.

TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG T. J. *Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings*. **The Journal of Finance**, v. LIII, n. 6, December, 1998.

TEOH, S. H.; WONG, T. J.; RAO, G. R. *Are accruals during Initial Public Offerings Opportunistic?* **Review of Accounting Studies**, v. 3, p.175–208, 1998.

TUKAMOTO, Y. S. *Contribuição ao estudo do "gerenciamento" de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

UCHIMURA, E. I. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná. Curitiba, 2011.

VERRECCHIA, R. *Disclosure and the cost of capital: A discussion*. **Journal of Accounting and Economics**, v.26, p.271-283, 1999.

WATTS, R. L; ZIMMERMAN, J. L. *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*. **The Accounting Review**, v. LIII, n.1, p.112-134, jan. 1978.

_____. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall, 1986.

_____. *Positive accounting theory: a ten year perspective*. **The accounting review**, v. 65, n. 1, p. 131-156, january, 1990.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2002.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução a econometria*: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2008.

YE, J. *Accounting Accruals and Tests of Earnings Management*. **Working Paper**, Baruch College. 2006.

ZANG, A. *Evidence on the Tradeoff Between Real Manipulation and Accrual Manipulation*. **The Accounting Review**, n.2, p. 675-703, 2012.

ZENDERSKI, H. C. *Gerenciamento de resultados em instituições financeiras no Brasil – 2000 a 2004*. UNB – Dissertação de Mestrado. Brasília, 2005.

ZIELINSKI, K. *Long run stock performance of initial public offerings: an international insight.* **Trends of the World Economy** - Key Problems of Selected Economies, Regions and Industries, 5ª Edition, 2013.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 – Empresas que compõe o Grupo de Controle.

Empresas do Grupo de Controle listadas na BM&FBovespa.

Abril Educa	Celpa	Escelsa	Lopes Brasil	Sansuy
Aco Altona	Celpe	Estrela	M G Poliest	Santanense
AES Elpa	Celul Irani	Eternit	Magaz Luiza	Santos Brp
AES Sul	Cemar	Eucatex	Magnesita	Saraiva Livr
Afluente	Cemat	Evora	Mangels Indl	Sauipe
Afluente T	Cemig	Excelsior	Marcopolo	Schlosser
AGconcessoes	Chiarelli	Ferbasa	Melhor SP	Schulz
Aliperti	Cia Hering	Fibam	Mendes Jr	Sid Nacional
All Norte	Clarion	Fibria	Met Duque	Sondotecnica
Alpargatas	Cobrasma	Forja Taurus	Metal Iguacu	Souza Cruz
Alupar	Coelba	Fras-Le	Metal Leve	Springer
Ambev S/A	Coelce	Ger Paranap	Metisa	SPturis
Ampla Energ	Comgas	GPC Part	Millennium	Sultepa
Arcelor BR	Conc Rio Ter	Grazziotin	Minasmaquinas	Suzano Hold
Arezzo Co	Const A Lind	Guararapes	Minupar	Taesa
Azevedo	Const Beter	Haga S/A	Mrs Logist	Tecel S Jose
B2W Digital	Contax	Hercules	Mundial	Tecnosolo
Bardella	Copel	Hoteis Othon	Nadir Figuei	Tectoy
Baumer	Cosern	Ideiasnet	Neoenergia	Teka
BHG	Coteminas	IGB S/A	Net	Tekno
Bic Monark	CPFL Geracao	Imc Holdings	Oderich	Telef Brasil
Biosev	CPFL Piratininga	Ind Cataguas	Oi	Telemar
Bombril	CPFL Renovav	Inds Romi	P.Acucar-Cbd	Tereos
BR Brokers	DHB	Inepar	Panatlantica	Tex Renaux
BR Pharma	Dimed	Invepar	Paranapanema	Tim Part S/A
BRF AS	Doc Imbituba	Itautec	Paul F Luz	Tran Paulist
Buettner	Dohler	Jereissati	Pet Manguinh	Tupy
Cacique	Dtcom Direct	Joao Fortes	Pettenati	Unicasa
Caf Brasilia	Dufry Ag	Josapar	Plascar Part	Unipar
Cambuci	Elekeiroz	Karsten	Portobello	Viavarejo
Casan	Elektro	Kepler Weber	Pq Hopi Hari	Vulcabras
Ceb	Eletrobras	Klabin S/A	Proman	Wembley
Cedro	Eletropar	La Fonte Tel	Prumo	Wetzel S/A
Ceee-D	Emae	Le Lis Blanc	Qualicorp	Whirlpool
Ceee-Gt	Embratel Part	LF Tel	Recrusul	Wlm Ind Com
Ceg	Encorpar	Lix da Cunha	Rede Energia	
Celesc	Energisa	Locamerica	Rio Gde Ener	
Celgpar	Enersul	Lojas Americ	Riosulense	

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

APÊNDICE 2 – Resultados das regressões em corte transversal realizadas para os modelos de Jones Modificado e de *Performance-Matching*.

APÊNDICE 2.1 – Coeficientes médios das regressões em corte transversal realizadas para o modelo de Jones Modificado.

Coeficientes médios das regressões em corte transversal realizadas para o Grupo de Controle (Empresas listadas na BM&FBovespa) com base no Modelo de Jones Modificado.

	Variáveis		
Modelo de Jones Modificado	*Constante*	*Var. Rec. - Var. CR/ATit-1*	*Permanente/ATit-1*
	0.0385469059	-0.0422259765	-0.0757280078

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

APÊNDICE 2.2 – Coeficientes médios das regressões em corte transversal realizadas para o modelo de *Performance-Matching*.

Coeficientes médios das regressões em corte transversal realizadas para o Grupo de Controle (Empresas listadas na BM&FBovespa) com base no Modelo de *Performance-Matching.*

Modelo de Performance-Matching	
Variáveis	***Coeficientes***
Constante	0.0120769294
1/ATit-1	1012.5426057
Var. Rec. - Var. CR/ATit-1	-0.0370191765
Permanente/ATit-1	-0.0402543373
ROAit-1	0.0112357804

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

APÊNDICE 2.3 – Resultados médios dos testes relacionados a problemas econométricos nas regressões em corte transversal realizadas para o Modelo de Jones Modificado.

Resultados médios dos testes relacionados a problemas econométricos realizados para as regressões em corte transversal do Modelo de Jones Modificado.

Testes Econométricos	Estatística	Valor médio
Breusch-Pagan	Prob > Chi2	0.4145
VIF	VIF Médio	3.09
RESET	Prob > F	0.1028
Breusch-Godfrey	Prob > Chi2	0.1545

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

APÊNDICE 2.4 – Resultados médios dos testes relacionados a problemas econométricos nas regressões em corte transversal realizadas para o Modelo de *Performance-Matching.*

Resultados médios dos testes relacionados a problemas econométricos realizados para as regressões em corte transversal do Modelo de *Performance-Matching.*

Testes Econométricos	Estatística	Valor médio
Breusch-Pagan	Prob > Chi2	0.5023
VIF	VIF Médio	2.97
RESET	Prob > F	0.1212
Breusch-Godfrey	Prob > Chi2	0.1932

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

APÊNDICE 3 – Resultados dos procedimentos operacionais para análise dos modelos de dados em painel.

APÊNDICE 3.1 – Análise dos condicionantes para a prática do Gerenciamento de Resultados Contábeis – *Accruals* discricionários calculados com base no Modelo de Jones Modificado.

Passo 1 **– Estimação do Modelo *Pooled*.**

```
. regress ADJonesModif FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capitalde
> Giro Tamanho PIB
```

Source	SS	df	MS		
Model	19.4682744	15	1.29788496	Number of obs	= 1423
Residual	55.4109524	1407	.03938234	F(15, 1407)	= 32.96
				Prob > F	= 0.0000
Total	74.8792268	1422	.052657684	R-squared	= 0.2600
				Adj R-squared	= 0.2521
				Root MSE	= .19845

ADJonesModif	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.069196	.0119196	5.81	0.000	.0458138	.0925782
IFRS	.0029093	.0136159	0.21	0.831	-.0238004	.029619
Quente	.072581	.01226	5.92	0.000	.0485312	.0966308
GC	-.0051254	.0143783	-0.36	0.722	-.0333306	.0230797
ISE	-.0720245	.0189254	-3.81	0.000	-.1091495	-.0348996
SEO	.0324001	.0153291	2.11	0.035	.0023296	.0624705
PEVC	-.0314394	.0110301	-2.85	0.004	-.0530767	-.0098022
Auditor	-.0235286	.0144168	-1.63	0.103	-.0518093	.0047522
Crescimento	.0368917	.0059357	6.22	0.000	.0252479	.0485355
Desempenho	.007595	.0013476	5.64	0.000	.0049514	.0102386
Tangibilid~e	-2.19e-06	1.62e-06	-1.35	0.178	-5.37e-06	9.93e-07
Alavancagem	-.0449589	.027089	-1.66	0.097	-.0980981	.0081802
CapitaldeG~o	2.43e-10	3.49e-11	6.96	0.000	1.75e-10	3.12e-10
Tamanho	.1216847	.0105651	11.52	0.000	.1009597	.1424098
PIB	-8.76e-07	1.59e-07	-5.50	0.000	-1.19e-06	-5.64e-07
_cons	-.6877646	.0671295	-10.25	0.000	-.8194492	-.55608

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Testes e validações:

Teste VIF:

```
. vif

    Variable |       VIF       1/VIF
-------------+----------------------
         PIB |      1.39    0.719888
 Crescimento |      1.36    0.733636
     Tamanho |      1.29    0.772284
     FaseIPO |      1.28    0.780091
      Quente |      1.24    0.803540
        IFRS |      1.21    0.827644
         SEO |      1.20    0.834460
         ISE |      1.13    0.882339
 Alavancagem |      1.13    0.886855
CapitaldeG~o |      1.11    0.900144
        PEVC |      1.10    0.910337
     Auditor |      1.10    0.910880
          GC |      1.07    0.933231
Tangibilid~e |      1.06    0.946552
  Desempenho |      1.01    0.986180
-------------+----------------------
    Mean VIF |      1.18
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Teste RESET:

```
. estat ovtest, rhs

Ramsey RESET test using powers of the independent variables
       Ho:  model has no omitted variables
                F(21, 1386) =     16.59
                   Prob > F =      0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Teste *Breusch-Pagan* para heterocedasticidade:

```
. estat hettest, rhs

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: var3 var4 var5 var6 var7 var8 var9 var10 var11 var12 var13 var14 var15 var16 v

         chi2(15)     =  2648.03
         Prob > chi2  =   0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo *pooled* com variâncias e erros padrão robustos em relação a heterocedasticidade

```
. regress ADJonesModif FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capitalde
> Giro Tamanho PIB, vce(robust)
Linear regression                               Number of obs =    1423
                                                F( 14,  1407) =       .
                                                Prob > F      =       .
                                                R-squared     =  0.2600
                                                Root MSE      =  .19845
```

ADJonesModif	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.069196	.0103667	6.67	0.000	.0488601	.0895319
IFRS	.0029093	.0084453	0.34	0.731	-.0136575	.0194761
Quente	.072581	.013445	5.40	0.000	.0462066	.0989554
GC	-.0051254	.0150586	-0.34	0.734	-.0346651	.0244142
ISE	-.0720245	.0141257	-5.10	0.000	-.0997341	-.0443149
SEO	.0324001	.0211221	1.53	0.125	-.009034	.0738342
PEVC	-.0314394	.0123823	-2.54	0.011	-.0557291	-.0071497
Auditor	-.0235286	.0141448	-1.66	0.096	-.0512757	.0042186
Crescimento	.0368917	.0110964	3.32	0.001	.0151245	.058659
Desempenho	.007595	.0015937	4.77	0.000	.0044687	.0107213
Tangibilid~e	-2.19e-06	5.90e-07	-3.70	0.000	-3.34e-06	-1.03e-06
Alavancagem	-.0449589	.0288779	-1.56	0.120	-.1016072	.0116894
CapitaldeG~o	2.43e-10	9.17e-11	2.65	0.008	6.33e-11	4.23e-10
Tamanho	.1216847	.0181307	6.71	0.000	.0861187	.1572508
PIB	-8.76e-07	1.80e-07	-4.87	0.000	-1.23e-06	-5.23e-07
_cons	-.6877646	.1069982	-6.43	0.000	-.8976577	-.4778714

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passos 2 e 3 **- Estimação do modelo com efeitos fixos e aplicação do teste de *Chow* para avaliar a utilização do modelo com efeitos fixos *versus pooled* (Teste F).**

```
. xtreg ADJonesModif FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem CapitaldeGi
> ro Tamanho PIB, fe
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1423
Group variable: Empresa                         Number of groups   =        92

R-sq:  within  = 0.4580                         Obs per group: min =         7
       between = 0.0342                                        avg =      15.5
       overall = 0.1358                                        max =        19

                                                F(11,1320)         =    101.42
corr(u_i, Xb)  = -0.8444                        Prob > F           =    0.0000
```

ADJonesModif	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.1030005	.011549	8.92	0.000	.0803441	.1256568
IFRS	-.0217572	.0159277	-1.37	0.172	-.0530035	.0094891
Quente	.0668092	.0112019	5.96	0.000	.0448337	.0887846
GC	(omitted)					
ISE	(omitted)					
SEO	.5190253	.0398326	13.03	0.000	.4408832	.5971675
PEVC	(omitted)					
Auditor	(omitted)					
Crescimento	.0324761	.0052849	6.15	0.000	.0221083	.0428439
Desempenho	.0062897	.0011737	5.36	0.000	.0039872	.0085922
Tangibilid~e	-5.40e-07	1.93e-06	-0.28	0.779	-4.32e-06	3.24e-06
Alavancagem	.0604795	.0369951	1.63	0.102	-.012096	.1330551
CapitaldeG~o	2.28e-10	3.11e-11	7.33	0.000	1.67e-10	2.89e-10
Tamanho	.2694245	.0157414	17.12	0.000	.2385435	.3003054
PIB	-8.44e-07	1.39e-07	-6.06	0.000	-1.12e-06	-5.71e-07
_cons	-1.782153	.0985171	-18.09	0.000	-1.97542	-1.588885
sigma_u	.2462846					
sigma_e	.17128484					
rho	.67399716	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(91, 1320) =     6.25                 Prob > F = 0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 **– Estimação do modelo com efeitos aleatórios.**

```
. xtreg ADJonesModif FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem CapitaldeGi
> ro Tamanho PIB, re

Random-effects GLS regression                   Number of obs      =      1423
Group variable: Empresa                         Number of groups   =        92

R-sq:  within  = 0.3394                         Obs per group: min =         7
       between = 0.1051                                        avg =      15.5
       overall = 0.2597                                        max =        19

Random effects u_i ~ Gaussian                   Wald chi2(14)      =         .
corr(u_i, X)       = 0 (assumed)                Prob > chi2        =         .
```

ADJonesModif	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.0703837	.011921	5.90	0.000	.047019	.0937484
IFRS	.0013194	.0138495	0.10	0.924	-.0258251	.028464
Quente	.0727571	.0122219	5.95	0.000	.0488026	.0967116
GC	-.0048173	.0151126	-0.32	0.750	-.0344374	.0248027
ISE	-.0744644	.0199601	-3.73	0.000	-.1135855	-.0353434
SEO	.0374277	.0160056	2.34	0.019	.0060573	.068798
PEVC	-.0313542	.0116069	-2.70	0.007	-.0541033	-.0086052
Auditor	-.0234836	.0151725	-1.55	0.122	-.0532211	.0062539
Crescimento	.0368739	.0059147	6.23	0.000	.0252814	.0484664
Desempenho	.0075374	.0013399	5.63	0.000	.0049113	.0101635
Tangibilid~e	-2.19e-06	1.65e-06	-1.32	0.185	-5.42e-06	1.05e-06
Alavancagem	-.0452672	.0277788	-1.63	0.103	-.0997125	.0091782
CapitaldeG~o	2.45e-10	3.48e-11	7.03	0.000	1.76e-10	3.13e-10
Tamanho	.1290209	.0108886	11.85	0.000	.1076797	.1503621
PIB	-8.81e-07	1.58e-07	-5.57	0.000	-1.19e-06	-5.71e-07
_cons	-.7336932	.0694386	-10.57	0.000	-.8697904	-.5975959
sigma_u	.01506984					
sigma_e	.17128484					
rho	.00768123	(fraction of variance due to u_i)				

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 **- Aplicação do teste de *Breusch-Pagan* para avaliar a utilização do modelo com efeitos aleatórios *versus* modelo *pooled* (Teste LM).**

```
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        ADJonesModif[Empresa,t] = Xb + u[Empresa] + e[Empresa,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                 ---------+-----------------------------
                 ADJones~f |   .0526577       .2294726
                         e |   .0293385       .1712848
                         u |   .0002271       .0150698

        Test:   Var(u) = 0
                                 chi2(1) =    33.00
                              Prob > chi2 =     0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 6 **- Aplicação do teste de *Hausman* para avaliar a utilização do modelo com efeitos fixos *versus* modelo com efeitos aleatórios.**

```
. hausman EFEITOSFIXOS EFEITOSALEATORIOS
```

	——— Coefficients ———			
	(b) EFEITOSFIXOS	(B) EFEITOSALE~S	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
FaseIPO	.1030005	.0703837	.0326168	.
IFRS	-.0217572	.0013194	-.0230766	.0078665
Quente	.0668092	.0727571	-.0059479	.
SEO	.5190253	.0374277	.4815977	.0364754
Crescimento	.0324761	.0368739	-.0043977	.
Desempenho	.0062897	.0075374	-.0012477	.
Tangibilid~e	-5.40e-07	-2.19e-06	1.65e-06	9.96e-07
Alavancagem	.0604795	-.0452672	.1057467	.0244331
CapitaldeG~o	2.28e-10	2.45e-10	-1.68e-11	.
Tamanho	.2694245	.1290209	.1404036	.011368
PIB	-8.44e-07	-8.81e-07	3.69e-08	.

```
                b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

                  chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                          =      515.47
                Prob>chi2 =      0.0000
                (V_b-V_B is not positive definite)
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 7 **– Aplicação do teste de *Wooldrigde* para detectar a presença de autocorrelação serial.**

```
. quietly xtreg ADJonesModif FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Cap
> italdeGiro Tamanho PIB, fe

. xtserial ADJonesModif FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capitald
> eGiro Tamanho PIB, output


Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      91) =     28.192
           Prob > F =      0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 8 **– Aplicação do teste de *Wald* modificado para heterocedasticidade em grupo.**

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (92)  =    7578.11
Prob>chi2 =      0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 9 **– Estimação do modelo de dados em painel usando Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS).**

```
. xi: xtgls ADJonesModif FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capital
> deGiro Tamanho PIB i.Empresa, igls panels(heteroskedastic) corr(ar1) force

i.Empresa         _IEmpresa_1-92      (naturally coded; _IEmpresa_1 omitted)

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients:  generalized least squares
Panels:        heteroskedastic
Correlation:   common AR(1) coefficient for all panels  (0.1467)

Estimated covariances      =        92          Number of obs      =      1423
Estimated autocorrelations =         1          Number of groups   =        92
Estimated coefficients     =       102          Obs per group: min =         7
                                                               avg =  15.46739
                                                               max =        19
                                                Wald chi2(101)     =   3452.36
                                                Prob > chi2        =    0.0000
```

ADJonesModif	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.0606792	.0069395	8.74	0.000	.047078	.0742804
IFRS	-.0226155	.0092798	-2.44	0.015	-.0408036	-.0044274
Quente	.0432652	.006602	6.55	0.000	.0303255	.0562049
GC	.0850685	.049213	1.73	0.084	-.0113871	.1815241
ISE	-.0909511	.0544131	-1.67	0.095	-.1975987	.0156966
SEO	1.100788	.0289396	38.04	0.000	1.044067	1.157508
PEVC	.0445863	.0991965	0.45	0.653	-.1498352	.2390078
Auditor	-.043911	.0927509	-0.47	0.636	-.2256995	.1378775
Crescimento	.0203137	.0036996	5.49	0.000	.0130626	.0275647
Desempenho	.00506	.0007185	7.04	0.000	.0036518	.0064683
Tangibilid~e	-1.10e-06	1.43e-06	-0.77	0.439	-3.90e-06	1.69e-06
Alavancagem	.0302785	.0220884	1.37	0.170	-.0130139	.073571
CapitaldeG~o	1.30e-10	2.26e-11	5.73	0.000	8.54e-11	1.74e-10
Tamanho	.1775553	.0108358	16.39	0.000	.1563175	.1987931
PIB	-6.40e-07	7.27e-08	-8.80	0.000	-7.83e-07	-4.98e-07
_cons	-1.095727	.0889676	-12.32	0.000	-1.270101	-.9213542

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

APÊNDICE 3.2 – Análise dos condicionantes para a prática do Gerenciamento de Resultados Contábeis – *Accruals* discricionários calculados com base no Modelo de *Performance-Matching*.

Passo 1 **– Estimação do Modelo *Pooled*.**

```
. regress ADPerfMatching FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capital
> deGiro Tamanho PIB
```

Source	SS	df	MS		
Model	18.4917699	15	1.23278466	Number of obs	= 1423
Residual	68.3791278	1407	.048599238	F(15, 1407)	= 25.37
				Prob > F	= 0.0000
				R-squared	= 0.2129
				Adj R-squared	= 0.2045
Total	86.8708978	1422	.061090645	Root MSE	= .22045

ADPerfMatc~g	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.0623061	.0132412	4.71	0.000	.0363314	.0882807
IFRS	.0161067	.0151255	1.06	0.287	-.0135643	.0457777
Quente	.0450629	.0136193	3.31	0.001	.0183467	.0717791
GC	.0208271	.0159724	1.30	0.192	-.0105052	.0521594
ISE	-.0925495	.0210237	-4.40	0.000	-.1337906	-.0513084
SEO	.0276347	.0170287	1.62	0.105	-.0057697	.0610391
PEVC	-.0445554	.012253	-3.64	0.000	-.0685916	-.0205192
Auditor	-.0165521	.0160152	-1.03	0.302	-.0479685	.0148642
Crescimento	.0494705	.0065938	7.50	0.000	.0365357	.0624052
Desempenho	.0080403	.001497	5.37	0.000	.0051036	.010977
Tangibilid~e	-9.50e-07	1.80e-06	-0.53	0.598	-4.48e-06	2.58e-06
Alavancagem	-.0136911	.0300924	-0.45	0.649	-.0727219	.0453397
CapitaldeG~o	3.08e-10	3.88e-11	7.93	0.000	2.32e-10	3.84e-10
Tamanho	.0837491	.0117365	7.14	0.000	.0607262	.106772
PIB	-1.15e-06	1.77e-07	-6.48	0.000	-1.49e-06	-7.98e-07
_cons	-.4872663	.0745722	-6.53	0.000	-.6335511	-.3409816

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Testes e validações:

Teste VIF:

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
PIB	1.39	0.719888
Crescimento	1.36	0.733636
Tamanho	1.29	0.772284
FaseIPO	1.28	0.780091
Quente	1.24	0.803540
IFRS	1.21	0.827644
SEO	1.20	0.834460
ISE	1.13	0.882339
Alavancagem	1.13	0.886855
CapitaldeG~o	1.11	0.900144
PEVC	1.10	0.910337
Auditor	1.10	0.910880
GC	1.07	0.933231
Tangibilid~e	1.06	0.946552
Desempenho	1.01	0.986180
Mean VIF	1.18	

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Teste RESET:

```
. estat ovtest, rhs

Ramsey RESET test using powers of the independent variables
       Ho:  model has no omitted variables
               F(21, 1386) =     13.31
                  Prob > F =      0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Teste *Breusch-Pagan* para heterocedasticidade:

```
. estat hettest, rhs

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibili
                    CapitaldeGiro Tamanho PIB

         chi2(15)     =  1171.59
         Prob > chi2  =   0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo *pooled* com variâncias e erros padrão robustos em relação a heterocedasticidade

```
. regress ADPerfMatching FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capital
> deGiro Tamanho PIB, vce(robust)

Linear regression                               Number of obs =    1423
                                                F( 14,  1407) =       .
                                                Prob > F      =       .
                                                R-squared     =  0.2129
                                                Root MSE      =  .22045

------------------------------------------------------------------------------
             |               Robust
ADPerfMatc~g |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
     FaseIPO |   .0623061   .0153117     4.07   0.000     .0322698    .0923423
        IFRS |   .0161067    .009567     1.68   0.092    -.0026605    .0348739
      Quente |   .0450629   .0165201     2.73   0.006     .0126562    .0774697
          GC |   .0208271   .0163527     1.27   0.203    -.0112512    .0529053
         ISE |  -.0925495   .0300061    -3.08   0.002    -.1514111    -.033688
         SEO |   .0276347   .0216289     1.28   0.202    -.0147935     .070063
        PEVC |  -.0445554   .0125616    -3.55   0.000    -.0691969   -.0199139
     Auditor |  -.0165521    .013403    -1.23   0.217    -.0428441    .0097398
 Crescimento |   .0494705   .0165675     2.99   0.003     .0169708    .0819701
  Desempenho |   .0080403   .0021348     3.77   0.000     .0038525    .0122281
Tangibilid~e |  -9.50e-07   6.81e-07    -1.39   0.163    -2.29e-06    3.86e-07
 Alavancagem |  -.0136911   .0298408    -0.46   0.646    -.0722284    .0448461
CapitaldeG~o |   3.08e-10   7.25e-11     4.24   0.000     1.65e-10    4.50e-10
     Tamanho |   .0837491   .0241019     3.47   0.001     .0364695    .1310287
         PIB |  -1.15e-06   2.44e-07    -4.69   0.000    -1.62e-06   -6.66e-07
       _cons |  -.4872663     .14277    -3.41   0.001    -.7673313   -.2072013
------------------------------------------------------------------------------
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passos 2 e 3 **- Estimação do modelo com efeitos fixos e aplicação do teste de *Chow* para avaliar a utilização do modelo com efeitos fixos *versus pooled* (Teste F).**

```
. xtreg ADPerfMatching FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capitalde
> Giro Tamanho PIB, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1423
Group variable: Empresa                         Number of groups   =        92

R-sq:  within  = 0.3400                         Obs per group: min =         7
       between = 0.0010                                        avg =      15.5
       overall = 0.0954                                        max =        19

                                                F(11,1320)         =     61.81
corr(u_i, Xb)  = -0.8134                        Prob > F           =    0.0000
```

ADPerfMatc~g	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.0858435	.0136832	6.27	0.000	.0590004	.1126867
IFRS	-.0103969	.0188711	-0.55	0.582	-.0474175	.0266236
Quente	.0409793	.013272	3.09	0.002	.0149428	.0670157
GC	(omitted)					
ISE	(omitted)					
SEO	.4614725	.0471935	9.78	0.000	.36889	.5540551
PEVC	(omitted)					
Auditor	(omitted)					
Crescimento	.0445839	.0062616	7.12	0.000	.0323001	.0568676
Desempenho	.0069925	.0013906	5.03	0.000	.0042645	.0097205
Tangibilid~e	-2.33e-07	2.29e-06	-0.10	0.919	-4.72e-06	4.25e-06
Alavancagem	.0204307	.0438317	0.47	0.641	-.0655567	.106418
CapitaldeG~o	3.09e-10	3.68e-11	8.39	0.000	2.37e-10	3.81e-10
Tamanho	.2032139	.0186504	10.90	0.000	.1666263	.2398015
PIB	-1.12e-06	1.65e-07	-6.77	0.000	-1.44e-06	-7.93e-07
_cons	-1.340248	.1167228	-11.48	0.000	-1.56923	-1.111265
sigma_u	.21904488					
sigma_e	.20293778					
rho	.53811452	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:     F(91, 1320) =     3.74            Prob > F = 0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 **– Estimação do modelo com efeitos aleatórios.**

```
Random-effects GLS regression                   Number of obs      =      1423
Group variable: Empresa                         Number of groups   =        92

R-sq:  within  = 0.2549                         Obs per group: min =         7
       between = 0.0973                                        avg =      15.5
       overall = 0.2129                                        max =        19

Random effects u_i ~ Gaussian                   Wald chi2(14)      =         .
corr(u_i, X)       = 0 (assumed)                Prob > chi2        =         .
```

ADPerfMatc~g	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.0623061	.0132412	4.71	0.000	.0363538	.0882583
IFRS	.0161067	.0151255	1.06	0.287	-.0135388	.0457522
Quente	.0450629	.0136193	3.31	0.001	.0183697	.0717562
GC	.0208271	.0159724	1.30	0.192	-.0104783	.0521324
ISE	-.0925495	.0210237	-4.40	0.000	-.1337552	-.0513439
SEO	.0276347	.0170287	1.62	0.105	-.0057409	.0610104
PEVC	-.0445554	.012253	-3.64	0.000	-.0685709	-.0205399
Auditor	-.0165521	.0160152	-1.03	0.301	-.0479414	.0148371
Crescimento	.0494705	.0065938	7.50	0.000	.0365468	.0623941
Desempenho	.0080403	.001497	5.37	0.000	.0051061	.0109744
Tangibilid~e	-9.50e-07	1.80e-06	-0.53	0.598	-4.48e-06	2.58e-06
Alavancagem	-.0136911	.0300924	-0.45	0.649	-.0726711	.0452889
CapitaldeG~o	3.08e-10	3.88e-11	7.93	0.000	2.32e-10	3.84e-10
Tamanho	.0837491	.0117365	7.14	0.000	.060746	.1067522
PIB	-1.15e-06	1.77e-07	-6.48	0.000	-1.49e-06	-7.99e-07
_cons	-.4872663	.0745722	-6.53	0.000	-.6334252	-.3411074
sigma_u	0					
sigma_e	.20293778					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 **- Aplicação do teste de *Breusch-Pagan* para avaliar a utilização do modelo com efeitos aleatórios *versus* modelo *pooled* (Teste LM).**

```
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        ADPerfMatching[Empresa,t] = Xb + u[Empresa] + e[Empresa,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                 ---------+-----------------------------
                 ADPerfM~g |   .0610906       .2471652
                         e |   .0411837       .2029378
                         u |         0             0

        Test:   Var(u) = 0
                                 chi2(1) =    11.19
                              Prob > chi2 =   0.0008
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 6 **- Aplicação do teste de *Hausman* para avaliar a utilização do modelo com efeitos fixos *versus* modelo com efeitos aleatórios.**

```
. hausman EFEITOSFIXOS EFEITOSALEATORIOS
```

	Coefficients (b) EFEITOSFIXOS	(B) EFEITOSALE~S	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
FaseIPO	.0858435	.0623061	.0235375	.0034497
IFRS	-.0103969	.0161067	-.0265036	.0112843
Quente	.0409793	.0450629	-.0040836	.
SEO	.4614725	.0276347	.4338378	.0440142
Crescimento	.0445839	.0494705	-.0048866	.
Desempenho	.0069925	.0080403	-.0010478	.
Tangibilid~e	-2.33e-07	-9.50e-07	7.17e-07	1.41e-06
Alavancagem	.0204307	-.0136911	.0341218	.0318695
CapitaldeG~o	3.09e-10	3.08e-10	1.41e-12	.
Tamanho	.2032139	.0837491	.1194648	.0144945
PIB	-1.12e-06	-1.15e-06	2.87e-08	.

```
                b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

                  chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                          =      260.20
                Prob>chi2 =      0.0000
                (V_b-V_B is not positive definite)
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 7 **– Aplicação do teste de *Wooldrigde* para detectar a presença de autocorrelação serial.**

```
. quietly xtreg ADPerfMatching FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem C
> apitaldeGiro Tamanho PIB, fe

. xtserial ADPerfMatching FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capita
> ldeGiro Tamanho PIB, output


Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      91) =      0.360
           Prob > F =      0.5498
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 8 **– Aplicação do teste de *Wald* modificado para heterocedasticidade em grupo.**

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (92)  =   25288.79
Prob>chi2 =      0.0000
```

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 9 **– Estimação do modelo de dados em painel usando Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS).**

```
. xi: xtgls ADPerfMatching FaseIPO IFRS Quente GC ISE SEO PEVC Auditor Crescimento Desempenho Tangibilidade Alavancagem Capit
> aldeGiro Tamanho PIB i.Empresa, igls panels(heteroskedastic) force

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients:  generalized least squares
Panels:        heteroskedastic
Correlation:   no autocorrelation

Estimated covariances      =        92          Number of obs      =      1423
Estimated autocorrelations =         0          Number of groups   =        92
Estimated coefficients     =       102          Obs per group: min =         7
                                                               avg =  15.46739
                                                               max =        19
                                                Wald chi2(101)     =   2626.36
Log likelihood             =  852.1861          Prob > chi2        =    0.0000
```

ADPerfMatc~g	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
FaseIPO	.0419845	.00638	6.58	0.000	.0294799	.054489
IFRS	-.0118352	.0073071	-1.62	0.105	-.0261569	.0024865
Quente	.0177692	.0064797	2.74	0.006	.0050692	.0304692
GC	.0940973	.0551037	1.71	0.088	-.0139039	.2020986
ISE	-.2889461	.1681322	-1.72	0.086	-.6184793	.040587
SEO	.9688596	.0291824	33.20	0.000	.9116632	1.026056
PEVC	-.0589427	.1470824	-0.40	0.689	-.3472189	.2293334
Auditor	.0562942	.1391329	0.40	0.686	-.2164014	.3289897
Crescimento	.0168755	.003528	4.78	0.000	.0099608	.0237902
Desempenho	.0073844	.0006649	11.11	0.000	.0060812	.0086876
Tangibilid~e	-8.71e-07	1.16e-06	-0.75	0.451	-3.14e-06	1.40e-06
Alavancagem	.0444644	.0190484	2.33	0.020	.0071301	.0817986
CapitaldeG~o	4.20e-10	1.70e-11	24.70	0.000	3.86e-10	4.53e-10
Tamanho	.0988507	.0119321	8.28	0.000	.0754641	.1222373
PIB	-5.48e-07	6.80e-08	-8.05	0.000	-6.81e-07	-4.14e-07
_cons	-.6272261	.0945805	-6.63	0.000	-.8126004	-.4418518

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).