

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

OSCAR NETO DE ALMEIDA BISPO

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

**BELO HORIZONTE
2010**

<p>Oscar Neto de Almeida Bispo</p>	<p>Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras.</p>		<p>UFMG- FACE CEP/CON 2010</p>
--	---	--	--

OSCAR NETO DE ALMEIDA BISPO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E O
DESEMPENHO DAS OFERTAS PÚBLICAS SUBSEQUENTES 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
2010**



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Faculdade de Ciências Econômicas – Departamento de Ciências Contábeis
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Ata da Sessão Pública de defesa de dissertação de **Oscar Neto de Almeida Bispo**, no. de registro 2008665202, aluno do Curso de Mestrado em Ciências Contábeis, da Faculdade de Ciências Econômicas, da Universidade Federal de Minas Gerais. Aos dezessete dias do mês de junho do ano de dois mil e dez, às treze horas, na Faculdade de Ciências Econômicas, da Universidade Federal de Minas Gerais, o presidente da Banca Examinadora, Prof. Wagner Moura Lamounier, abriu a sessão pública da **Defesa de no. 002/2010** da dissertação de Oscar Neto de Almeida Bispo, intitulada "*Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras*". A Banca Examinadora, indicada pelo Colegiado do Curso em maio de 2010, foi constituída pelos professores Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, da Universidade de São Paulo, Aureliano Angel Bressan e Wagner Moura Lamounier (orientador), ambos da Universidade Federal de Minas Gerais. A defesa constou da apresentação de seminário versando sobre o assunto da dissertação, seguida de arguição do candidato pelos membros da Banca. Posteriormente, a Banca Examinadora reuniu-se em sala fechada para o julgamento final, tendo sido considerada APROVADA a dissertação de Oscar Neto de Almeida Bispo. O resultado foi comunicado ao público presente pelo Prof. Wagner Moura Lamounier que, em seguida, declarou encerrada a sessão. Nada mais havendo a tratar, lavrou-se a presente Ata, que será assinada pelos membros da Banca Examinadora. Belo Horizonte, 17 de junho de 2010.

Prof. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima _____
USP

Prof. Aureliano Angel Bressan _____
FACE/UFMG

Prof. Wagner Moura Lamounier _____
FACE/UFMG



*Dedico aos meus pais, Osmário e
Léia, meus irmãos, Naiara e
Júnior e minha esposa Denise.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Osmário e Léia, meus irmãos, Naiara e Júnior, e minha esposa Denise, os quais me mostraram que, com perseverança, honestidade e humildade pode-se realizar sonhos e romper paradigmas. Obrigado pelo carinho, amor, dedicação e confiança concedidos a mim.

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

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

Ao Prof. Douglas pela amizade, humildade e sabedoria empregada em seus conselhos.

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.

Aos amigos: Rafael, Marcello, Carol, Paulo, Arthur, Tabi, Alexandre, Alan, Sibelle, João, Warley e Bernardo. Agradeço imensamente pelo apoio dedicado nos momentos vividos em Belo Horizonte. Obrigado por fazerem o papel da minha família.

Finalmente, agradeço à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais – FAPEMIG – a qual promove atividades de fomento, apoio e incentivo a pesquisas científicas e tecnológicas em Minas Gerais.

RESUMO

Para representar um bom desempenho financeiro da empresa e suprir os usuários das demonstrações financeiras com informações úteis necessárias à sua tomada de decisão, os gestores podem estar propensos a gerenciar os resultados contábeis. Estudos internacionais tiveram como objetivo pesquisar esse tipo de prática em períodos que antecedem uma Oferta Pública Subseqüente de Ações (SEO). Nesses estudos constata-se que nos períodos anteriores à SEO existem fortes evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* discricionários, contribuindo, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nos períodos que antecedem a emissão. Estima-se que este seja um tema de elevada relevância no cenário financeiro nacional. Portanto, essa pesquisa teve por objetivo verificar se as empresas brasileiras que realizaram SEO no período de 1999 até 2008, gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar o lucro ou não apresentar prejuízo, elevando, assim, o lucro por ação nos períodos próximos da nova oferta. Especificamente, objetivou-se examinar o comportamento econômico-financeiro das empresas, os níveis de *accruals* discricionários antes e depois da SEO; além de examinar se as empresas utilizaram o diferimento do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido para gerenciar seus resultados contábeis com a finalidade de não reportar perdas antes da SEO. Como metodologia de pesquisa, foram utilizados indicadores econômico-financeiros e os modelos econométricos Jones (1991) e Jones Modificado (1995) para a estimação dos *accruals* discricionários. Além disso, foi utilizado um modelo *logit*, tendo como variáveis explicativas os *accruals* discricionários, o fluxo de caixa operacional e o diferimento do IR e CSLL, para verificar se de fato existiam evidências estatísticas da ocorrência do gerenciamento de resultados para não reportar perdas nos dois anos que antecedem a SEO. Os resultados da pesquisa apontaram que, quanto à avaliação dos indicadores de desempenho econômico-financeiros não existem evidências significativas para poder afirmar que há uma maior tendência das empresas apresentarem melhor desempenho nos anos que antecedem a SEO, comparativamente com o desempenho de períodos posteriores. Na amostra pesquisada não se obteve resultados estatísticos significativos para comprovar que a média dos *accruals* discricionários no ano que antecede a emissão é mais elevada que aquela apresentada nos anos posteriores. Em seguida foi verificado se o nível de *accruals* discricionários é mais elevado nas companhias que realizaram oferta pública de ações na modalidade de distribuição mista, comparativamente com aquelas que realizaram oferta pública de distribuição primária. Os resultados estatísticos não comprovam que no ano₋₁, ano₀ e ano₊₁ os *accruals* discricionários médios são diferentes para os dois tipos de ofertas. No que tange ao gerenciamento de resultados para não reportar resultados negativos, notou-se que o ano₋₂ e ano₋₁ apresentaram maior frequência de pequenos lucros quando comparada à frequência de pequenos prejuízos. Entretanto, apesar dessa tendência, pela análise de regressão *logit* os resultados não confirmaram a hipótese de gerenciamento de resultados antes da SEO com a finalidade de não apresentar prejuízos contábeis. De modo geral não foi possível confirmar estatisticamente se as empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente visando valorizar suas ações em períodos próximos de uma SEO.

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

ABSTRACT

To represent a company good financial performance and to provide to users useful informations for their decision, the managers may intend to manage the accounting results. International studies had aimed at researching this kind of practice in the time preceding to a Seasoned Equity Offering (SEO). In these studies, it is noted that in the prior periods to SEO there is strong evidence of earnings management involving discretionary accruals, thus contributing to the company profits increasing in the periods preceding the stock issuance. It is estimated that this is a topic of high relevance in the Brazilian national financial scene. Therefore, this research aimed to determine whether Brazilian companies that have done SEO from 1999 to 2008 managed their accounting results in order to increase profit or not to obtain losses, thereby raising the earnings per share at the periods near the new stock offer. Specifically we aimed to examine the companies' economic and financial behavior and the discretionary accruals levels before and after the SEO; besides, to examine whether the companies used the income tax deferral and the Social Contribution on Net Profit to manage their accounting results with the purpose of not reporting losses before the SEO. As a research methodology, the economic and financial indicators, Jones econometric models (1991), and Modified Jones (1995) were used for the discretionary accruals estimation. Moreover, we used a logit model, having the discretionary accruals as explanatory variables, the operating cash flow, the deferred income tax, and the Social Contribution on Net Profit, to verify if indeed there were statistical evidences of the earnings management occurrence to avoid reporting losses in two years preceding the SEO. The survey results showed that, for the assessment of economic performance indicators and financial, there are no significant evidences to indicate a larger trend toward companies to show better performance in years preceding the SEO compared with the performance of subsequent periods. In the studied sample, there were no significant statistical results to show that the discretionary accruals average is higher in the year preceding the issuance than that presented in later years. Then we verified whether the discretionary accruals level is higher in companies that conducted Initial Public Offering (IPO) in method of mixed distribution, compared with those that underwent Public Offering for Primary Distribution. The statistical results do not prove that in the year₋₁, year₀, and year₊₁ the average discretionary accruals are different in both offers types. Regarding the earnings management to avoid reporting negative results, it was noted that the year₋₂ and year₋₁ showed a higher small profits frequency when compared to the small losses frequency. However, despite this trend from logit regression analysis, the results did not confirm the earnings management hypothesis prior to the SEO, in order not to produce accounting losses. Overall, it was not possible to confirm statistically whether Brazilian companies manage their accounting results positively in order to valuing their stock in periods close to a SEO.

Keywords: Earnings Management Accounting. Public Stock Offerings. Accruals.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Modalidades de gerenciamento de resultados contábeis	34
Figura 2. Etapas do processo de emissão de novas ações.	53

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Amostra completa	61
Tabela 2. Emissões subsequentes inseridas na amostra da pesquisa	61
Tabela 3. Grau de discricionariedade das empresas	76
Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis: Modelos Jones (1991) e Jones Modificado (1995)	87
Tabela 5. Estatísticas descritivas das variáveis que compõem os <i>accruals</i> totais	87
Tabela 6. Teste <i>t</i> para a diferença de médias (LPA dos anos -2 e -1, e anos 0, +1 e +2)	89
Tabela 7. Teste <i>t</i> para a diferença de médias (LPA dos anos -2, -1 e 0, e anos +1 e +2)	90
Tabela 8. Teste <i>t</i> para a diferença de médias (Margem EBITDA dos anos -2 e -1, e anos 0, +1 e +2)	91
Tabela 9. Teste <i>t</i> para a diferença de médias (Margem EBITDA dos anos -2, -1 e 0, e anos +1 e +2)	91
Tabela 10. Teste <i>t</i> para a diferença de médias (ROA dos anos -2 e -1, e anos 0, +1 e +2)	92
Tabela 11. Teste <i>t</i> para a diferença de médias (ROA dos anos -2, -1 e 0, e anos +1 e +2)	92
Tabela 12. Resultados da regressão para o ano ₋₂	96
Tabela 13. Resultados da regressão para o ano ₋₁	97
Tabela 14. <i>Accruals</i> discricionários do ano ₋₁	98
Tabela 15. Resultados da regressão para o ano ₀	100
Tabela 16. <i>Accruals</i> discricionários do ano ₀	100
Tabela 17. Resultados da regressão para o ano ₊₁	102
Tabela 18. <i>Accruals</i> discricionários do ano ₊₁	103
Tabela 19. Resultados da regressão para o ano ₊₂	105
Tabela 20. <i>Accruals</i> discricionários do ano ₊₂	106
Tabela 21. Teste <i>t</i> para a diferença de médias dos <i>accruals</i> discricionários antes e após a SEO	108
Tabela 22. Resultados da regressão modelo Jones Modificado (1995)	109
Tabela 23. Média dos <i>accruals</i> discricionários das ofertas públicas primárias e mistas	112
Tabela 24. Média da Margem EBITDA das ofertas públicas primárias e mistas	112
Tabela 25. Média do ROA das ofertas públicas primárias e mistas	113
Tabela 26. Média do LPA das ofertas públicas primárias e mistas	113
Tabela 27. Resultados da regressão <i>logit</i> (valores médios dos anos -2 e -1)	117

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Diferentes enfoques dos usuários das informações contábeis.....	28
Quadro 2. Principais danos causados devido ao gerenciamento de resultados	33
Quadro 3. Principais vantagens e desvantagens da utilização de ações como fonte de financiamento	49
Quadro 4. Vantagens e desvantagens da abertura de capital.....	52

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Número de empresas que fizeram IPO no Brasil entre 1999 e 2010.	53
Gráfico 2. Número de SEOs (primária) no Brasil entre 1999 e 2010.	57
Gráfico 3. <i>Accruals</i> discricionários (resíduos da regressão) do ano ₋₁	99
Gráfico 4. <i>Accruals</i> discricionários (resíduos da regressão) no ano ₀	101
Gráfico 5. <i>Accruals</i> discricionários (resíduos da regressão) do ano ₊₁	104
Gráfico 6. <i>Accruals</i> discricionários (resíduos da regressão) do ano ₊₂	106
Gráfico 7. Frequências do lucro líquido do ano ₋₂ e ano ₋₁	115
Gráfico 8. Frequências dos Lucros por Ação (LPA) do ano ₋₂ e ano ₋₁	116
Gráfico 9. Gráfico de <i>DfFits</i> para detectar observações influentes na regressão do ano ₋₂	137
Gráfico 10. Gráfico de <i>DfFits</i> para detectar observações influentes na regressão do ano ₋₁	137
Gráfico 11. Gráfico de <i>DfFits</i> para detectar observações influentes na regressão do ano ₀	137
Gráfico 12. Gráfico de <i>DfFits</i> para detectar observações influentes na regressão do ano ₊₁	137
Gráfico 13. Gráfico de <i>DfFits</i> para detectar observações influentes na regressão do ano ₊₂	137
Gráfico 14. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano ₋₂	138
Gráfico 15. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano ₋₂	138
Gráfico 16. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano ₋₁	138
Gráfico 17. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano ₋₁	138
Gráfico 18. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano ₀	138
Gráfico 19. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano ₀	138
Gráfico 20. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano ₊₁	139
Gráfico 21. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano ₊₁	139
Gráfico 22. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano ₊₂	139
Gráfico 23. Gráfico de <i>DfBeta</i> para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano ₊₂	139

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Deposit Receipts</i>
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization Expenses</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
IR	Imposto de Renda
LPA	Lucro por Ação
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NBC	Normas Brasileiras de Contabilidade
PEPS	Primeiro a Entrar, Primeiro a Sair
ROA	Retorno sobre o Ativo
SEO	<i>Seasoned Equity Offering</i>
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA	16
1.2	OBJETIVOS.....	19
1.2.1	<i>Geral</i>	19
1.2.2	<i>Específicos</i>	19
1.3	HIPÓTESES DE PESQUISA.....	20
1.4	RELEVÂNCIA DA PESQUISA	20
1.5	ESTRUTURA DA PESQUISA	24
2	REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1	IMPORTÂNCIA DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS	25
2.2	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS	29
2.2.1	<i>Definição de gerenciamento de resultados (earnings management)</i>	29
2.2.2	<i>Motivações para a prática de gerenciamento de resultados</i>	31
2.2.3	<i>Modalidades de gerenciamento de resultados</i>	34
2.2.4	<i>Pesquisas recentes realizadas em contexto internacional</i>	35
2.2.5	<i>Pesquisas recentes realizadas no Brasil</i>	37
2.3	RELEVÂNCIA DOS ACCRUALS NO PROCESSO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS.....	41
2.4	ESTRUTURA DE CAPITAL – FINANCIAMENTO POR MEIO DE AÇÕES	47
2.4.1	<i>Oferta Pública Inicial de Ações (Initial Public Offering – IPO)</i>	49
2.4.2	<i>Oferta Pública Subsequente de Ações (Seasoned Equity Offering – SEO)</i>	53
3	METODOLOGIA	59
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	59
3.2	PROCEDIMENTOS DE COLETA DOS DADOS	60
3.2.1	<i>Seleção e tratamento da amostra</i>	60
3.3	MÉTODOS PARA COMPARAÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO ANTES E DEPOIS DA SEO	64
3.3.1	<i>Lucro por Ação (LPA)</i>	64
3.3.2	<i>Margem de EBITDA</i>	65
3.3.3	<i>Retorno sobre o Ativo (ROA)</i>	66
3.4	MÉTODOS PARA IDENTIFICAR OS NÍVEIS DE ACCRUALS DISCRIONÁRIOS	68
3.4.1	<i>Modelo Jones (1991)</i>	70

3.4.2	<i>Modelo Jones Modificado (1995)</i>	73
3.4.3	<i>Como avaliar o comportamento dos accruals discricionários</i>	75
3.4.4	<i>Inferência estatística</i>	77
3.5	MÉTODO PARA IDENTIFICAR O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NA INTENÇÃO DE NÃO REPORTAR PERDAS ANTES DA SEO	82
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	87
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA	87
4.2	ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO ANTES E DEPOIS DA SEO	89
4.3	ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS PARA AUMENTAR LUCROS COM USO DE <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS.....	94
4.3.1	<i>Estimação dos accruals discricionários pelo modelo Jones (1991)</i>	94
4.3.2	<i>Estimação dos accruals discricionários pelo modelo Jones Modificado (1995)</i>	108
4.4	MENSURAÇÃO DOS NÍVEIS DE <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS NAS EMPRESAS QUE REALIZARAM EMISSÕES MISTAS DE AÇÕES	110
4.5	ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS PARA NÃO REPORTAR PERDAS ANTES DA SEO	114
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	119
6	REFERÊNCIAS	124
7	APÊNDICES	133

1 INTRODUÇÃO

Um assunto que, recentemente, cotem despertado o interesse de analistas, reguladores, investidores e outros profissionais ligados às empresas do mercado de capitais é o quanto os resultados das empresas são manipulados. Isso ocorre pelo fato de os recentes colapsos de algumas companhias terem sido, até certo ponto, “encobertos” pelas manipulações nas demonstrações financeiras, levantando sérios questionamentos sobre a qualidade das informações financeiras divulgadas pelas empresas e, também, sobre a efetividade das normas e dos padrões contábeis criados no intuito de proteger os usuários que tomam suas decisões a partir dessas demonstrações.

De acordo com Martinez (2001), as manipulações nas demonstrações financeiras comprometem a qualidade da informação contábil, podendo afetar a forma pela qual os investimentos são alocados entre empresas. Além disso, essa prática pode provocar distribuições de riquezas injustificáveis, já que investidores mais bem informados podem aumentar a sua riqueza às custas de investidores menos informados. Isso ocorre, por muitas vezes, devido ao grau de subjetividade resultante da flexibilidade das práticas contábeis.

Há determinadas situações nas quais a Regulamentação Contábil é flexível, permitindo que os gestores utilizem a sua discricionariedade na definição dos critérios contábeis que serão adotados, prejudicando assim a qualidade da informação financeira divulgada ao usuário externo. Por exemplo, em determinado período, os gestores podem optar pelos critérios de valoração de estoque PEPS (primeiro a entrar, primeiro a sair) ou Média Ponderada Móvel. Além disso, os gestores podem optar por métodos alternativos para reconhecimento da depreciação (linha reta, saldos decrescentes, unidades produzidas etc.), os quais terão impacto direto no valor das diferenças temporárias (tributáveis ou dedutíveis) entre o valor contábil e a base fiscal de um imobilizado, afetando, assim, os tributos sobre o lucro.

As diferenças entre o valor contábil e a base fiscal de um imobilizado geram o diferimento tributário, que, de acordo com as pesquisas de Phillips, Pincus e Rego (2003) e Paulo, Martins e Corrar (2007), auxilia na separação entre as mudanças consideradas discricionárias e aquelas não discricionárias. Para os autores, critérios alternativos de mensuração dentro do

sistema contábil permitem a geração de maiores montantes de *accruals* discricionários, o que não ocorre dentro do sistema tributário.

Dessa forma, quando se utiliza o modo discricionário na definição dos critérios contábeis, surge a assimetria informacional, que está presente na relação entre o gestor e o usuário da informação contábil. Para Nardi et al. (2009), essa discricionariedade pode, por vezes, ter como a finalidade maximizar os próprios interesses dos gestores, caracterizando-se como risco moral (*moral hazard*). O risco moral parte do pressuposto de que os gestores poderão se utilizar da discricionariedade para tirar vantagens, manipulando as informações contábeis que serão divulgadas para o mercado. Nota-se, então, que a divulgação contábil empresarial não tem por objetivo apenas garantir a confiabilidade e a fidedignidade das informações prestadas. Fatores como os interesses particulares dos gestores exercem decisiva influência sobre o que será divulgado, podendo prejudicar a neutralidade da divulgação financeira (GOULART, 2007).

Para representar um bom desempenho financeiro da empresa e suprir os usuários das demonstrações financeiras com as informações contábeis necessárias à sua tomada de decisão, os gestores podem estar propensos a gerenciar, ou mesmo fraudar, os relatórios contábeis, cometendo ilegalidades ao definir os critérios contábeis que serão adotados nos registros de informações.

Nesse sentido, maior ênfase vem sendo dada recentemente ao estudo dos efeitos que o gerenciamento de resultados tem para todos os usuários das informações financeiras, principalmente o efeito destas práticas na distribuição dos recursos nos mercados de capitais. Até o momento, não existe um consenso quanto à capacidade dos investidores (tanto institucionais como individuais) de identificar se uma empresa tem feito algum tipo de operação de gerenciamento de resultados, embora casos como o da empresa ENRON ou Worldcom pareçam mostrar que não (CASTRO, 2008).

Contudo, gerenciamento de resultados não quer dizer necessariamente fraude contábil, apesar de poder ser feito por meio dela. Isso se deve à flexibilidade das normas e dos princípios contábeis, que permitem certa discricionariedade da política contábil para os gestores. Conseqüentemente, eles podem utilizar essa lacuna para efetuar suas escolhas contábeis (*accounting choices*) não em função da realidade concreta dos negócios, mas em função de

outros incentivos que os levem a desejar reportar um resultado do período de forma predeterminada. Fields, Lys e Vincent (2001) afirmam que o propósito primário das escolhas contábeis é influenciar a preparação e a divulgação das demonstrações financeiras, afetando, assim, os resultados contábeis reportados, mesmo que em conformidade com as normas e padrões de contabilidade.

Estudos como o de Loughran e Ritter (1997) e Teoh, Wong e Rao (1998) tiveram como objetivo pesquisar esse tipo de prática no contexto internacional. Nas pesquisas, foi verificado se os ajustes nos *accruals* discricionários por meio de escolhas contábeis, em períodos que antecedem uma Oferta Pública Subsequente de Ações (*Seasoned Equity Offering* – SEO), podem explicar a baixa performance em longo prazo das empresas que se engajam nesse tipo de operação.

Estima-se, portanto, que este seja um tema relevante no cenário financeiro nacional, 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 oportunístico que leve ao gerenciamento de resultados contábeis.

1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Por meio da abertura de capital, as empresas procuram obter recursos em condições mais atraentes nos mercados. Ao abrir o capital (seja com a emissão de ações, debêntures, *commercial papers*, entre outros), elas têm acesso a elevado montante de recursos. Ademais, tornando seu capital aberto, as empresas proporcionam a seus investidores em *private equity* a possibilidade de diversificar seus investimentos.

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 fonte valiosa de informações 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 uma 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.

Existem, todavia, algumas incertezas sobre as empresas que optam por fazer uma IPO e aquelas que retornam aos mercados por meio de uma SEO. Estas incertezas surgem a partir de informações assimétricas entre os emissores e os investidores. Muitas vezes, essa assimetria 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 em longo prazo.

Pesquisas internacionais (SPIESS; AFFLECK-GRAVES, 1995; LOUGHRAN; RITTER, 1997; TEOH; WONG; RAO, 1998) apontam evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* nos períodos anteriores à SEO, contribuindo, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nestes períodos e para lucros e retorno das ações abaixo do previsto após a emissão das ações. Por exemplo, estudos de Loughran e Ritter (1997) mostram que as empresas que realizam uma SEO têm desempenho abaixo do esperado em anos posteriores à emissão das novas ações.

A partir dessa perspectiva, Martinez (2001, p. 52) afirma que:

(...) as evidências demonstram que os investidores não percebem o gerenciamento de resultados no momento da emissão de novas ações. 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.

A pesquisa de Becker et al. (1998) mostra que os gestores possuem incentivos naturais para ajustar os resultados, visando melhorar o valor da empresa e/ou ao seu próprio bem-estar. Aproveitando-se da assimetria de informações, eles fazem escolhas contábeis oportunistas, gerando conflitos nas organizações que interferem no resultado da empresa, geralmente pela expropriação de outro *stakeholder*, como investidores ou credores.

Para confirmar o oportunismo por parte dos gestores, diversos modelos analíticos mostram que a extensão do gerenciamento de resultados contábeis aumenta com o nível de assimetria de informações. Por exemplo, a pesquisa de Dye (1988) evidenciou que a existência de informações assimétricas entre gestores e acionistas é uma condição necessária para existir gerenciamento de resultados, porque acionistas não podem observar perfeitamente o desempenho e os prospectos futuros de uma empresa em um ambiente no qual eles possuem informações piores que a dos gestores. Nesse ambiente, a administração tem habilidade discricionária para controlar os resultados contábeis.

Em sua pesquisa, Dye (1988) constatou que uma das motivações dos gestores para a prática do gerenciamento de resultados é externa, qual seja: o interesse em que a empresa seja bem avaliada pelo mercado. Diversos estudos constataram que gerenciar as políticas contábeis ligadas aos *accruals* está relacionado com os incentivos de maximizar os lucros da empresa, no intuito de alcançar determinados alvos de referência (*target earnings*), os quais servirão de base para calcular o preço das ações ofertadas no mercado.

Neste contexto, a expectativa para este estudo foi mostrar que as empresas que se engajam em SEO têm incentivos para aumentar seus lucros ou não apresentar prejuízos em exercícios precedentes à nova oferta, diminuindo esse incentivo em exercícios seguintes.

O problema que se procurou elucidar diz respeito à seguinte questão: ***As empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente a fim de valorizar suas ações em períodos próximos de uma SEO?***

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 *Geral*

Verificar se as empresas brasileiras que realizaram SEO no período de 1999 até 2008 gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar o lucro ou não apresentar prejuízo, elevando, assim, o lucro por ação nos períodos próximos da nova oferta.

1.2.2 *Específicos*

- 1) Examinar o comportamento de indicadores econômico-financeiros das empresas antes e depois da SEO.
- 2) Aferir o nível de *accruals* discricionários das empresas nos períodos próximos de uma SEO.
- 3) Verificar se o nível de *accruals* discricionários é mais elevado nas companhias que realizaram ofertas públicas de ações na modalidade de distribuição mista¹.
- 4) Examinar se as empresas utilizaram o diferimento do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido para gerenciar seus resultados contábeis com a finalidade de não reportar perdas antes da SEO.

¹ O que caracteriza uma **oferta pública de ações na modalidade de distribuição mista** é a oferta pública simultânea de ações, nas modalidades de distribuição primária (em que a empresa capta recursos para si mesma) e distribuição secundária (nas quais os grandes acionistas, acionistas vendedores, captam recursos por meio da venda de suas próprias ações).

1.3 HIPÓTESES DE PESQUISA

Para nortear a pesquisa, foram elaboradas as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: As empresas que realizaram SEO apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam a emissão subsequente de novas ações.

Hipótese 2: Existem evidências significativas de que as empresas brasileiras que realizaram SEO apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários nos anos que antecedem a emissão.

Hipótese 3: O nível de discricionariedade, medido pelos *accruals* discricionários, foi mais elevado em empresas que realizaram SEO na modalidade de oferta pública de distribuição mista, comparativamente com aquelas que realizam SEO na modalidade de oferta pública de distribuição primária.

Hipótese 4: O diferimento do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido foi utilizado como ferramenta no gerenciamento de resultados contábeis com a intenção de não apresentar prejuízo nos anos que antecederam uma SEO.

1.4 RELEVÂNCIA DA PESQUISA

O fenômeno gerenciamento de resultados contábeis é tema bastante estudado em pesquisas nacionais e internacionais. Todavia, existem algumas lacunas nesses estudos em âmbito nacional. Uma dessas lacunas é a análise do gerenciamento de resultados em processos de SEO.

Levantar maiores explicações sobre essa forma de financiamento e sobre o gerenciamento de resultados contábeis no momento que antecede uma SEO é de fundamental importância. Gerenciar os resultados contábeis das empresas para melhorá-los pode conduzir os usuários

das informações financeiras a uma análise equivocada sobre o seu verdadeiro desempenho econômico-financeiro. Este estudo pode fornecer evidências que auxiliem os usuários das informações contábeis a estruturar uma base de análise sobre o real valor das empresas. Logo, o problema estudado tem relação direta com o contexto social em que estão inseridos todos os agentes ligados ao mercado de capitais.

A pesquisa justifica-se, nos planos teórico e prático, pelas contribuições ao conhecimento acadêmico e por advertir os usuários das demonstrações financeiras sobre o problema do gerenciamento dos resultados contábeis. Outro incentivo para o desenvolvimento desta pesquisa é dado por Iudícibus e Lopes (2004). Os autores afirmam que a pesquisa em contabilidade financeira, principalmente em um país como o Brasil, com suas características tão peculiares, pode ser bastante enriquecedora pelo entendimento mais detalhado dos reais incentivos presentes na atuação dos administradores.

Além disso, surgem no mercado de capitais brasileiro sinalizações para ações oportunistas dos gestores que resultam na prática de gerenciamento de resultados contábeis em períodos próximos de uma SEO. Nesse ambiente, constatou-se considerável quantidade de novas ofertas públicas de ações na modalidade de distribuições mistas, ou seja, oferta pública de distribuição primária e oferta pública de distribuição secundária.

Outra sinalização é que uma quantidade significativa de empresas que realizaram ofertas públicas subsequentes apresentou elevados valores de tributos sobre o lucro diferido, ou seja, Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) diferidos. Esse tipo de diferimento tributário, originado pelas diferenças entre os resultados contábil e tributário, é uma variável que pode ser utilizada na prática de gerenciamento de resultados contábeis. Por isso, verificou-se também nesta pesquisa se as empresas que realizaram SEO utilizaram, por exemplo, o IR e CSLL diferidos como ferramenta para gerenciar seus resultados contábeis nos períodos que antecederam uma nova oferta de ações.

Além disso, foi necessário verificar se, naquelas empresas que realizaram oferta pública de distribuição mista, o nível de *accruals* discricionários era mais elevado, quando comparado com aquelas cujas ofertas públicas eram de distribuição primária. Isso acontece se, aproveitando da assimetria de informação existente e agindo com oportunismo, os gestores

estão propensos a gerenciar resultados com o objetivo não somente de obter ganhos para a empresa, mas de valorizar e vender suas ações em uma SEO.

Se comprovada essa atitude dos gestores, pode-se inferir que há tendência de eles obterem altos ganhos nas transações de vendas de suas ações. Isso se traduz em falta de ética, visto que esses ganhos ocorrem em detrimento de benefícios futuros esperados pelos outros acionistas. Diversas pesquisas (SPIESS; AFFLECK-GRAVES, 1995; LOUGHRAN; RITTER, 1997; TEOH; WONG; RAO, 1998) constataram o baixo desempenho das ações após uma SEO, 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 financeiros das empresas brasileiras e suas possíveis conseqüências, à luz da experiência e evidência empírica internacional. Foi observado que, no contexto internacional (DENIS; SARIN, 2001; CHEN; LIN; ZHOU, 2005; BALL; SHIVAKUMAR, 2008), existem fortes evidências de que as empresas se utilizam da assimetria entre as informações acessíveis aos gestores e aquelas acessíveis aos usuários externos para gerenciar seus resultados contábeis em períodos próximos de emissões de ações.

Nesse contexto de assimetria informacional e discricionariedade dos gestores, a pesquisa procurou caracterizar o novo e atual cenário de maior flexibilidade nas escolhas contábeis, advindas do processo de convergência contábil e da reforma da Lei n.º 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas/Lei das SA's).

Para minimizar os problemas de convergência das normas brasileiras de contabilidade às normas internacionais, foi promulgada a Lei n.º 11.638, publicada em 28.12.2007, e a MP n.º 449, de 03.12.2008, que em 27.05.2008 transformou-se na Lei n.º 11.941, tornando realidade a revisão do capítulo contábil da Lei n.º 6.404/76, que inclui, entre outros avanços, a permissão da convergência das normas contábeis adotadas no Brasil às normas internacionais.

Conforme o Programa de Trabalho (2008/2010) do CPC, o Brasil está inserido no rol dos países que já estão comprometidos com a adoção das normas contábeis internacionais – IFRS (*International Financial Reporting Standards*) – por meio das iniciativas do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Superintendência de Seguros

Privados. Essas instituições estabeleceram, formalmente, a obrigatoriedade para as entidades por elas reguladas, Instituições Financeiras, Companhias Abertas, Entidades Seguradoras, Sociedades de Capitalização e Fundos de Pensão, respectivamente, de elaborar e divulgar as demonstrações contábeis consolidadas a partir do exercício social findo em 31 de dezembro de 2010 com base nas IFRS. Todavia, o trabalho dos preparadores dessas demonstrações contábeis iniciou-se no final de 2008, para fins de apresentação das demonstrações contábeis consolidadas de 2010 comparadas às de 2009 (CPC, 2008).

Com essa convergência, espera-se maior consistência e transparência das informações financeiras, tornando-se estas mais confiáveis e comparáveis para suportar a variedade de transações e operações do mercado de capitais brasileiro, propiciando aos usuários das informações contábeis melhor interpretação e aceitação. No entanto, o efeito da convergência ao modelo contábil internacional pode ser adverso ao pretendido, visto que o modelo internacional tem maior grau de subjetividade e se baseia em princípios “amplamente” ou “geralmente” aceitos pelo consenso aparente da classe contábil.

Neste contexto, os acionistas e potenciais investidores de empresas que estão realizando uma SEO devem se preocupar com a avaliação de seus investimentos, pois essa convergência resulta em maior grau de flexibilização nas escolhas das políticas contábeis a serem adotadas pelos gestores. Logo, as políticas contábeis, ou seja, os princípios, as bases, as convenções, as regras e as práticas específicas de uma entidade na preparação e na apresentação de demonstrações contábeis, podem suprir os gestores com discricionariedade para eles gerenciarem resultados em períodos próximos de uma SEO. Como resultado desse processo de adequação da contabilidade brasileira às práticas contábeis internacionais, os gestores podem se tornar propensos a atuar com base nas consequências econômicas de determinada escolha contábil.

Com vistas a diminuir o oportunismo que leva os gestores a se engajarem em operações de gerenciamento de resultados contábeis, Trapp (2009) aponta vários fatores que podem contribuir para minimizar a discricionariedade exercida pelos gestores e para reduzir a assimetria informacional no mercado de capitais, entre eles: (a) a ética das empresas e de seus altos executivos; (b) o gerenciamento de riscos e a estrutura de controles internos; (c) a

efetividade do comitê de auditoria; (d) a capacitação dos auditores externos; e (e) a fiscalização, bem como a respectiva punição que se fizer necessária, pelos órgãos reguladores.

1.5 ESTRUTURA DA PESQUISA

A pesquisa está estruturada em cinco capítulos. O capítulo a seguir apresenta a fundamentação teórica, em que se discutem: a importância da divulgação de informações financeiras; o gerenciamento de resultados, com suas definições e as motivações para sua prática; as modalidades de gerenciamento; além de expor um breve histórico das pesquisas mais recentes, em âmbito internacional e nacional. O capítulo 2 ainda trata da relevância dos *accruals* no processo de gerenciamento de resultados contábeis e caracteriza a estrutura de capital obtido por meio do financiamento com a utilização de emissões iniciais e/ou subsequentes de ações. Em seguida, o capítulo 3 aborda a metodologia a ser utilizada na pesquisa, detalha a seleção da amostra e evidencia como avaliar o desempenho econômico-financeiro das companhias que realizaram SEO. Nesse capítulo, também, explicam-se os modelos para estimação dos *accruals* discricionários propostos por Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e como será avaliado o comportamento desses *accruals* (expondo-se a forma como serão feitas as inferências estatísticas), além de esclarecer o método utilizado para verificar se as empresas gerenciaram resultados contábeis com a intenção de não reportar prejuízos. Na sequência, o capítulo 4 apresenta os resultados obtidos pela pesquisa empírica. As conclusões e sugestões para futuras pesquisas encontram-se no capítulo 5.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 IMPORTÂNCIA DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS

As empresas podem ser vistas como um conjunto de contratos entre as partes interessadas, os quais devem convergir para o cumprimento das expectativas dos agentes. Entretanto, os conflitos de interesses entre os agentes (conflitos de agência) podem levar a perdas substanciais para as organizações. Este problema é abordado pela teoria da agência, a qual considera, entre outras proposições, que o comportamento dos gestores e, conseqüentemente, a divulgação de seus atos e decisões, pode ser conflitante com o interesse dos *stakeholders*, uma vez que a divulgação privilegia os interesses daqueles e não destes (SUNDER, 2002).

O conflito de agência surge quando os interesses dos agentes ligados à empresa são divergentes dos interesses dos acionistas. Por conseguinte, o acionista deve ter o maior número possível de instrumentos para evitar que os interesses pessoais dos administradores prejudiquem a organização, gerando, assim, “custos de agência”. Esses custos podem ser exemplificados por: custos pelo monitoramento das atividades desenvolvidas pelos agentes; custos proporcionados para promover a transparência de informações; “perdas residuais” decorrentes da redução da riqueza dos acionistas devido aos interesses divergentes dos agentes etc (TRAPP, 2009). Portanto, as demonstrações financeiras são consideradas como instrumentos que possibilitariam a redução dos conflitos entre gestores e acionistas.

Nesse sentido, Trapp (2009) afirma que a contabilidade tem como propósito principal fornecer informações úteis para os diversos agentes econômicos, e muitos destes possuem interesse sobre a situação financeira das empresas. Logo, muitas decisões do mercado de capitais são diretamente afetadas pelos números demonstrados pela contabilidade.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) corrobora os parágrafos precedentes ao emitir a Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis – Estrutura Conceitual Básica (2008, p. 3):

As demonstrações contábeis são preparadas e apresentadas para usuários externos em geral, tendo em vista suas finalidades distintas e necessidades diversas. 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 contábeis preparadas segundo a Estrutura Conceitual Básica.

As demonstrações contábeis preparadas sob a égide da Estrutura Conceitual Básica objetivam fornecer informações que sejam úteis na tomada de decisões e avaliações por parte dos usuários em geral, não tendo o propósito de atender finalidade ou necessidade específica de determinados grupos de usuários.

Conforme o CPC, as demonstrações contábeis preparadas com essa finalidade satisfazem as necessidades comuns da maioria dos seus usuários, uma vez que quase todos eles utilizam essas demonstrações na tomada de decisões econômicas.

Lopes e Martins (2007, p.72) esclarecem que:

[...] a utilidade do sistema de informações contábeis está em fornecer sinais que possuam valor para alterar as crenças dos investidores. [...] Esses sinais têm como função reduzir a assimetria entre gestores e o mercado, adicionando valor para os usuários dessa forma. Os *accruals* é que cumprem esse papel. ***É nos accruals que reside o conteúdo informativo da contabilidade***, medida que eles fornecem informações ao mercado. Quando os gestores decidem utilizar dada taxa de depreciação, por exemplo, eles acabam por informar o mercado sobre a situação dos ativos da empresa. A assimetria informacional é quebrada dessa forma.

Ponte, Oliveira e Moura (2007) informam que diversos estudos científicos têm revelado a preocupação com a divulgação de informações financeiras convergentes e amplas, envolvendo aspectos econômicos, financeiros, sociais, ambientais, de produtividade e de gestão, entre outros. A análise da evidenciação dessas informações e o acompanhamento de sua evolução está cada vez mais presente nas discussões, tanto acadêmicas quanto empresariais e de órgãos, sejam públicos ou privados, ligados ao mercado de capitais e aos profissionais que interagem direta ou indiretamente com esse mercado.

Segundo o *International Accounting Standards Board* – IASB (2001), o objetivo das demonstrações financeiras é em fornecer informações sobre os resultados e as mudanças na posição financeira de uma entidade que sejam úteis a um grande número de usuários em suas tomadas de decisão.

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

Conforme Bueno (1999), a divulgação de informações financeiras não precisa ser necessariamente legal ou formal, pode ser voluntária ou informal, isto é, “que excedam o requerido”. Para o autor, o fundamental é que as informações sejam as mesmas para todos, a fim de que sejam evitadas práticas condenáveis de acesso a informações privilegiadas.

Nesse contexto, a contabilidade apresenta-se como um instrumento de provisão de informações ao mercado de capitais, no propósito de oferecer bases satisfatórias para a tomada de decisões de usuários como acionistas, investidores, credores e fornecedores, reduzindo a distância informacional entre estes usuários e os executivos da empresa (*insiders*) (GOULART, 2007). De acordo com o Pronunciamento Conceitual Básico (2008) emitido pelo CPC, essas decisões podem ser, dentre outras:

- (a) decidir quando comprar, manter ou vender um investimento em ações;
- (b) avaliar a Administração quanto à responsabilidade que lhe tenha sido conferida, qualidade de seu desempenho e prestação de contas;
- (c) avaliar a capacidade da entidade de pagar seus empregados e proporcionar-lhes outros benefícios;
- (d) avaliar a segurança quanto à recuperação dos recursos financeiros emprestados à entidade;
- (e) determinar a distribuição de lucros e dividendos;
- (f) preparar e usar estatísticas da renda nacional; ou
- (g) regulamentar as atividades das entidades.

Pires (2008) deixa claro o importante papel das informações contidas nos relatórios contábeis, as quais podem se tornar valiosos instrumentos de avaliação da situação econômico-financeira de uma empresa, de acordo com os interesses dos diversos usuários dessas informações. Ou

seja, cada um dos usuários dão enfoque diferente a essas informações, dependendo do seu interesse e do tipo de relação com a empresa (Quadro 1).

Quadro 1. Diferentes enfoques dos usuários das informações contábeis

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	Analizam 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 geral.
Empregados	Acompanhamento das condições financeiras e das possibilidades de crescimento da empresa. Preocupação maior com estabilidade da empresa, garantia de seu emprego.

Fonte: Pires (2008, p. 65)

De acordo com Zendersky (2005), os relatórios contábeis têm certo grau de subjetividade, visto que há determinadas situações nas quais a regulamentação é flexível, permitindo que os gestores utilizem a sua discricionariedade na definição dos critérios contábeis que serão adotados. Por exemplo, na escolha dos métodos de avaliação de estoque permitidos pela legislação brasileira, isto é, PEPS (primeiro a entrar, primeiro a sair) e Média Ponderada Móvel. Em outras ocasiões, os gestores têm autonomia para produzir estimativas como: a vida útil e os valores residuais de ativos depreciables, a taxa de provisão para devedores duvidosos, o nível de depreciação a partir do método utilizado para verificá-lo em cada tipo de ativo etc.

Santos e Paulo (2006) afirmam que, apesar dos esforços nos estudos de contabilidade com o intuito de melhorar a qualidade das informações prestadas, verifica-se uma prática intencional de distorcer os relatórios contábeis para atender às necessidades específicas da empresa ou dos altos executivos. Assim, os autores concluem que devido à existência de critérios múltiplos nas normas e práticas contábeis, os gestores podem escolher alternativas apropriadas com a intenção de apresentarem as demonstrações financeiras da forma que bem desejarem, o que pode originar atitudes oportunistas de gerenciamento de resultados contábeis.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS

2.2.1 *Definição de gerenciamento de resultados (earnings management)*

Existe uma linha de pesquisa em contabilidade dedicada a investigar se diretores de empresas utilizam sua discricionariedade para influenciar os números contábeis com o objetivo de atender a interesses particulares. No âmbito internacional, essa linha de pesquisa é denominada *balance-sheet management* (gerenciamento do balanço patrimonial) e *earnings management* (gerenciamento de resultados) (RODRIGUES, 2008). Assim como nas pesquisas de Jones (1991), Healy e Wahlen (1999), Parfet (2000), Fields, Lys e Vincent (2001) e Mohanram (2003), nesta pesquisa, procurou-se esclarecer um pouco mais 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*.

De acordo com Schipper (1989, p. 92 *apud* Beneish, 2001, p. 2), *earnings management* “é uma intervenção proposital no processo de elaboração dos relatórios financeiros externos, com a intenção de obter algum ganho particular [...]”.

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 financeiros, com a finalidade de enganar alguns usuários da informação contábil sobre o desempenho econômico subjacente da companhia ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados.

Martinez (2001, p. 13) informa que *earnings management* pode ser entendido como:

[...] escolhas discricionárias facultadas ao gerente pelas normas contábeis. Portanto, pelo uso do julgamento, o gestor realiza suas escolhas em razão dos incentivos que o levam a reportar um resultado distinto daquele ditado pela realidade concreta dos negócios. Destarte, o gerenciamento também pode ocorrer por meio de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa e não somente da manipulação formal das contas de resultado.

Na perspectiva de Mohanram (2003, p. 1), *earnings management* é a declaração proposital e inexata dos resultados contábeis, conduzindo a números finais que teriam sido diferentes na ausência de alguma manipulação. É quando os gestores tomam decisões não por razões estratégicas, mas exclusivamente para modificar os resultados da empresa.

Corroborando as definições precedentes, Matsumoto e Parreira (2007, p. 146) explicam o gerenciamento de resultados (*earnings management*) como “a manipulação formal das contas de resultado ou da atividade operacional, mediante escolhas discricionárias de práticas e estimativas contábeis com implicações no resultado financeiro e em acordo com os princípios e as normas contábeis” (PAULO, 2007). O objetivo é interferir, intencionalmente, na informação contábil reportada e, conseqüentemente, afetar a análise do desempenho da empresa ou influenciar as relações contratuais que dependam dos números contábeis.

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 sejam incapazes ou pouco dispostos a compreenderem os efeitos do gerenciamento de resultados. Para Beneish (1999), a presunção é a de que o gerenciamento de resultados é mais provável quando as empresas têm perspectivas futuras pessimistas.

Muitas vezes, há o gerenciamento inapropriado de resultados contábeis, no qual existe a criação de artificios contábeis ou alterações de estimativas além do ponto adequado (por exemplo, reconhecimento prematuro das Receitas e a expressiva redução de provisões), avaliado como *bad earnings management*. No entanto, pode existir também o gerenciamento adequado de resultados contábeis (supervisionar os resultados da empresa, organizar operações internas, motivar empregados etc.), que configuram uma boa administração dos negócios, produzindo valor para os acionistas, considerado como *good earnings management* (PARFET, 2000).

Devido à necessidade de se atender às expectativas dos usuários externos à entidade, pode haver motivação, ou pressão para gerenciar resultados por meio de fraude nas demonstrações contábeis. Para tanto, a Resolução nº 836/1999 do Conselho Federal de Contabilidade, na interpretação técnica da NBC T11 – IT 3, dentre outras características, distingue as fraudes

como decorrentes de 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. Ressalta-se que é crucial entender que gerenciamento de resultados contábeis não é o mesmo que fraude contábil.

Na pesquisa 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 gerentes para influenciar seus demonstrativos financeiros. Nesse sentido, Dechow e Skinner (2000) esclarecem que gerenciamento de resultados ocorre quando há manipulação das informações no 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.

Já para Matsumoto e Parreira (2007), não há um consenso entre pesquisadores com relação à distinção entre fraudes e o gerenciamento de resultados. Uns tratam ambos os termos como sinônimos, afirmando que a barreira que separa uma prática da outra é muito tênue; outros, ao contrário, distinguem as duas práticas.

2.2.2 Motivações para a prática de gerenciamento de resultados

O gerenciamento de resultados envolve ações dos gestores com o propósito de alterar as informações divulgadas sobre o desempenho da empresa. Estas ações gerenciais possuem motivações, e essas motivações podem não ser condizentes com o objetivo das demonstrações financeiras (o fornecimento de informações úteis na tomada de decisões de usuários externos). Dessa forma, o conjunto de informações divulgadas será distorcido, prejudicando a apropriada representação da realidade econômica da entidade, com impacto nas análises dos participantes do mercado e, em consequência, no processo de alocação de recursos na economia.

Diante disso, o que tem se questionado 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, segurança e solidez nas demonstrações

contábeis publicadas pelas empresas e tomam decisões econômico-financeiras com base nelas. O ponto-chave das discussões sobre o tema gerenciamento de resultados contábeis refere-se às motivações dos gestores para “iludir” investidores e outros usuários das informações financeiras sobre a situação econômica da empresa. Desse modo, verifica-se que a grande implicação da prática de gerenciamento de resultados é a não evidenciação da imagem real e concreta das empresas, apesar de os registros contábeis estarem de acordo com os padrões exigidos pelos dispositivos legais.

Para Martinez (2001), 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 amplo uso das informações contábeis pelo investidor e por analistas na avaliação de ações cria incentivo para que os administradores gerenciem os resultados contábeis. O propósito é modificar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa.
- b) **Motivações contratuais:** de acordo com esta perspectiva, as escolhas contábeis passam a ter efeito econômico, bem como se criam incentivos contratuais para gerenciamento de resultados contábeis.
- 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 desgaste ou despertar inveja de outros setores, que poderiam alegar práticas de cartel ou monopólio.
- d) **Motivações por plano de incentivo:** os gestores que recebem algum tipo de bônus ou remuneração variável tentarão utilizar-se de métodos contábeis alternativos para aumentarem os resultados do período.

Mohanram (2003) acrescenta que as razões para os gerentes estarem gerenciando resultados estão relacionadas ao desempenho da empresa no que diz respeito a alguma meta de referência (*benchmark*) que se deseja atingir. Essa meta de referência poderá ser o atendimento da previsão do desempenho futuro da empresa, o atendimento das expectativas

dos analistas, os resultados positivos ou as metas que proporcionem maiores compensações aos gerentes.

Matsumoto e Parreira (2007) consideram que a motivação principal do gerenciamento de resultados está ligada à continuidade do empreendimento, o que é importante para o usuário, tendo em vista o investimento realizado e retorno esperado. Eles alegam que as consequências do gerenciamento de resultados estão relacionadas diretamente com o nível de transparência da informação contábil e com a divulgação dos relatórios contábeis, de forma a enviesar as análises e o processo de tomada de decisões. Devido ao fato de alguns dos principais executivos das empresas utilizarem o gerenciamento de resultados para benefícios próprios, em prejuízo de outros usuários externos, essa prática traz grandes danos aos diversos usuários das informações contábeis (PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007).

Pela análise do Quadro 2, pode-se observar que os executivos devem garantir que as regras contábeis sejam aplicadas continuamente, de maneira a permitir que o desempenho das empresas seja medido de maneira relevante, possibilitando maior confiança pelos diversos usuários das informações contábeis.

Quadro 2. Principais danos causados devido ao gerenciamento de resultados

USUÁRIOS	PRINCIPAIS DANOS
Investidores	Não possuem informações confiáveis para auxiliá-los na decisão de alocação de seus recursos.
Analistas financeiros	Apresentam previsões inseguras aos seus clientes.
Entidades regulamentadoras	Se veem em situações incômodas e buscam novos instrumentos para evitar tais práticas.
Instituições de crédito e de financiamento	Não têm a verdadeira percepção sobre os riscos inseridos em suas negociações com as empresas que manipularam as informações contábeis.
Organismos governamentais	Ficam prejudicados ao regulamentarem as atividades empresariais na economia global ou em setores específicos.
Entidades fazendárias	Tal prática pode ser utilizada como uma forma de sonegação de arrecadação de tributos, além de dificultar a gestão fiscal por parte do governo.
Entidades sindicais	Não possuem informações confiáveis sobre a situação econômica e financeira da empresa para auxiliá-las nas negociações trabalhistas.
Organizações não governamentais	Lutam contra a concentração de riqueza e abuso do poder econômico, principalmente contra aquelas empresas que trazem prejuízos sociais e ambientais.

Fonte: Adaptado de Paulo, Martins e Corrar (2007, p. 47).

A qualidade do resultado contábil pode ser vista, então, como uma medida de assimetria informacional, pois a empresa é capaz de influenciar o usuário da informação em suas decisões, modificando o julgamento dele sobre a verdadeira situação da companhia.

2.2.3 Modalidades de gerenciamento de resultados

Complementando Healy e Wahlen (1999), a pesquisa de Martinez (2001) evidenciou algumas modalidades de gerenciamento de resultados contábeis a partir de determinadas motivações dos gestores (Figura 1).

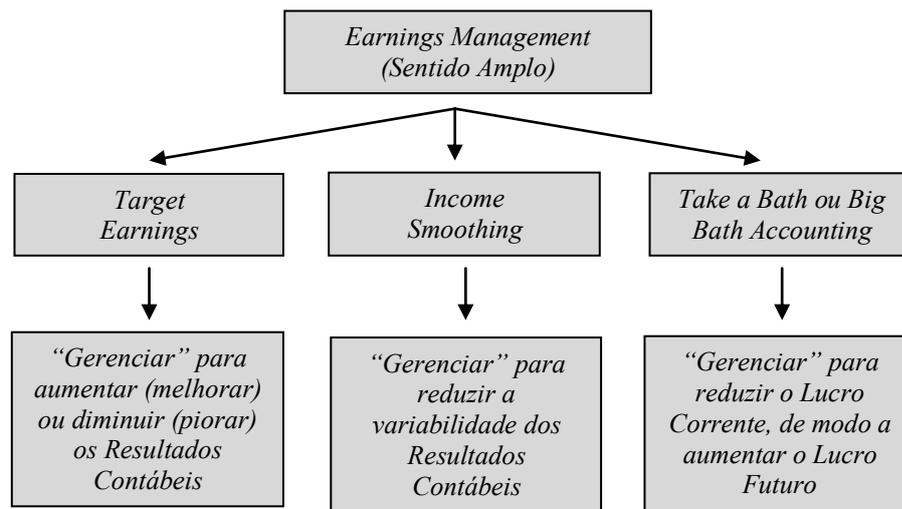


Figura 1. Modalidades de gerenciamento de resultados contábeis

Fonte: Adaptado de Martinez (2001)

- a) **Target Earnings:** gerenciamento de resultados contábeis para aumentar ou diminuir os lucros. Os resultados são gerenciados de modo a atingir determinadas metas de referência que podem ser acima ou abaixo do resultado do período.
- b) **Income Smoothing:** gerenciamento de resultados contábeis para reduzir a sua variabilidade. O propósito é manter os resultados em determinado patamar e evitar sua excessiva flutuação.
- c) **Take a Bath ou Big Bath Accounting:** gerenciamento de resultados contábeis para reduzir lucros correntes em prol de aumentos nos lucros futuros. As empresas gerenciam os seus resultados correntes piorando-os, tendo como propósito ter melhores resultados no futuro.

2.2.4 Pesquisas recentes realizadas em contexto internacional

Visto que recentemente tem sido dada maior ênfase ao estudo dos efeitos que o gerenciamento de resultados contábeis tem para todos os usuários das informações financeiras, se faz necessário citar algumas pesquisas recentes publicadas em campo internacional.

a) Bem-Amar e Missonier-Piera (2008)

A pesquisa teve como foco investigar se as empresas engajam em operações de gerenciamento de resultados em períodos que antecedem fusões e aquisições. Estudos realizados nos Estados Unidos já haviam evidenciado esse tipo de prática em fusões e aquisições. Porém, os autores examinaram se empresas localizadas na Suíça agem de forma oportunista para atingir alvos contábeis (*target earnings*), na intenção de divulgar resultados favoráveis no ano que antecede as fusões e aquisições. Por meio de regressões em corte-transversal utilizou-se os *accruals* discricionários como *proxy* para testar a hipótese de gerenciamento de resultados contábeis.

Os autores constataram a existência de gerenciamento na intenção de reduzir resultados contábeis, o que sugere uma possível diferença de interesses quanto a aquisições amigáveis e hostis. Assim, ratificou-se que, com a utilização dos *accruals* discricionários, foram encontradas evidências de que as empresas agem de forma oportunista no ano que antecede a transação.

b) Ball e Shivakumar (2008)

A pesquisa teve como foco estudar o gerenciamento de resultados contábeis próximo aos períodos em que as empresas realizam IPO no Reino Unido. Objetivou-se examinar o mercado e os aspectos regulamentares quanto à qualidade das demonstrações contábeis e sua divulgação ao mercado. Os autores acreditavam que, devido à elevada demanda por informações financeiras, os gestores estariam propensos a manipular os dados contábeis na intenção de prover o mercado com informações financeiras de qualidade, o que seria

possível devido à assimetria de informações existente entre gestores e investidores. Sendo assim, em virtude de tal possibilidade de ocorrência de gerenciamento de resultados, constatou-se que mecanismos como, controles internos, auditorias, normas governamentais, entre outros, são imprescindíveis para monitorar a qualidade das demonstrações contábeis.

Os resultados foram consistentes com a hipótese de que, na média, as empresas gerenciam seus resultados contábeis para melhorar a qualidade das demonstrações contábeis antes de uma IPO, melhorando suas informações financeiras. Isso se deve ao fato dos acionistas e outros usuários externos exigirem que as demonstrações contábeis sejam de alta qualidade, reduzindo assim a assimetria de informações. Os autores sugerem que, para se precaver dessa ação oportunista os investidores devem exigir maior transparência dos resultados evidenciados.

c) Noronha, Zeng e Vinten (2008)

O propósito da pesquisa foi identificar as técnicas de gerenciamento de resultados contábeis mais frequentemente utilizadas na China, além de verificar os fatores subjacentes que motivam as empresas a se ocuparem dessa prática. Para os autores, a China tem progredido internacionalmente por meio do seu sistema financeiro. Porém, acredita-se que o gerenciamento de resultados contábeis incentiva escolhas que levam à prática de fraudes contábeis no país. A pesquisa apresenta um quadro geral de gerenciamento de resultados contábeis na China por meio da inspeção das opiniões de contadores e gestores financeiros de companhias chinesas.

Levando-se em consideração a discricionariedade quanto às escolhas contábeis, constatou-se que o tamanho e a forma de propriedade das companhias influenciam materialmente nos incentivos para a prática de gerenciamento de resultados contábeis. Companhias públicas têm maiores incentivos para gerenciar seus resultados com a intenção de compensar seus gestores, enquanto companhias privadas têm maior propensão para gerenciamento na intenção de camuflar despesas.

2.2.5 *Pesquisas recentes realizadas no Brasil*

Tem-se também um breve resumo de algumas pesquisas recentes realizadas no Brasil.

a) Paulo, Martins e Corrar (2007)

Para os autores, a pesquisa empírica sobre o gerenciamento de resultados no Brasil pode ser considerada incipiente em relação a outros centros de pesquisas, não apenas pela falta de banco de dados completos e consistentes, mas principalmente pela ausência de uma melhor divulgação por parte das companhias abertas nacionais. Em virtude desse fato, os autores tiveram como objetivo verificar se a análise do diferimento tributário aumenta significativamente a detecção do gerenciamento de resultados nas companhias abertas brasileiras.

Ficou esclarecido que algumas pesquisas apresentam evidências significativas de gerenciamento de resultados por meio do diferimento (ativo e passivo) de tributos, e os usuários das informações contábeis podem verificar tal prática analisando o diferimento tributário. Por conseguinte, por meio da utilização dos modelos Jones Modificado e Kang e Sivaramakrishnan, 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 e metalurgia, e têxtil, durante o período de 2000 a 2004.

As evidências apresentadas no trabalho foram que, para a análise efetuada nos setores e no período especificado, a inclusão da análise do diferimento dos tributos não contribuiu positivamente para uma melhoria na detecção de gerenciamento de resultados em seus diversos incentivos. 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 em notas explicativas.

b) Lopes e Tukamoto (2007)

O artigo teve como objetivo investigar a existência de diferenças nos níveis de gerenciamento de resultados contábeis decorrentes do tipo de norma contábil adotada e se as exigências advindas do processo de *cross listing* (processo pelo qual as companhias são listadas em mais de uma Bolsa de Valores) se refletiam na qualidade informacional das demonstrações contábeis.

Os autores utilizaram as medidas estruturadas de gerenciamento da informação contábil propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), para capturar duas dimensões em que os administradores podem exercer a discricionariedade: *income smoothing measures* (medidas de suavização de resultados) e *earnings discretion measures* (medidas de discricionariedade de resultados). Ademais, foi utilizado o modelo Jones Modificado para estimar os *accruals* discricionários.

Utilizando uma amostra composta por companhias abertas brasileiras registradas na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), não se constatou diferenças no nível de gerenciamento de resultados entre as demonstrações contábeis das companhias emissoras de *American Deposit Receipts* (ADRs) e não-emissoras de ADRs. As medidas estruturadas de gerenciamento da informação contábil não apresentaram médias estatisticamente diferentes nas comparações entre as amostras. Por conseguinte, não foi observada, para as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs, diferença nos níveis de gerenciamento de resultados entre as demonstrações segundo as Práticas Contábeis Adotadas no Brasil e aquelas em US GAAP (Práticas Contábeis Adotadas nos Estados Unidos).

c) Goulart (2007)

Teve como objetivo investigar a utilização, pelas instituições financeiras em atuação no Brasil, da contabilização de operações de crédito, títulos e valores mobiliários e derivativos para fins de gerenciamento de resultados contábeis. O autor questiona se os padrões contábeis vigentes no sistema financeiro nacional, nas três áreas mencionadas, estão sendo empregados com o propósito de suavização de resultados.

Os resultados obtidos indicam o emprego das operações de crédito e derivativos na suavização de resultados contábeis e também dos ajustes positivos a valor de mercado de títulos e valores mobiliários. Em ordem de importância, o efeito na suavização de resultados revelou-se mais forte no caso de operações de crédito, por meio da provisão para devedores duvidosos, e derivativos (por meio do resultado com derivativos), tendo posição de menor relevância os ajustes a valor de mercado e títulos e valores mobiliários.

d) Castro (2008)

Sua pesquisa teve como objetivos estruturar métricas para apurar o grau de alisamento de resultados das empresas abertas brasileiras. Foram apresentadas evidências sobre a relação de longo prazo entre o grau de alisamento e a relação risco e retorno acionário, tamanho, e setor industrial, para contrastar quais seriam os fatores explicativos da prática de alisamento de resultados nas empresas abertas brasileiras. Assim como nas pesquisas de Lopes e Tukamoto (2007) e Trapp (2009), foram utilizadas as métricas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para capturar a discricionariedade dos gestores com relação à prática de *income smoothing*.

Verificou-se que as empresas brasileiras alisadoras de resultados apresentam um grau de risco de mercado menor que as empresas não alisadoras. Ficou evidenciado que, em termos médios, aquelas empresas brasileiras que estão no grupo das empresas alisadoras se diferenciam das empresas não alisadoras no que diz respeito ao risco, retorno anormal, tamanho e setor industrial.

e) Baptista (2008)

Sua tese teve como objetivo principal delinear 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. As variáveis analisadas incluíram indicadores econômicos, de mercado, medidas de concentração acionária e tamanho, características relacionadas à qualidade da

governança, relacionamento com a auditoria, remuneração de executivos, captação de recursos em bolsa estrangeira e sanção do órgão regulador.

A pesquisa sugere que maiores níveis de *accruals* podem estar associados a empresas com maior expectativa de crescimento, maior exposição ao risco e menor concentração acionária. Para as variáveis rentabilidade patrimonial, operacional endividamento e rentabilidade do acionista, maiores valores de *accruals* foram associados tanto a menores como a maiores níveis destas variáveis. Notou-se que são mais propensas a praticar gerenciamento de resultados contábeis as empresas não listadas nos segmentos especiais da Bovespa, que não apresentam programa de ADR, que têm plano de opções, entre outros.

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

f) Trapp (2009)

Avaliou se a existência de conselho fiscal nas empresas de capital aberto brasileiras influencia no nível de gerenciamento de resultados praticados. Também foi analisado se a qualificação contábil dos conselheiros fiscais exerce influência sobre os números reportados e, se outros componentes de governança corporativa também teriam relacionamento com os níveis de gerenciamento de resultados.

O estudo utilizou o modelo de Jones (1991) e as métricas de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para cálculo do gerenciamento de resultados. Explicitou que dentre as opções de encontrar os *accruals* totais, ou seja, pela diferença entre o lucro antes dos itens extraordinários e do fluxo de caixa operacional, ou ainda, por meio da mudança em sucessivas contas patrimoniais, optou-se pela última. Isso decorre do fato de que, em muitos países, incluindo o Brasil, a demonstração do fluxo de caixa não era obrigatória, tornando necessário calcular os *accruals* totais pelas diferenças no Balanço Patrimonial,

técnica esta que foi utilizada nas pesquisas de Healy (1985), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Sloan (1996).

Os resultados encontrados na pesquisa de Trapp (2009) sugerem que a existência de conselho fiscal está relacionada a menores níveis de gerenciamento de resultados contábeis e, quanto mais estruturada a governança corporativa da empresa, a qualificação do conselheiro fiscal também influencia na melhoria da informação contábil divulgada ao público externo. Considerando-se a pesquisa como um todo foi possível inferir que os componentes de governança corporativa adotados na pesquisa, em conjunto, são diferenciais entre as empresas que gerenciam em menores níveis seus resultados. Logo, tais empresas fornecem às partes interessadas melhores informações sobre sua real situação.

Constata-se que a análise do gerenciamento de resultados em processos de SEO é uma lacuna recentemente encontrada no âmbito das principais pesquisas nacionais. Portanto, é de fundamental importância levantar maiores explicações sobre essa forma de financiamento e os seus impactos sobre as empresas e sobre os acionistas.

2.3 RELEVÂNCIA DOS *ACCRUALS* NO PROCESSO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS

O Pronunciamento Conceitual Básico (2008, p. 10) emitido pelo CPC afirma que:

Com a finalidade de atingir seus objetivos, as demonstrações contábeis são preparadas conforme o regime contábil de 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 lançados nos registros contábeis e reportados nas demonstrações contábeis 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.

No regime de competência, o reconhecimento das Receitas e das despesas, bem como os relativos acréscimos ou decréscimos de ativos e passivos, torna-se a base para a mensuração

do desempenho da empresa. Todavia, esse desempenho é diretamente influenciado pelas escolhas e pelos ajustes contábeis realizadas pelos gestores (STICKNEY; WEIL, 2001).

De acordo com Martinez (2001), 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.

Em termos globais, a diferença entre *accruals basis* e *cash basis* é uma questão temporal, apesar de algumas divergências nas subclassificações, como no caso da imobilização, tratada no fluxo de caixa como atividade de investimento e não como atividade operacional, mas cujo reconhecimento no resultado, na forma de depreciação, por exemplo, é como despesa operacional (PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007).

Já para Paulo (2007), a magnitude da influência do regime de competência e outros conceitos contábeis mudam conforme a estrutura institucional e organizacional na qual a empresa está inserida, portanto dependerão do sistema de governança, auditoria, regulação contábil e sistema de normas, *enforcement*, tributação, relações jurídicas dos contratos, investidores etc.

De acordo com Galdi (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) ainda informa que o fluxo de caixa das operações adiciona valor e é incorporado nas Receitas e Despesas. Entretanto, para reconhecer as Receitas e Despesas de acordo com o regime de competência, o contador modifica os fluxos de caixa das operações com os ajustes decorrentes do regime de competência, ou seja, os *accruals*. Assim, em observância às regras da contabilidade, o lucro líquido do negócio não será igual ao seu fluxo de caixa líquido, salvo em circunstâncias muito especiais [*accruals* = zero] (MARTINEZ, 2001).

Para Colauto e Beuren (2006), a expressão *accruals* tem sido usada no sentido de provisões ou estimativas contábeis. Genericamente, representam os elementos do resultado que, embora pelo regime de caixa já tenham sido efetivados, ainda não se atribuem dentro do período de apuração ou do regime de competência. Assim, os gestores podem estar predispostos a influenciar os resultados financeiros da empresa com o intuito de minimizar a perda de riqueza, utilizando-se da possibilidade de escolhas contábeis (*accounting choices*) alternativas resultantes da flexibilidade das normas e princípios contábeis geralmente aceitos. Entretanto, para Fields, Lys e Vincent (2001), estes princípios exigem que o julgamento contábil seja feito com a intenção de evidenciar informações financeiras fidedignas. Para os autores, o julgamento contábil pode relacionar-se: (a) aos valores possíveis de ainda serem recebidos dos clientes, como provisões para créditos de liquidação duvidosa; ou (b) aos valores e/ou taxas apropriadas para alocação das despesas de depreciação do período.

Por sua vez, ao exercer esses julgamentos, os gestores influenciam os dados que serão apresentados aos usuários das informações contábeis, o que motiva o surgimento da assimetria dessas informações. Isso fica evidente quando os responsáveis pelas decisões (gestores) têm interesses próprios relacionados aos resultados da empresa, o que leva à discricionariedade quanto às escolhas das políticas contábeis a serem adotadas.

Nas pesquisas de Chan, Jegadeesch e Lakonishok (2001) e Mohanram (2003), ficou evidente que as mudanças de políticas contábeis realizadas nos inventários – nos diferentes métodos de cálculo da depreciação, no reconhecimento de recebimentos e pagamentos futuros – suprem os gestores com estratégias contábeis que podem ser utilizadas por eles em operações de gerenciamento de resultados contábeis por meio da manipulação dos ajustes decorrentes do regime de competência, mais especificamente, os *accruals*.

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 de gerência das políticas contábeis decorrentes do regime de competência pode possibilitar aos gestores maior ação oportunista para gerenciar os resultados contábeis das empresas.

Mohanram (2003) esclarece que os *accruals* são a diferença entre o lucro líquido do período e o fluxo de caixa líquido operacional do período. Conforme Teoh, Welch e Wong (1998a), os lucros e fluxos futuros de caixa serão impactados diretamente pelos ajustes nas políticas contábeis ligadas aos *accruals*, embora esses ajustes não representem acréscimos imediatos de dinheiro em caixa. Portanto, 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:

$$\begin{aligned} \text{ACCRUALS TOTAIS} &= \text{LUCRO LÍQUIDO} - \text{FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO OPERACIONAL} \Rightarrow \\ \text{LUCRO LÍQUIDO} &= \text{FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO OPERACIONAL} + \text{ACCRUALS TOTAIS} \end{aligned} \quad (1)$$

Os *accruals* alteram o período de reconhecimento do valor nas demonstrações contábeis. No caso de uma venda (ou outra receita) que é reconhecida no período, mas que só será recebida no futuro, há 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. Assim, as diferenças entre os valores que impactam o lucro e o fluxo de caixa podem ser bastante significativas (GALDI, 2008).

Evidentemente, conforme Souza (2006), nem todas as vendas, compras, receitas e despesas que estão contabilizadas no resultado do período são recebidas ou pagas dentro do mesmo período de tempo. Assim, ao ser analisado um período isoladamente, existem diferenças temporais entre os fluxos de lucro e os de caixa.

Para Chan, Jegadeesch e Lakonishok (2001), quanto maior o valor dos *accruals*, maior será a diferença entre o lucro contábil e o 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. De acordo com Braga e Marques (2001), em razão de o fluxo de caixa se referir a entradas e saídas de dinheiro e representar somente a movimentação financeira, sem considerar a competência, é possível antecipar recebimentos e/ou postergar pagamentos para se demonstrarem maiores fluxos de caixa operacionais em determinado ano.

Em certas condições empresariais, alguns ajustes nos *accruals* são necessários e realmente esperados pelos usuários das demonstrações financeiras. Por exemplo, nas empresas em que o uso dos imobilizados é realizado de forma intensa, a depreciação é relativamente alta, pois, quanto mais intensa a utilização de um ativo, maior o seu desgaste. Aquelas empresas que estão em processo de crescimento acelerado são mais propensas a terem Receitas que excedam os recursos realmente contidos em caixa, visto que, para ganhar mercado, geralmente, são concedidos créditos para que os clientes quitem suas dívidas no futuro, não ensejando entrada de recursos em caixa (TEOH; WELCH; WONG, 1998a).

Grande parte do gerenciamento de resultados contábeis é baseado nos *accruals*, pois eles abrangem consideráveis parcelas das decisões contábeis. Para Teoh, Welch e Wong (1998a), isso se deve ao fato de as normas e os padrões 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 provisão para créditos de liquidação duvidosa. Esta provisão 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.

É importante que sejam considerados esses fatores em cada empresa, pois eles fornecem aos gestores a possibilidade de discricionariedade no momento de constituir as estimativas do risco e as expectativas de perdas com as Contas a Receber, que devem estar cobertas pela provisão.

Nesse cenário de discricionariedade, torna-se importante investigar o resultado contábil das empresas, pois pode ser relevante para os gestores ajustar as políticas contábeis relacionadas aos *accruals* com a intenção de melhorar a qualidade das informações evidenciadas nas demonstrações contábeis. Identificar características-chave nas políticas contábeis adotadas pelas empresas permite que os usuários dessas informações centrem-se em pontos onde a manipulação é mais provável de ocorrer (COLAUTO; BEUREN, 2006).

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. Como visto, 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. Logo, é importante focalizar os pontos que compõem os *accruals* totais das empresas, os quais são decompostos em: *accruals* não-discrecionários e *accruals* discrecionários. Os não-discrecionários referem-se às mudanças em condições subjacentes ao negócio da empresa; enquanto os discrecionários são os ajustes contábeis advindos da discricionariedade dos gestores. Assim, tem-se a seguinte equação:

$$ACCRUALS \text{ TOTAIS} = ACCRUALS \text{ NÃO-DISCRICIONÁRIOS} + ACCRUALS \text{ DISCRICIONÁRIOS} \quad (2)$$

Os pesquisadores ainda fazem as seguintes divisões: *accruals* correntes e *accruals* não-correntes. Os correntes são ajustes 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 provisão para 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; WONG, 1998a).

Denis e Sarin (2001) complementam que os *accruals* correntes são refletidos no balanço como acréscimos ou decréscimos em contas dos ativos e passivos correntes (circulantes). Já os *accruals* não-correntes são os refletidos como os acréscimos ou decréscimos em contas dos ativos e passivos não-correntes (não circulantes).

Quanto aos diversos motivos para o gerenciamento de resultados, Hendriksen e Van Breda (1999) advertem que, muito embora o lucro publicado se baseie na estrutura contábil, o fenômeno de *feedback*, ou seja, a reação dos acionistas e potenciais investidores com relação ao lucro publicado, afeta a escolha das políticas contábeis a serem empregadas pelos gestores.

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

Na pesquisa de Martinez (2001), foi evidenciado que, 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. Entretanto, o valor a ser assumido pelos *accruals* possui sempre um limite que dependerá de cada empresa. Por mais que se possa manejar o resultado num sentido desejado, sempre se encontrará uma restrição nas próprias contas contábeis. Por exemplo, não se poderá provisionar uma depreciação em valor superior aos ativos.

2.4 ESTRUTURA DE CAPITAL – FINANCIAMENTO POR MEIO DE AÇÕES

Um dos temas centrais da teoria de finanças corporativas diz respeito à estrutura de capital das empresas, ou seja, a forma como as empresas utilizam capital, se próprio ou de terceiros. O capital próprio corresponde aos recursos oriundos dos sócios ou acionistas, enquanto o de terceiros compreende os recursos financeiros obtidos de terceiros por meio de dívidas (DIAS, 2007).

A política de financiamento adotada pela empresa é que vai indicar o *mix* de instrumentos utilizados para financiá-la. Entretanto, de acordo com Brigham e Ehrhardt (2006), as empresas devem buscar estabelecer uma estrutura de capital ótima. Essa estrutura pode sofrer mudanças ao longo do tempo, conforme as condições financeiras da empresa e do mercado se modifiquem.

Ressalta-se evidente que a estrutura de capital ótima deve buscar um equilíbrio entre risco e retorno naquelas escolhas colocadas em prática, no intuito de maximizar o valor da empresa. De tal modo, os impactos das decisões de financiamento sobre o valor da empresa vão apontar os determinantes da escolha da estrutura de capital.

De acordo com a teoria do *pecking order* (hierarquização das fontes de financiamento), a escolha ótima da estrutura de capital das empresas priorizará o financiamento por lucros retidos (autofinanciamento), seguido por dívidas e, em último caso, a emissão de ações (MYERS, 1984). Porém, dentre essas escolhas, o autofinanciamento nem sempre é suficiente, sendo necessária a incorporação de capital externo para financiar os projetos de investimentos.

Esses recursos externos podem ser captados por meio de dívidas ou emissão de ações. Por muitas vezes, em detrimento do uso de dívidas, a captação é efetivada com a abertura de capital da empresa, emitindo-se ações junto no mercado de capitais.

A principal diferença entre dívida e ações é que os portadores das dívidas têm um contrato especificando que seus valores devem ser pagos integralmente, antes que a empresa possa realizar pagamentos para os portadores de ações. Em outras palavras, o direito sobre a dívida é sênior, isto é, tem prioridade sobre o direito das ações (GRINBLATT; TITMAN, 2005).

Para Assaf Neto (2008), as ações são valores representativos de uma parcela (fração) do capital social de uma sociedade, negociáveis no mercado, e refletem a participação dos acionistas no capital social. Pinheiro (2007, p. 86) ressalta que:

[...] as ações são títulos de participação negociáveis, que representam parte do capital social de uma sociedade econômica, que confere ao seu possuidor o direito de participação nos resultados dela. Podem ser consideradas como um certificado ou título de propriedade, representativo das partes do capital social de uma sociedade econômica. O acionista é, portanto, proprietário de uma parcela da empresa, correspondente ao número de ações que possui.

As principais vantagens e desvantagens da utilização de ações como fonte de capital para financiar as empresas estão informadas no Quadro 3:

Quadro 3. Principais vantagens e desvantagens da utilização de ações como fonte de financiamento

VANTAGENS	DESVANTAGENS
<ul style="list-style-type: none"> • Não acarretam encargo fixo para a empresa; • Não têm prazo de resgate; • Proporcionam ao investidor melhor barreira contra a inflação, porque representam a propriedade da empresa, que geralmente tem sua valorização, ao longo do tempo, atrelada à inflação. 	<ul style="list-style-type: none"> • Venda de novas ações ordinárias estende o direito de voto ou controle aos novos compradores de ações; • Dão aos novos proprietários os direitos de participação nos lucros; • Tipicamente, devem ser vendidas sobre a expectativa de alto retorno básico.

Fonte: Adaptado de Pinheiro (2007).

Basicamente, existem dois tipos de ações: ordinárias e preferenciais. De acordo com Lei nº 6.404/76, as ações ordinárias proporcionam aos seus titulares o direito de voto em assembleias gerais de acionistas e participação nos lucros da sociedade mediante o recebimento de dividendos. Já no caso das ações preferenciais, são oferecidas preferências ou vantagens, as quais podem consistir em: (a) prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; e (b) prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele. Além disso, algumas empresas facultam, por meio de seus estatutos, o direito a voto aos acionistas preferenciais, porém com algumas restrições quando comparados aos direitos dos acionistas ordinários.

Cabe ressaltar que a emissão de ações preferenciais é facultativa, conforme a legislação societária brasileira; neste caso a empresa possui a prerrogativa de emitir somente ações ordinárias. No caso de a empresa possuir o seu capital formado apenas por ações ordinárias, não será observada a divergência de direitos, já que todos os acionistas, majoritários e minoritários, terão direitos iguais. Nestas empresas, a diferença residirá na capacidade de o acionista majoritário nomear os administradores e, conseqüentemente, controlar a empresa (SARLO NETO, 2009).

2.4.1 *Oferta Pública Inicial de Ações (Initial Public Offering – IPO)*

O acesso a financiamento de projetos de expansão e investimento leva empresas de capital fechado a desejarem se engajar em uma IPO. Para Chen, Lin e Zhou (2005) a abertura de capital é considerada o maior evento corporativo para uma companhia que pretende obter fundos. Se uma empresa estiver ofertando suas ações ao público pela primeira vez, ela estará

realizando uma IPO; se ela já tiver ações comercializadas no mercado e emitir mais para a venda, então se trata de uma SEO. Por meio de uma IPO, serão vendidas algumas ações da empresa a investidores externos, permitindo, assim, a negociação nos mercados públicos e, conseqüentemente, capital adicional será acrescido à companhia, permitindo o crescimento da empresa.

Fortuna (2008) informa que é a emissão primária de títulos e sua posterior negociação em bolsa que, efetivamente, caracterizam e justificam a condição de empresa aberta. Captando recursos no mercado de capitais, a companhia emerge em uma nova dimensão empresarial e adquire novos horizontes e responsabilidades.

Para Matos (1961), em uma oferta pública inicial, é possível que alguns investidores, que têm parte considerável de seus recursos investido na empresa, esperem acrescentar maior liquidez a seus investimentos e, conseqüentemente, busquem diversificar suas carteiras.

A Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, adverte que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem o prévio registro na CVM. Mediante a colocação junto ao público investidor dos valores mobiliários registrados na CVM, as empresas podem captar recursos necessários à execução de projetos, reorganização de suas atividades, adequação de seu passivo, entre outras aplicações. Contudo, a sistemática de registro estabelece os elementos mínimos de informação com base nos quais decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas. Esta Instrução ainda estabelece que:

O Registro de Emissão e Distribuição de Valores Mobiliários é um procedimento que fornece aos investidores dados sobre os valores mobiliários a serem oferecidos, entre os quais se destacam suas características, volumes, preço, forma e locais de colocação, comissões de intermediação, agentes de colocação etc. Tais informações, em conjunto com aquelas da operação em si e do emissor dos títulos, são consideradas suficientes para que o investidor possa tomar uma decisão consciente.

Conforme a Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, uma empresa que queira engajar em uma IPO deve:

- a) Elaborar um prospecto contendo o resumo da documentação a ser enviada à CVM, sendo este o documento de informação necessário ao investidor para tomar sua

decisão quanto ao empreendimento. Nesse prospecto constarão as demonstrações financeiras auditadas e uma descrição completa dos negócios da empresa: mercado de atuação, produtos, possíveis riscos etc. De posse do prospecto, a CVM avalia a empresa e aprova, ou não, o certificado de registro.

- b) Uma vez que a CVM tenha aprovado o certificado de registro, é necessário precificar e determinar o número de ações a serem vendidas. No contexto da IPO, o preço por ação é fixado após a finalização dos procedimentos de coleta de intenções de investimento (*road show*), nos quais os membros da administração da empresa 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.

Adicionalmente, conforme Darrough e Rangan (2005), as empresas que aderem às IPO's recebem uma inserção significativa de capital, quando da venda de ações aos investidores. *Ceteris Paribus*, estas empresas querem, no momento da oferta, obter o maior preço possível para suas ações – quanto mais alto o preço de oferta, menor a fração da empresa de que os proprietários atuais terão de abrir mão para obter qualquer montante específico de dinheiro. Ao contrário, os novos investidores querem pagar o menor valor possível pelas ações, além de desejarem obter elevados retornos futuros em seus investimentos.

Para Grinblatt e Titman (2005), as empresas abrem o capital, dentre outras razões, porque alguns gestores acreditam que listar a ação da empresa em um bolsa de valores pode alavancar o reconhecimento do nome e aumentar a credibilidade dela junto aos clientes, empregados e fornecedores. Assim, uma vantagem adicional em abrir o capital é que os preços das ações nos mercados públicos oferecem uma fonte valiosa de informações para os administradores da empresa. Todo dia, investidores compram e vendem ações, e dessa forma eles apresentam seu julgamento sobre os resultados apresentados e esperados das empresas.

Brigham e Ehrhardt (2006) estabelecem algumas vantagens e desvantagens da abertura de capital (Quadro 4).

Quadro 4. Vantagens e desvantagens da abertura de capital

VANTAGENS	DESVANTAGENS
<ul style="list-style-type: none"> • Permite aos fundadores diversificar os investimentos, sem que para isso precisem abrir mão do controle da empresa; • Aumenta a liquidez da empresa, visto que as ações são de negociação imediata; • Facilita o levantamento de novos fundos para a empresa, devido à divulgação pública de informações financeiras e a regulamentação na CVM, aumentando a disposição dos investidores; • Estabelece um valor para a empresa, criando referência de valor de mercado para as participações de cada sócio; • Aumenta os mercados potenciais, já que muitas empresas afirmam ser mais fácil vender os produtos e serviços aos clientes potenciais depois de abrir o capital. 	<ul style="list-style-type: none"> • Custo inicial dos relatórios financeiros; • Divulgação de informações aos usuários das informações financeiras, tornando-as acessíveis também aos concorrentes; • Mercado inativo e/ou preço baixo, no qual a empresa corre o risco de suas ações não serem negociadas com frequência, e o preço de mercado pode não refletir o valor real da ação; • Relações com investidores: as empresas têm de manter os investidores a par dos acontecimentos, incorrendo em maiores gastos e consumo de tempo.

Fonte: Adaptado de Brigham e Ehrhardt (2006)

Considerando-se as vantagens e desvantagens expostas anteriormente, Pasin et al. (2006) mostram que os recentes processos de abertura de capital de empresas brasileiras estão chamando a atenção de empresas que querem recursos para expansão; fundos de capital de risco e empreendedores que veem o mercado de capitais como uma porta de saída; investidores institucionais e pessoas físicas em busca de grandes retornos em curto espaço de tempo; além de pesquisadores e estudiosos do assunto.

O ano de 2007 marcou o auge de um processo crescente de abertura de capital de empresas brasileiras iniciado em 2004, quando cinco companhias fizeram suas primeiras ofertas públicas de ações. No ano seguinte, foram sete. Em 2006, esse número chegou a 17. E em 2007, 51 companhias fizeram IPO e lançaram ações no segmento Bovespa. Em 2008 foram quatro e em 2009, somente duas. Em 2010 (até o fim do mês de março), cinco empresas realizaram abertura de capital (Gráfico 1).

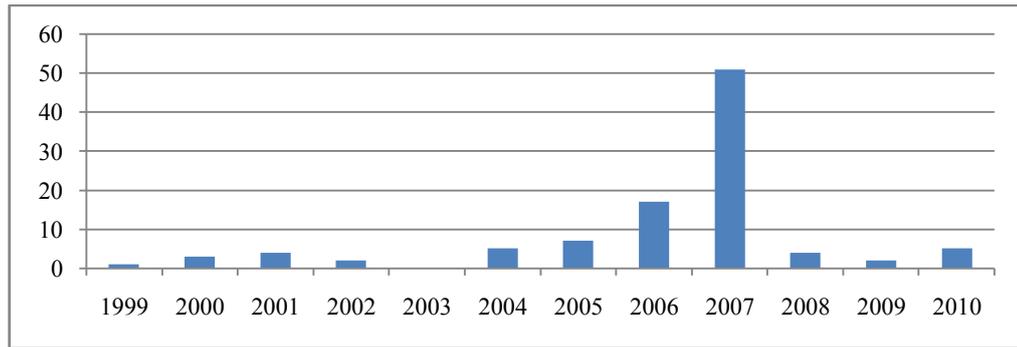


Gráfico 1. Número de empresas que fizeram IPO no Brasil entre 1999 e 2010.

Fonte: www.cvm.gov.br

Apesar do ritmo crescente de abertura de capital de empresas brasileiras, não há regras rápidas e seguras para decidir se a empresa deve abrir seu capital ou quando deverá fazê-lo. De acordo com Brigham e Ehrhardt (2006), trata-se de uma decisão individual que deve ser tomada única e exclusivamente com base nas situações dos acionistas e da empresa.

2.4.2 Oferta Pública Subsequente de Ações (*Seasoned Equity Offering – SEO*)

Uma oferta pública subsequente, de acordo com Assaf Neto (2008), é o lançamento público de novas ações efetuado pelas empresas de capital aberto, com a intermediação de um banco de investimentos. Dessa forma, a empresa atrai novos sócios pela subscrição e integralização de novas ações, cujos recursos são direcionados para financiar seu crescimento.

Esse processo de subscrição e integralização de novas ações, que se desenvolve dentro do segmento acionário do mercado de capitais, obedece a um fluxo sequencial de atividades (Figura 2).

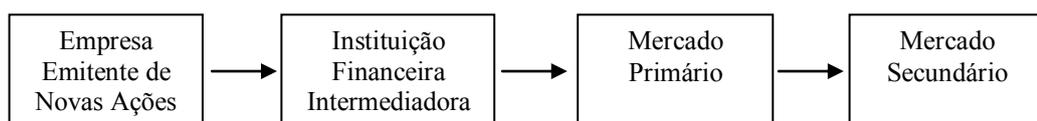


Figura 2. Etapas do processo de emissão de novas ações.

Fonte: Assaf Neto (2008)

A decisão de aumento de capital por subscrição e integralização de novas ações pressupõe que a empresa ofereça certas condições de atratividade econômica, as quais são avaliadas,

principalmente, pelos seus resultados econômicos e financeiros. Nesse sentido, quando uma empresa emite ações utilizando uma SEO, ela segue muitos dos passos de uma IPO. A principal diferença é que, como as ações já são negociadas publicamente, o preço de oferta é baseado, em grande parte, no preço de mercado existente. Logo, cabe aos investidores e analistas de mercado avaliar se a situação financeira da empresa, antes da nova emissão, sugere a geração de benefícios e bons resultados futuros.

No momento de precificar as ações para uma SEO, a preocupação básica das empresas é o estabelecimento de um preço que viabilize a colocação integral das novas ações no mercado. Muitas empresas realizam o processo de *road show*. Contudo, ao final desse processo, elas adotam como parâmetro o valor de mercado das ações, visto que a Lei das Sociedades por Ações prescreve que o preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da empresa.

Outro ponto importante, de acordo com Berk e DeMarzo (2009), é que existem dois tipos de ofertas subsequentes: de subscrição em dinheiro (*cash offer*) e de direito de propriedade (*rights offer*). No primeiro caso, a empresa oferece as novas ações aos diversos investidores no mercado de capitais; no segundo, apenas para os acionistas. Estas últimas protegem os acionistas existentes contra a subprecificação. Para exemplificar:

Suponha que uma empresa detenha R\$ 100 em dinheiro e tenha 50 ações em circulação. Cada ação vale R\$ 2. A empresa anuncia uma oferta de subscrição em dinheiro de 50 ações a R\$ 1 por ação. Uma vez que esta oferta tenha sido concluída, a empresa terá R\$ 150 em dinheiro e 100 ações em circulação. O preço por ação agora será de R\$ 1,50. Os novos acionistas, portanto, recebem inesperadamente R\$ 0,50 às custas dos antigos acionistas. Sendo assim, os antigos acionistas estariam protegidos se, em vez de uma oferta de subscrição em dinheiro, a empresa fizesse uma oferta de direito de propriedade (BERK; DEMARZO, 2009, p. 787).

Com relação à determinação do preço de novas ações emitidas, Teoh, Wong e Rao (1998) encontraram evidências de que os investidores, ingenuamente, exageram em suas análises quanto aos resultados das empresas em momentos que antecedem uma SEO, ignorando informações relevantes contidas nas demonstrações financeiras antes da oferta. Nesta interpretação, um mercado com informações assimétricas ficaria otimista quando fossem ofertadas novas ações.

Loughran e Ritter (1997), Rangan (1998) e Denis e Sarin (2001) verificaram que, em média, o mercado recebe a notícia de uma SEO com uma queda no preço das ações e, conseqüentemente, no valor de mercado da empresa.

Para Myers e Majluf (1984), uma das motivações dessa queda no preço das ações seria a influência da assimetria de informações nas decisões de financiamento da empresa. Esses autores observaram que, quando a empresa está valorizada no mercado, os gestores fazem uso de informações privilegiadas e atuam com oportunismo, decidindo financiá-la com ações em detrimento do uso de dívidas. Assim, há queda no preço das ações da empresa, visto que o financiamento por meio de ações transmite sinais desfavoráveis aos investidores, sendo interpretado como má notícia pelo mercado.

Já a opção por financiar o investimento por meio de dívidas, segundo Brito, Corrar e Batistella (2007), sinaliza ao mercado que a administração acredita que as ações da empresa estão subavaliadas. Essa decisão representa um sinal positivo ao mercado, pois a riqueza produzida pelo novo investimento será absorvida apenas pelos atuais acionistas.

Esse fato confirma a hipótese do *pecking order*. Ou seja, os acionistas interpretam como boa notícia a postura do financiamento via dívidas e como má notícia o financiamento com novas emissões de ações, fazendo diminuir o preço das ações já existentes. A notícia de novas emissões de ações dá sinais negativos para o investidor e, por isso, é compreensível que haja desvalorização quando se anunciam novas emissões (BRASIL, 2008).

Canuto e Ferreira Júnior (1999) acrescentam que a forma de financiamento é apontada como uma das fontes da aversão a riscos nas empresas. Isso porque, no caso do financiamento por ações, as empresas partilham os riscos com os acionistas, já que elas não têm obrigação de restituí-los integralmente em relação a rendimentos esperados. Para os autores, o mesmo não ocorre nos casos do financiamento por dívidas, visto que os compromissos são fixados contratualmente e, se as empresas não os cumprirem, podem ser forçadas a entrar em falência.

Seguindo esse critério de priorizar o financiamento por dívidas e não por novas emissões, o que se questiona é a razão de as empresas estarem realizando novas emissões, mesmo sabendo que isso será entendido como uma má notícia pelos investidores. O que pode acontecer é que,

ainda que os investidores sejam relutantes a investir em negócios mais arriscados, eles se deixam seduzir pela possibilidade de retornos mais atraentes oferecidos pelas novas ações emitidas.

Como sugerem Myers e Majluf (1984), quando se está financiando novo investimento, a escolha entre ações e dívida como fontes de financiamento dependerá da avaliação que se tiver a respeito das ações já existentes. Se essas ações estiverem sobreavaliadas, novas delas serão emitidas; caso contrário, novos títulos de endividamento serão escolhidos como fontes de financiamento, se aquelas ações estiverem subavaliadas.

Contudo, se houver informações assimétricas entre os emissores e os acionistas, ou potenciais investidores, haverá incerteza sobre o desempenho futuro daquelas empresas que optam em fazer uma SEO. O que leva a refletir que, pelo fato de melhores resultados poderem proporcionar maiores preços das ações no momento da emissão, é possível que exista um incentivo para o gerenciamento de resultados contábeis, com a intenção de abastecer o mercado com perspectivas favoráveis da empresa, que na realidade não poderão ser sustentadas no longo prazo.

Assim, apesar de ser mais vantajoso para as empresas se financiarem por meio da emissão de novas ações, os riscos para o comprador das ações podem ser considerados elevados, em razão dos seguintes problemas provocados por assimetria de informação (CANUTO; FERREIRA JÚNIOR, 1999):

- a. **Seleção adversa:** por problemas de assimetrias de informações entre administradores das empresas e investidores potenciais, as novas emissões de ações podem ser interpretadas negativamente pelo mercado, com seus valores de mercado tendendo a declinar. Isto ocorre porque é difícil para o mercado distinguir entre uma empresa que está levantando capital para dar continuidade a um projeto de investimento rentável e uma que teve dificuldade de levantar recursos no mercado de crédito. Além do risco que a empresa corre de ter suas ações desvalorizadas pelo mercado, problemas de seleção adversa (*ex ante*, ou seja, de informações que permitam distinguir empresas de alto risco das de baixo risco) também impedem que os riscos sejam neutralizados através de um amplo processo de diversificação dos portfólios dos indivíduos.

- b. **Risco moral:** levantamento de capitais nos mercados de ações também envolve problemas de incentivos e monitoramento (*ex post*). Os problemas de incentivos ocorrem porque os gestores das empresas, por terem de dividir seus esforços com os acionistas através de dividendos, sentem-se mais estimulados a desviar-se dos interesses das empresas. Há também um *trade-off* positivo entre incentivos e riscos: menores riscos implicam menores incentivos para os gestores. Ademais, existe um problema de *free-rider* associado ao fato de que os acionistas que buscam monitorar os gestores beneficiam todos os outros com o melhor desempenho das empresas.

Para Canuto e Ferreira Júnior (1999), estes problemas de seleção adversa e risco moral são responsáveis pelos racionamentos nos mercados de ações. Isso porque eles limitam os financiamentos por ações, por meio dos quais as empresas partilham os riscos com os acionistas. Como consequência, impõem a opção de crédito para níveis acima das preferências das empresas. Com isso, a probabilidade e os custos de falência tornam-se ainda mais decisivos na percepção de riscos das empresas. Estes riscos, juntamente com mudanças no patrimônio líquido, afetam diretamente a produção e o investimento. Assim, conclui-se que o gerenciamento de resultados contábeis pode ser utilizado como uma saída para os gestores evidenciarem melhores resultados associados a menores riscos.

Visto que o processo de SEO é tão importante para as operações financeiras, cabe verificar o andamento das ofertas públicas subsequentes primárias nos últimos anos no mercado de capitais brasileiro, conforme mostra o Gráfico 2.

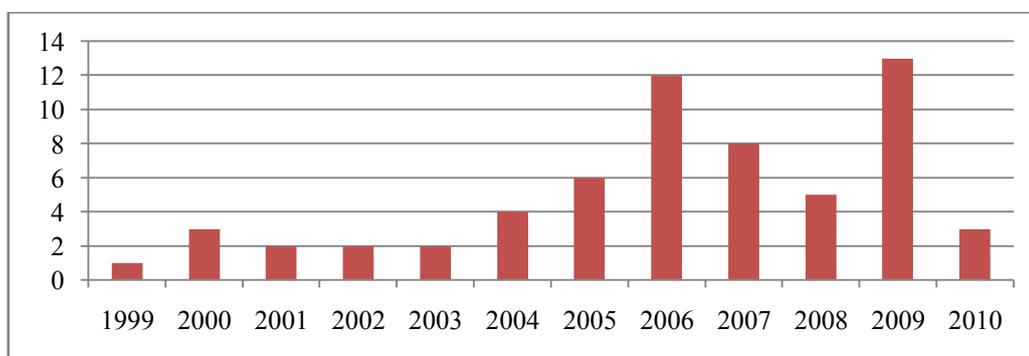


Gráfico 2. Número de SEOs (primária) no Brasil entre 1999 e 2010.

Fonte: www.cvm.gov.br

Entre os anos de 1999 e 2010, registraram-se 61 novas ofertas de distribuição pública primária de na CVM. Em 1999, foram realizadas nove emissões, seguidas por três emissões em 2000. Nos três anos seguintes, ocorreram somente duas emissões em cada ano. Em 2004, foram registradas quatro emissões e, em 2005, seis. No ano de 2006, doze companhias realizam novas emissões de ações. Em 2007, foram oito. No ano seguinte, apenas cinco empresas engajaram em processos de SEO. O ano de 2009 foi o auge do processo de emissões públicas subsequentes, quando 13 empresas realizaram nova oferta de distribuição pública de ações. Já em 2010, pelo menos três empresas já registraram nova oferta de distribuição na CVM, até o mês de abril.

3 METODOLOGIA

Apresentado o escopo da pesquisa quanto à caracterização do problema, objetivos, relevância e referencial teórico, busca-se, neste tópico, apresentar os procedimentos metodológicos utilizados. De modo específico, são apresentados os delineamentos empregados para a obtenção das respostas ao problema de pesquisa estabelecido.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Nesta pesquisa, utilizou-se uma abordagem positiva, empregando como técnica de investigação o estudo descritivo. Conforme Gil (2007), esse tipo de estudo tem como principal objetivo descrever características de determinada população, ou fenômeno, ou estabelecer relações entre as variáveis.

Para Raupp e Beuren (2003, p. 81), “a pesquisa descritiva configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, não é tão preliminar como a primeira nem tão aprofundada como a segunda”. Nesse contexto, conforme os autores, descrever significa identificar, relatar, comparar, entre outros aspectos.

O tratamento dos dados foi realizado com o uso de técnicas estatísticas e, geralmente, a validação do resultado foi apoiada nos níveis estatísticos de significância. Na abordagem positiva, considera-se que possam existir relações de causa e efeito entre eventos, entendidas como relações entre variáveis dependentes e independentes. No caráter epistemológico, quanto aos objetivos, esta pesquisa pode ser classificada como pesquisa explicativa, *ex-post-facto*.

3.2 PROCEDIMENTOS DE COLETA DOS DADOS

3.2.1 *Seleção e tratamento da amostra*

Os critérios para a seleção das empresas componentes da amostra foram:

1. Os dados coletados se referem às demonstrações financeiras das empresas que realizaram SEO entre os anos de 1999 e 2008. O período escolhido justifica-se pela tentativa de aumentar o número de anos da amostra. Isso foi necessário porque a redução do número de anos pode trazer alguns problemas para as inferências estatísticas, como a limitação do número de observações disponíveis, tornando o estudo empírico sujeito a críticas quanto à necessidade de grandes amostras para inferir conclusões robustas.
2. Os dados contábeis utilizados foram aqueles divulgados anualmente, ao fim de cada exercício social.
3. Foram excluídas aquelas empresas que tinham períodos com dados insuficientes, ou seja, quando o nível de divulgação não permitiu o cálculo dos *accruals*.
4. Consideraram-se aquelas SEO de empresas que disponibilizaram suas demonstrações contábeis consecutivamente em pelo menos três anos anteriores e dois anos posteriores à SEO.
5. Foram excluídas as ofertas realizadas por instituições financeiras, pois estas instituições têm características diferenciadas, com demonstrações contábeis e planos de contas diferentes das outras empresas.
6. A coleta dos dados compreendeu os demonstrativos financeiros das empresas listadas no segmento Bovespa, sendo obtidos nos sites da CVM, da BM&F Bovespa e sites institucionais, além da utilização do banco de dados Economatica[®].

Em seguida, realizou-se a separação dos períodos a serem estudados, estabelecendo-se como ano₀ o período da SEO. Antes da emissão, tem-se o ano₋₂ e ano₋₁; após tem-se o ano₊₁ e ano₊₂. Depois de observados os critérios anteriores, foram elencadas as emissões/ano, conforme Tabela 1:

Tabela 1. Amostra completa

Ano ₋₂	Ano ₋₁	Ano ₀	Ano ₊₁	Ano ₊₂
31	31	31	31	24

Fonte: elaborada pelo autor

Foram consideradas as emissões subsequentes apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2. Emissões subsequentes inseridas na amostra da pesquisa

EMPRESAS	ANO DA SEO
FRAS-LE	1999
EUCATEX	1999
CIA HERING	1999
DURATEX	2000
EMBRAER	2000
MARCOPOLO	2002
NET	2002
ROSSI	2003
SUZANO PAPEL	2003
WEG	2004
SABESP	2004
BRASKEM	2004
GERDAU	2004
TRACTEBEL	2005
ALL AMER	2005
CYRELA	2005
ULTRAPAR	2005
CESP	2006
PERDIGÃO	2006
RANDON	2006
SARAIVA	2006
SÃO CARLOS	2006
TAM	2006
IOCHP MAXION	2006
ELETROPAULO	2006
INDS ROMI	2007
USIMINAS	2007
CIA HERING	2007
DROGASIL	2007
GAFISA	2007
EMBRAER	2007

Fonte: adaptado de www.cvm.gov.br

Conforme explicado por Lopes e Tukamoto (2007), um procedimento comum para tratar os dados de uma amostra é a eliminação de *outliers*, que são observações com características

discrepantes de outras observações. Sua presença pode ser tanto benéfica quanto problemática. Para os autores, os *outliers* benéficos, embora diferentes da maioria das observações da amostra, podem ser indicativos das características da população, as quais não seriam descobertas no curso normal da análise. Por outro lado, os *outliers* problemáticos não são representativos da população, são contrários aos objetivos da análise e podem distorcer seriamente os testes estatísticos.

Ressalta-se que os *outliers* são aquelas observações que, dentre o conjunto das observações utilizadas em uma regressão, têm influência muito maior do que as outras nos resultados da regressão. Os efeitos destas observações específicas refletem-se nos resultados da regressão, cujas alterações podem ocorrer nos respectivos resíduos da regressão, nos coeficientes estimados e no ajuste do valor predito (MARCONDES, 2008). Para Maroco (2007), *outliers* são observações extremas, não-características, que apresentam resíduos consideravelmente superiores, em valor absoluto, aos resíduos das outras observações [por exemplo, mais de dois desvios-padrão (2σ) relativamente à média]. O local onde se encontra o *outlier* determina a severidade da sua influência sobre a estimação dos coeficientes de regressão.

Seguindo essa linha de raciocínio, foi verificado se ocorreria melhora no ajustamento das regressões ao se retirarem as observações que apresentavam valores para os *accruals* discricionários considerados como *outliers*. Para tanto, foram utilizadas as técnicas *DfFits* e *DfBetas* para “aferir” a influência de cada observação na estimação dos coeficientes de regressão.

A medida *DfFits* indica o número de erros-padrão em que o valor de \hat{v}_j (*accrual* discricionário da observação j) será alterado se a observação j for removida da análise. Maroco (2007) informa que observações com valores de *DfFits*, em valor absoluto, maior que 2 devem ser consideradas com precaução na regressão linear. A Equação 3 exprime como se calcula a medida *DfFits*.

$$DfFits_j = \frac{\hat{v}_j - \hat{v}_{j,-j}}{\sqrt{QME_{-j} \times h_{jj}}} \quad (3)$$

em que

$\hat{v}_j =$ *accrual* discricionário da observação j ;

$\hat{v}_{j,-j} =$ *accrual* discricionário estimado após a eliminação da observação x_{ij} ;

$QME_{-j} =$ estimativa da variância do modelo quando os coeficientes do modelo de regressão são ajustados sem este caso j ; e

$h_{jj} =$ é o elemento da diagonal principal da matriz $H = (X'X)^{-1}X'$.

Já para o caso de estimar a influência que a observação x_{ij} tem sobre a estimação de cada um dos coeficientes de regressão, tem-se:

$$DfBetas_{i,j} = \frac{\hat{b}_i - \hat{b}_{i,-j}}{\sqrt{QME_{-j} \times c_{jj}}} \quad (4)$$

em que

$\hat{b}_i =$ valor do coeficiente de regressão da observação i ;

$\hat{b}_{i,-j} =$ valor do coeficiente de regressão i que se obtém quando a observação x_{ij} é eliminada da análise;

$QME_{-j} =$ estimativa da variância do modelo quando os coeficientes do modelo de regressão são ajustados sem este caso j ; e

$c_{jj} =$ é o elemento da diagonal principal da matriz $C = (X'X)^{-1}X'$.

Assim, foi levado em consideração que os elevados níveis de *accruals* discricionários, positivos ou negativos, não são necessariamente ocasionados pelo gerenciamento de resultados contábeis, visto que as empresas que apresentam desempenho econômico-financeiro discrepante da média das outras podem evidenciar elevados níveis desses *accruals*. Deve-se destacar que, segundo Dechow, Sloan e Sweeney (1995), os modelos Jones (1991) e Jones Modificado (1995) são mal especificados para empresas com extremo desempenho econômico-financeiro.

3.3 MÉTODOS PARA COMPARAÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO ANTES E DEPOIS DA SEO

Este tópico tem por objetivo apresentar alguns métodos de avaliação do desempenho econômico-financeiro das companhias. Apesar da existência de enorme variedade de índices, esta pesquisa restringiu-se à análise descritiva daqueles considerados essenciais para a comparação entre o desempenho econômico-financeiro das companhias antes e depois da SEO. Pretendeu-se estudar o desempenho econômico-financeiro das companhias no período anterior à SEO e compará-lo com o período posterior à SEO, levando-se em consideração indicadores de rentabilidade e de análise de ações.

Com o auxílio dos indicadores de rentabilidade, foram avaliados os resultados auferidos por uma companhia em relação a parâmetros que melhor revelassem suas dimensões. Já os indicadores de análise de ações foram utilizados para avaliar os reflexos do desempenho da companhia sobre suas ações, visto que as cotações de mercado são frequentemente sensíveis aos resultados desses indicadores, podendo-se estabelecer inclusive tendências futuras sobre sua maximização (ASSAF NETO, 2009). A seguir, são apresentados esses indicadores.

3.3.1 *Lucro por Ação (LPA)*

Este índice ilustra o benefício (lucro) auferido por cada ação emitida pela companhia, ou seja, quanto do lucro líquido obtido em determinado período compete a cada ação (ASSAF NETO, 2009). Martinez (2001) utilizou esse índice para verificar se as companhias gerenciavam resultados contábeis. O autor constatou, por meio da análise de histogramas, que os gestores se preocupavam em manter a sinalização do LPA com valores pequenos, porém positivos. Resultados negativos para esse indicador poderiam ter efeitos adversos sobre as expectativas dos agentes, daí a eventual preocupação das companhias em sinalizar positivamente o LPA para o mercado. Esse índice é calculado pela seguinte expressão:

$$LPA_{it} = \frac{LL_{it}}{NAE_{it}} \quad (5)$$

em que

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

NAE_{it} = número de ações emitidas da companhia i , no período t .

3.3.2 Margem de EBITDA

Esta medida de rentabilidade operacional é utilizada pelos analistas de mercado e em diversas pesquisas acadêmicas. O EBITDA (*earnings before interests, taxes, depreciation and amortization expenses*) é o lucro antes dos juros, impostos e despesas de depreciação e amortização. Baptista (2008) afirma que se esperam maiores níveis de gerenciamento de resultados para companhias com menores níveis de rentabilidade para a margem de EBITDA. Conforme explicado por Martinez (2001), há uma tendência das companhias de evitar reportar resultados negativos de EBITDA, o que justifica sua utilização para prever o possível comportamento de gerenciamento de resultados contábeis. Assim, tem-se a seguinte equação:

$$MARGEM\ EBITDA_{it} = \frac{EBITDA_{it}}{REC_{it}} \quad (6)$$

em que

$EBITDA_{it}$ = lucro antes dos juros, impostos e despesas de depreciação e amortização da companhia i , no período t ; e

REC_{it} = receita líquida operacional da companhia i , no período t .

3.3.3 Retorno sobre o Ativo (ROA)

Conforme Assaf Neto (2009), esta medida mostra o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. Este indicador mensura a rentabilidade conjunta dos recursos próprios e de terceiros aplicados na empresa. O ROA é calculado de acordo com a seguinte expressão:

$$ROA_{it} = \frac{LO_{it}}{AT_{it}} \quad (7)$$

em que

LO_{it} = lucro líquido da companhia i , no período t ; e

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

Loughran e Ritter (1997) evidenciaram que em períodos anteriores a uma SEO, as empresas apresentam maiores níveis de ROA, o que pode sugerir práticas de gerenciamento de resultados. Para haver aumento nos índice do ROA, devem existir acréscimos na margem ou no giro. Quanto à margem, as empresas podem apresentar lucros maiores que as vendas, ocasionando seu aumento. Pode também ter ocorrido aumento nas vendas, o que ocasiona aumento no giro.

Por conseguinte, na pesquisa, adotou-se o teste t para a diferença entre duas médias aritméticas, conforme explicitado por Levine et al. (2008). Por meio deste teste, busca-se determinar se as médias de duas populações são significativamente diferentes entre si. O intuito foi comprovar se há diferença, estatisticamente significativa, entre as médias aritméticas dos indicadores de Margem EBITDA, LPA e ROA, antes e depois da SEO. Contudo, antes de realizar o teste propriamente dito, 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:

$$F = \frac{\sigma_1^2}{\sigma_2^2} \quad (8)$$

em que

σ_1^2 = variância do indicador antes da SEO; e

σ_2^2 = variância do indicador depois da SEO.

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 F , 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, para o nível de significância de 5%, deve-se testar a hipótese nula de que não existe diferença entre as médias aritméticas das duas populações. 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 anterior à SEO e posterior à SEO.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 \text{ ou } \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \text{ ou } \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

Levine et al. (2008) informam que a estatística do teste t para variância agrupada segue uma distribuição t , com $n_1 + n_2 - 2$ graus de liberdade. Para 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 . Assim, sugere-se que o t calculado seja dado por:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{\sigma_p^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}} \quad (9)$$

em que

$$\sigma_p^2 = \frac{(n_1 - 1)\sigma_1^2 + (n_2 - 1)\sigma_2^2}{(n_1 - 1) + (n_2 - 1)} \quad (10)$$

sendo

\bar{X}_1 = média aritmética dos valores do indicador antes da SEO;

\bar{X}_2 = média aritmética dos valores do indicador depois da SEO;

μ_1 = média aritmética da população 1;

μ_2 = média aritmética da população 2;

σ_p^2 = variância agrupada dos valores, antes e depois da SEO;

n_1 = tamanho da amostra antes da SEO; e

n_2 = tamanho da amostra depois da SEO.

Foi utilizado o Microsoft Excel[®] para realizar todos os cálculos relacionados ao teste *t* de variância para a diferença entre as médias.

3.4 MÉTODOS PARA IDENTIFICAR OS NÍVEIS DE *ACCRUALS* DISCRIONÁRIOS

Os estudos relacionados ao tema de gerenciamento de resultados contábeis decompõem os *accruals* da seguinte forma: não-discricionários e discricionários; e correntes e não-correntes. Ressalta-se que grande parte das recentes pesquisas internacionais (MOHANRAM, 2003; CHEN; ELDER; HSIEH, 2007; BEN-AMAR; MISSONIER-PIERA, 2008; CAHAN et al., 2008; BALL; SHIVAKUMAR, 2008) consideram os *accruals* discricionários como *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis.

Martinez (2001) afirma que, para qualquer teste na área de gerenciamento de resultados contábeis, é importante mensurar a discricionariedade da gestão sobre os lançamentos contábeis dos *accruals*. O desafio de qualquer modelo é encontrar a melhor estimativa do valor dos *accruals* discricionários. Assim, para saber se as empresas brasileiras gerenciam

seus resultados contábeis positivamente, a fim de valorizar suas ações em períodos próximos de uma SEO, tomou-se como base metodológica os estudos realizados por Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Loughran e Ritter (1997), Rangan (1998), Teoh, Welch e Wong (1998a) e Denis e Sarin (2001).

Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney (1995) desenvolveram modelos estatísticos para detectar o gerenciamento de resultados. Loughran e Ritter (1997) documentaram que empresas que aderem à SEO têm melhor desempenho operacional antes da oferta de novas ações, mas após a emissão este desempenho torna-se ruim, o que fica evidente com a análise da performance de alguns parâmetros contábeis que retratam a expectativa futura da empresa. Nos estudos de Rangan (1998) e Teoh, Welch e Wong (1998a) foi sugerida a hipótese de que o gerenciamento de resultados, por meio de ajustes nos *accruals* discricionários, aumenta o lucro líquido ao redor do período de uma SEO, mas em exercícios seguintes ocorre um declínio no lucro líquido causado pela correção dos ajustes realizados em exercícios anteriores. Denis e Sarin (2001) complementaram Rangan (1998) e Teoh, Welch e Wong (1998a) ao fazerem uma pesquisa para examinar a reação acionária após a SEO. O que estes autores testaram foi a possibilidade do mercado ser surpreendido pelo fraco desempenho das ações após uma oferta pública.

Ambas as pesquisas mencionadas no parágrafo anterior utilizaram *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados. Contudo, para estimar os *accruals* discricionários de uma empresa em determinado período é necessário saber o valor dos *accruals* totais. Estes podem ser encontrados pela diferença entre o lucro antes dos itens extraordinários e do fluxo de caixa operacional, ou ainda, por meio da mudança em sucessivas contas patrimoniais.

Assim, optou-se pelo método da mudança em sucessivas contas patrimoniais (Equação 11), que foi sugerido no estudo realizado por Jones (1991). Ressalta-se que a escolha deste método decorre do fato de que, no Brasil, a demonstração do fluxo de caixa não era obrigatória, tornando-se necessário calcular os *accruals* totais pelas diferenças no Balanço Patrimonial, técnica que é utilizada amplamente nas pesquisas nacionais e internacionais relacionadas ao tema gerenciamento de resultados contábeis.

Os *accruals* totais, conforme proposto por Jones (1991), foram calculados pela diferença entre a variação do ativo circulante (deduzida da variação em caixa e equivalentes a caixa em t) e a variação do passivo circulante (deduzida da variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo em t), diminuída pelo montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período. Assim, os *accruals* totais foram encontrados pela seguinte equação:

$$ACT_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta DISP_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta FCP_{it}) - (DEP_{it} e AMORT_{it}) \quad (11)$$

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} = financiamentos de curto prazo da empresa i no período t menos os financiamentos de curto prazo do período $t-1$;

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

$AMORT_{i,t}$ = amortização da empresa i no período t .

3.4.1 Modelo Jones (1991)

Mensurados os *accruals* totais, deve-se calcular os *accruals* não-discricionários. Para tanto, Jones (1991) propôs um modelo (Equação 12) que estima os *accruals* não-discricionários como variável dependente das variações das Receitas e dos valores dos Ativos Imobilizados. O entendimento é que os volumes dos *accruals* correntes que serão necessários dependem da Receita, e os *accruals* não-correntes dependem do montante do Ativo Imobilizado. De acordo com Martinez (2001), os *accruals* correntes são aquelas contas de resultado que possuem

como contrapartida contas no Ativo ou Passivo Circulante. Já os não-correntes são contas de resultado com contrapartida em contas que não estão no circulante.

Martinez (2001) cita como exemplo o fato de a Receita ser reconhecida sem que tenha existido entrada de caixa (ou aumento do saldo de Duplicatas a Receber), nesse caso existiria *accrual* corrente positivo. Outro caso seria o registro de Despesa de Provisão para Contingências Trabalhistas no curto prazo (provisões no circulante), que seria um *accrual* corrente negativo. É importante observar que, para estimar os *accruals* não-correntes pelo modelo de Jones (1991), apenas computam-se as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão, ignorando a existência de quaisquer outros *accruals* não-correntes.

$$AND_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}(\Delta REC_{it}) + \beta_{2i}(AP_{it}) \quad (12)$$

em que

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

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 13).

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

$$ACT_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_{1i}(\Delta REC_{it}) + \hat{\beta}_{2i}(AP_{it}) + v_{it} \quad (13)$$

em que

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

v_{it} = termo de erro da regressão.

Entretanto, de acordo com Jones (1991), as variáveis da equação 13 devem ser deflacionadas pelo Ativo Total do período anterior, de modo a deixá-las padronizadas, procurando-se

suprimir o efeito tamanho e reduzir o problema da heterocedasticidade, isto é, de uma variância não constante em função da existência de valores contábeis muito discrepantes ao longo da amostra, a qual envolve empresas de diversos portes. Logo, pode-se reescrever a equação 13 como:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \hat{\alpha}_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_{1i} \left(\frac{\Delta REC_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}} \right) + v_{it} \quad (14)$$

em que

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

sendo

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{(\Delta AC_{it} - \Delta DISP_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta FCP_{it}) - (DEP_{it} e AMORT_{it})}{AT_{it-1}} \quad (15)$$

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

Conforme explicitado, uma vez que o modelo seja implementado, serão utilizados os coeficientes estimados ($\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_{1i}$ e $\hat{\beta}_{2i}$), a fim de calcular os *accruals* não-discriminatórios; a partir daí, o resultado da diferença entre os *accruals* totais (ACT) e os *accruals* não-discriminatórios (AND) resultará na estimativa do valor dos *accruals* discriminatórios (AD). Ou seja:

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

Isso corrobora as explicações de Coelho e Lopes (2007). Segundo eles, supõe-se que os ajustes contábeis regulares são função do tamanho dos ativos que os geram, bem como estão associados ao incremento das Receitas. Desvios a estes comportamentos são captados pelo erro da estimativa, o que resultará em *accruals* discriminatórios. Logo, pode-se inferir que:

$$AD_{it} = v_{it} \quad (18)$$

em que

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

v_{it} = termo de erro dado pela equação 14 (deflacionado por AT_{it-1}).

3.4.2 Modelo Jones Modificado (1995)

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) informam que o modelo de Jones (1991) assume que as Receitas são não-discricionárias e, se os resultados contábeis são manipulados por meio das Receitas, então o modelo removerá inadequadamente parte do resultado gerenciado, que é representado pelos *accruals* discricionários. Dessa forma, há a suposição de que as Receitas totais também possam ter sido criadas ou reduzidas discricionariamente.

Assim, para melhores resultados nas análises empíricas, Dechow, Sloan e Sweeney (1995) consideram uma versão modificada do modelo de Jones (1991). A modificação é designada para eliminar uma possível fonte de erro existente nesse modelo, já que pode ser exercida arbitrariedade sobre as Receitas da empresa e, conseqüentemente, gerenciamento de resultados contábeis por meio das vendas, por exemplo uma situação em que os gestores usam sua discricionariedade para registrar no caixa o recebimento de determinadas Receitas ao final de um exercício contábil, sem que elas ainda não tenham sido recebidas.

A única modificação em relação ao Modelo Jones (Equação 14) refere-se ao incremento das Receitas totais deduzidas do incremento ocorrido no período em Contas a Receber. Então, pode-se expressar a sugestão de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) por meio da seguinte equação:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \hat{\alpha}_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_{1i} \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CR_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (19)$$

em que

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

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

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

sendo,

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CR_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}} \right) \quad (20)$$

Entende-se como Contas a Receber os valores decorrentes do curso normal das operações da empresa pela venda a prazo de mercadorias ou serviços, representando um direito a cobrar dos seus clientes. Esses valores 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. Para Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), o registro de uma Conta a Receber pressupõe que o princípio da realização da Receita esteja satisfeito e que contra tal Receita estejam registrados o Custo das Vendas, pela baixa dos Estoques, e as Despesas a ela atinentes.

Ressalta-se 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 empresas passam a correr riscos que acabam gerando incerteza quanto à realização das Contas a Receber. Dessa forma, para cobrir possíveis perdas estimadas quanto à cobrança das Contas a Receber, as empresas constituem uma Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa.

De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), a apuração do valor dessa provisão pode variar, pois cada empresa tem aspectos peculiares a respeito de seus clientes, ramo de negócios e situação do crédito em geral, além da própria conjuntura econômica do momento. As empresas devem considerar todos esses fatores na estimativa do risco e na expectativa de

perdas com as Contas a Receber, que devem estar cobertas pela provisão. Diante disso, verifica-se que a constituição dessa provisão é discricionária, podendo a empresa optar por maiores ou menores valores a serem contabilizados. Assim, considera-se uma provável fonte de gerenciamento de resultados.

Não obstante, 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, num primeiro momento, serão utilizados os coeficientes estimados ($\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_{1i}$ e $\hat{\beta}_{2i}$) para calcular os *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), como segue:

$$\frac{AD_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} \quad (21)$$

Na versão modificada do modelo de Jones (1991), tem-se:

$$AD_{it} = \varepsilon_{it} \quad (22)$$

em que,

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

ε_{it} = termo de erro dado pela equação 19 (deflacionado por AT_{it-1}).

3.4.3 Como avaliar o comportamento dos *accruals* discricionários

A magnitude dos valores estimados para o termo de erro (ε_i ou v_i) é que vai informar como estão se comportando os *accruals* discricionários de uma empresa. De acordo com Martinez (2001), apenas nos casos em que o valor do termo de erro (*accruals* discricionários) for considerado nulo (ε_i ou $v_i \cong 0$), não se constatará o gerenciamento de resultados contábeis praticado pelas empresas. Quando os *accruals* discricionários das empresas assumirem

valores positivos (ε_i ou $v_i > 0$), haverá indícios de que as empresas estão gerenciando seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar seus lucros. Quando os *accruals* discricionários assumirem valores negativos (ε_i ou $v_i < 0$) haverá indícios de que as empresas estão gerenciando seus resultados contábeis com a finalidade de diminuir seus lucros.

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. Por conseguinte, os valores assumidos por ε_i ou v_i serão distribuídos em quatro níveis (quartis) de intensidade de gerenciamento.

Na estatística descritiva, um quartil é qualquer um dos três valores que divide o conjunto ordenado de dados em quatro partes iguais, e assim cada parte apresenta $\frac{1}{4}$ da amostra ou população. Cada quartil é calculado pela média aritmética entre o último valor assumido por ε_i ou v_i do quartil precedente e o primeiro valor do quartil subsequente. O primeiro quartil, ou quartil inferior, é o valor até ao qual se encontra 25% da amostra. O segundo quartil, ou mediana, é o valor até ao qual se encontra 50% da amostra. A partir do terceiro quartil, ou quartil superior, são encontrados 25% dos valores mais elevados da amostra. A diferença entre os quartis superior e inferior chama-se amplitude inter-quartil (Tabela 3).

Tabela 3. Grau de discricionariedade das empresas

Valores de ε_i ou v_i
ε_i ou $v_i \leq 1^\circ$ Quartil
1° Quartil $< \varepsilon_i$ ou $v_i \leq 2^\circ$ Quartil
2° Quartil $< \varepsilon_i$ ou $v_i \leq 3^\circ$ Quartil
3° Quartil $< \varepsilon_i$ ou v_i

ε_i : *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones (1991)
 v_i : *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones Modificado (1995)

Fonte: elaborado pelo autor

Pode-se inferir, a partir da Tabela, que, em termos absolutos, quanto maior o valor assumido por ε_i ou v_i em determinado período, comparados aos valores de ε_i ou v_i dos outros períodos, haverá indícios que naquele período as empresas estão utilizando maiores níveis de *accruals* discricionários, os quais podem caracterizar operações de gerenciamento de resultados contábeis.

3.4.4 Inferência estatística

A análise de regressão esboça a dependência de uma variável, em relação a uma ou mais variáveis explicativas, 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 mostra que todas as escolhas e definições foram 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. Wooldridge (2008) afirma que, por definição, essa análise requer dados. Após os dados sobre as variáveis relevantes terem sido coletados, os métodos econométricos são usados para estimar os parâmetros do modelo econométrico e para, formalmente, testar as hipóteses de interesse. Sendo assim, as características especiais de alguns dados devem ser consideradas quando da estimação de regressões. As estruturas de dados mais importantes encontradas nos trabalhos empíricos são: a) Dados de Corte Transversal (*cross-section*); b) Dados de Séries de Tempo; c) Cortes Transversais Agrupados; e d) Dados de Painel ou Longitudinais. Ressalta-se que, neste estudo, foram utilizados Dados em Corte Transversal.

Os Dados em Corte Transversal são dados em que uma ou mais variáveis foram coletadas no mesmo ponto do tempo. Tal como as Séries Temporais apresentam seus problemas especiais (dada a questão do caráter estacionário), os Dados em Corte Transversal têm seus próprios problemas, especificamente o da heterogeneidade. Quando se incluem dados tão heterogêneos em uma análise estatística, o efeito magnitude ou escala deve ser levado em conta (GUJARATI, 2006). Esse foi um fator agravante desta pesquisa, devido aos distintos setores em que as empresas da amostra estão inseridas e seus diferentes portes e segmentos, que demandaram estruturas individualizadas para suas operações.

Por meio dos Dados em Corte Transversal, foram estimados os *accruals* discricionários (*proxy* do gerenciamento de resultados contábeis), os quais, conforme exposto anteriormente, são os valores atribuídos ao termo de erro da regressão (ε_i ou v_i). De acordo com Gujarati (2006), o termo de erro representa todas aquelas variáveis omitidas no modelo, mas que,

coletivamente, afetam Y_i . Portanto, ε_i ou v_i 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.

O autor ainda informa 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 v_i , e se ε_i ou v_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, no contexto da regressão, se pressupõe que o termo de erro siga distribuição normal com média zero e variância dada por σ^2 , ou seja:

$$\varepsilon_i \text{ ou } v_i \sim N(0, \sigma^2) \quad (23)$$

Para avaliar a normalidade do termo de erro, foi considerada a significância estatística do teste de Kolmogorov-Smirnov (K-S). Conforme Bussab e Morettin (2002), por esse teste faz-se a análise do grau de aderência entre a distribuição de um conjunto de valores observados e determinada distribuição teórica específica (nesta pesquisa, a distribuição normal). O teste determina se os valores da amostra podem, razoavelmente, ser considerados como provenientes de uma população com distribuição normal.

De acordo com Almeida et al. (2009), a hipótese nula do teste K-S considera que a amostra foi extraída da distribuição teórica especificada (distribuição normal), ou seja, espera-se que a diferença entre a distribuição de frequência acumulada da amostra, $F_o(X)$, e a distribuição de frequência acumulada teórica sob H_0 , $F_e(X)$, sejam pequenas e estejam dentro dos limites dos erros aleatórios. O teste focaliza a maior dessas diferenças absolutas, $|F_e(X) - F_o(X)|$, que é chamada de desvio máximo (D).

Por conseguinte, deve-se testar se os ε_i ou v_i seguem um padrão heterocedástico, ou seja, se possuem variância diferente. Desse modo, foi utilizado o teste geral de heterocedasticidade de White, que adiciona quadrados e produtos cruzados de todas as variáveis independentes à

equação. Segundo Gujarati (2006), o teste de White não depende da premissa de normalidade e, devido à sua fácil implementação, é o mais comumente utilizado em trabalhos acadêmicos. De acordo com Wooldridge (2008), o teste é explicitamente destinado a testar formas de heterocedasticidade que invalidem os desvios-padrão e as estatísticas de testes habituais, estimados por MQO. Como explicação, observa-se o seguinte modelo de regressão com duas variáveis independentes:

$$Y_i = \alpha_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \varepsilon_i \quad (24)$$

O teste de White baseia-se na estimativa de:

$$\hat{\varepsilon}_i^2 = \theta_0 + \delta_1 X_{1i} + \delta_2 X_{2i} + \delta_4 X_{1i}^2 + \delta_5 X_{2i}^2 + \delta_6 X_{1i} X_{2i} + v_i \quad (25)$$

Portanto, nota-se que é feita uma regressão dos quadrados dos resíduos ($\hat{\varepsilon}_i^2$) da regressão original contra as variáveis explicativas originais, seus valores elevados ao quadrado e os produtos cruzados das variáveis explicativas. Assim, de acordo com Gujarati (2006), sob a hipótese nula de que não há heterocedasticidade, pode-se demonstrar que o tamanho da amostra (n) multiplicado pelo R^2 da regressão auxiliar segue assintoticamente a distribuição de *qui-quadrado* com um número de graus de liberdade igual ao número de variáveis explicativas da regressão auxiliar, isto é:

$$n \times R^2 \sim \chi_{df}^2 \quad (26)$$

Logo, se o valor de *qui-quadrado* obtido é superior ao valor crítico de *qui-quadrado* no nível de significância (α) selecionado, conclui-se que há heterocedasticidade. Se fica abaixo, não há heterocedasticidade. Para efeito desse estudo, todas as regressões foram estimadas utilizando-se as variâncias e erros-padrão consistentes para heterocedasticidade de White.

Como em diversos estudos sobre o tema gerenciamento de resultados contábeis, esta pesquisa utilizou o teste t para avaliar a significância dos coeficientes estimados nas regressões estatísticas. 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. 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 .

Lopes e Tukamoto (2007) complementam informando que a estatística do teste t , associada aos graus de liberdade, determina valores de probabilidade relativos à área sob a curva de distribuição de probabilidades que ficam além desse ponto nas duas caudas, conhecido como *p-value*. 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.

Nota-se que os modelos utilizados foram projetados para Dados em Painel, ou seja, variação ao longo do tempo para indivíduos diferentes. Ao adaptar este modelo para Corte Transversal, o termo α_i , que representa o efeito fixo (ou variável) do modelo, passa a não mais existir. Isso ocorre porque esse termo, caso seja um efeito fixo, representa as características intrínsecas de cada indivíduo que não variam ao longo do tempo. Neste caso, como se trata de empresas, podem-se listar essas características como a planta da companhia, características mercadológicas do setor, talento do gestor para o gerenciamento da empresa, entre outros.

Para o caso de Corte Transversal, não faz sentido manter este termo que pode ser fixo ou variável, haja vista que não há variações temporais. Outra característica de um modelo de Dados em Painel é que não se faz uso de intercepto, o que é necessário em um modelo de Corte Transversal.

De acordo com Greene (2003), 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. Como já é conhecido por meio do teste de Wald, caso a restrição imposta no modelo não seja verdadeira, este pode estar tornando os coeficientes endógenos, ou seja, a ausência do intercepto no modelo analisado aqui poderia causar viés nos coeficientes. O que inviabilizaria o estudo em questão.

Ao se impor este tipo de restrição de forma incorreta, outro problema que poderia ser encontrado é o fato de a 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.

Conseqüentemente, de acordo com Wooldridge (2008), na obtenção dos estimadores MQO ($\hat{\alpha}_0$, $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$), são escolhidas estimativas que minimizam a soma dos resíduos quadrados. Isto é, dadas n observações y_i , x_{i1} e x_{i2} , $\{(x_{i1}, x_{i2}, y_i) : i = 1, 2, \dots, n\}$, as estimativas $\hat{\alpha}_0$, $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$ são escolhidas, simultaneamente, de modo que a expressão seguinte tenha o menor tamanho possível:

$$\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{\alpha}_0 - \hat{\beta}_1 x_{i1} - \hat{\beta}_2 x_{i2})^2 \quad (27)$$

Por conseguinte, 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*. As Receitas direcionam os recebíveis, as contas a pagar, o inventário e, ainda, conseqüentemente, os *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 ao aumento dos *accruals*, tanto para elevar quanto para diminuir os lucros. 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 (LOPES; TUKAMOTO, 2007).

Para complementar, esta pesquisa adotou o estudo que envolve testes estatísticos, tomando como base modelos econométricos [Jones (1991) e Jones Modificado (1995)] definidos pela literatura. No entanto, há casos em que foram incluídas variáveis irrelevantes nesses modelos de regressão, isto é, uma (ou mais) das variáveis independentes foi incluída nos modelos, embora ela não tivesse efeito parcial sobre y_i na população, ou seja, o coeficiente da variável independente é estatisticamente igual a zero. Assim, Wooldridge (2008) informa que se deve levar em consideração a seguinte especificação:

$$y_i = \alpha_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \beta_3 x_{i3} + u_i \quad (28)$$

Entretanto, x_{i3} não tem efeito sobre y_i após x_{i1} e x_{i2} terem sido controlados, o que significa que $\beta_3 = 0$. A variável x_{i3} pode ou não ser correlacionada com x_{i1} e x_{i2} ; o que importa é que, uma vez que x_{i1} e x_{i2} estejam controlados, x_{i3} não tem efeito sobre y_i . Em termos de esperanças condicionais, $E(y_i|x_{i1}, x_{i2}, x_{i3}) = E(y_i|x_{i1}, x_{i2}) = \beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2}$. Logo, como não se sabe que $\beta_3 = 0$, a equação é estimada com x_{i3} .

Em termos da inexistência de viés de $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$, não houve nenhum efeito ao se incluir, na regressão, a variável irrelevante, x_{i3} . A explicação para esse fato é a seguinte: quando há inexistência de viés a $E(\hat{\beta}_j) = \beta_j$, para qualquer valor de β_j , incluindo $\beta_j = 0$. Pode-se concluir que $E(\hat{\beta}_0) = \beta_0$, $E(\hat{\beta}_1) = \beta_1$, $E(\hat{\beta}_2) = \beta_2$ e $E(\hat{\beta}_3) = 0$ (para quaisquer valores de β_0 , β_1 e β_2). Logo, mesmo que $\hat{\beta}_3$, por si mesmo, nunca seja exatamente zero, seu valor médio obtido de muitas amostras aleatórias será zero. 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).

3.5 MÉTODO PARA IDENTIFICAR O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NA INTENÇÃO DE NÃO REPORTAR PERDAS ANTES DA SEO

Para verificar se as empresas que realizaram SEO, entre os anos de 1999 e 2008, realizaram gerenciamento de resultados contábeis na intenção de não apresentar prejuízos ao mercado antes da nova emissão, foram utilizadas as técnicas de análise de frequência (histogramas) e a análise de regressão.

Com o auxílio dos histogramas, é possível verificar se há ou não uma tendência das empresas em engajar nessa modalidade de gerenciamento. Por meio dessa técnica, procura-se examinar se as empresas apresentam maior frequência de lucros (em porcentagem dos ativos totais) pequenos, porém positivos, próximos do resultado nulo. Por exemplo, as pesquisas de

Martinez (2001) e Paulo, Martins e Corrar (2007), utilizaram essa técnica e constataram que as empresas se preocupavam com a apresentação de resultados positivos próximos do lucro zero. Neste estudo, além da análise do lucro em porcentagem dos ativos totais, também foi analisado o comportamento do LPA das empresas.

No caso das empresas que realizam SEO, pode ocorrer gerenciamento de resultados para não apresentar prejuízos nos anos que antecedem a nova emissão de ações, visto que as empresas necessitam mostrar ao mercado que suas atividades geram lucros e não o contrário. Diante disso, espera-se que as empresas sejam mais tendenciosas a apresentarem pequenos lucros que pequenos prejuízos em suas demonstrações contábeis.

Para Martinez (2001), o gerenciamento de resultados para não reportar prejuízos é basicamente aquele em que as empresas agem no sentido de atingir determinados pontos de referência para o mercado (*benchmarks*). O autor ressalta que, nesse tipo de gerenciamento de resultados, as empresas procuram evitar a apuração de perdas em seus resultados contábeis. Portanto, se o resultado contábil indica que está ocorrendo pequeno prejuízo nos anos que antecedem a SEO, espera-se que as empresas façam o possível para reverter essa situação e apresentar pequeno lucro como resultado.

Por conseguinte, pretendeu-se verificar, pela análise de regressão, se de fato houve evidências estatísticas da ocorrência desse tipo de gerenciamento nos dois anos que antecederam a SEO. Além da utilização das técnicas e variáveis expostas anteriormente, considerou-se a incorporação da variável representativa do diferimento do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), na intenção de incrementar as análises e obter melhores resultados quanto a essa modalidade de gerenciamento. Paulo, Martins e Corrar (2007) utilizaram essa variável, como *proxy* de gerenciamento de resultados, ao considerar a possibilidade de as empresas fazerem uso do diferimento tributário para gerenciar seus resultados contábeis com a intenção de evitar reportar prejuízos ao mercado.

Por meio dessa variável, as empresas podem, por exemplo, gerenciar seus resultados contábeis antes da SEO utilizando as diferenças temporárias geradas entre o valor contábil e a base fiscal de um ativo ou passivo no balanço patrimonial. Com isso, podem-se gerar diferenças temporárias tributáveis, as quais resultam em valores para determinar o lucro ou prejuízo tributável de períodos futuros (um, dois ou até mais anos após a emissão). Além

disso, abre-se a possibilidade da geração de diferenças temporárias dedutíveis, que resultam em valores que são dedutíveis para determinar o lucro ou prejuízo tributável de períodos futuros.

Seguindo essa linha de pensamento, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 32) afirma que é inerente ao reconhecimento de ativo a recuperação de seu valor contábil na forma de benefícios econômicos que fluem para a entidade em períodos futuros. Todavia, quando esse valor contábil de ativo excede sua base fiscal, o valor dos benefícios econômicos tributáveis excede o valor que será permitido como dedução para fins fiscais. Essa diferença é uma diferença temporária tributável, e a obrigação de pagar o tributo incidente sobre o lucro em períodos futuros é um passivo fiscal tributário. Logo, caso as empresas apresentem prejuízos em períodos próximos da SEO, isso pode estimular os gestores a utilizar o diferimento tributário para realizar o gerenciamento de resultados na intenção de não reportar perdas antes da emissão subsequente.

Algumas diferenças temporárias surgem quando a receita ou a despesa está incluída no lucro contábil em um período, mas vai ser incluída no lucro tributável em um período diferente. Como exemplo, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis cita que a depreciação usada para determinar o lucro tributável (prejuízo fiscal) pode diferir daquela usada para determinar o lucro contábil. Assim, a diferença temporária é a diferença entre o valor contábil do ativo e sua base fiscal, a qual é o custo original do ativo menos todas as deduções referentes àquele ativo permitidas pelas autoridades tributárias para determinar o lucro tributável dos períodos correntes e anteriores. Surgirá, então, a diferença temporária tributável, resultando em passivo fiscal diferido, quando a depreciação para fins fiscais é acelerada – se a depreciação para fins fiscais é menos rápida do que a depreciação contábil, a diferença temporária surge e resulta em ativo fiscal diferido.

No estudo de Phillips, Pincus e Rego (2003), foram encontradas evidências de gerenciamento de resultados por meio do diferimento de tributos, para não apresentar prejuízos contábeis ao mercado. Paulo, Martins e Corrar (2007) informam que o diferimento do IR e CSLL pode, em alguns casos, contribuir com a verificação da ocorrência de tal prática nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. O argumento é que os critérios alternativos de mensuração, dentro do sistema contábil, permitem maiores montantes de *accruals* discricionárias em cada período, o que é menor no sistema tributário.

Como critérios para delimitar a amostra, serão considerados os valores médios das empresas que apresentaram saldo de IR e CSLL diferidos no ano₋₂ e ano₋₁. Além disso, é necessário que as empresas possuam lucro líquido do ano₋₂ e ano₋₁ ponderados, respectivamente, pelos ativos totais do ano₋₃ e ano₋₂ nos seguintes intervalos: $\geq -0,1 < 0$ e $> 0 \leq 0,1$. Esses intervalos são condizentes com as pesquisas de Martinez (2001), Phillips, Pincus e Rego (2003) e Paulo, Martins e Corrar (2007), os quais apresentaram evidências de que as empresas que possuem lucros com esse comportamento são mais tendenciosas a terem gerenciado seus resultados para evitar reportar perdas contábeis.

Para verificar a significância das variáveis quanto ao gerenciamento de resultados para evitar reportar prejuízos nos anos -2 e -1, foi utilizado o modelo *logit*, sugerido na pesquisa de Phillips, Pincus e Rego (2003) e utilizado por Paulo, Martins e Corrar (2007).

Nesse modelo, pretendeu-se medir, por meio dos coeficientes da regressão, o efeito marginal na probabilidade de ocorrência do gerenciamento de resultados contábeis para evitar a evidenciação de prejuízos contábeis nos anos que antecederam a SEO, causados pelas variáveis DTD_i (despesa (receita) tributária diferida do IR e CSLL), AD_i (*accruals* discricionários estimados pela Equação 14) e FCO_i (fluxo de caixa operacional).

Para as variáveis DTD_i e AD_i , esperou-se sinal positivo, ou seja, um incremento nas variáveis aumentaria a probabilidade de resposta afirmativa quanto a esse tipo de gerenciamento. No caso da variável FCO_i , esperou-se sinal negativo, visto que esta tem como objetivo controlar o efeito do fluxo de caixa operacional quanto à prática de gerenciamento por parte das empresas, considerando que o aumento no fluxo de caixa operacional, normalmente, reflete a melhora nos lucros. Isso reduziria a necessidade de gerenciamento de resultados para apresentar resultados positivos nos anos que antecedem a SEO.

Salienta-se que, no modelo *logit* utilizado, o regressando é uma variável binária, ou dicotômica. Portanto, trata-se de um modelo de regressão cujo regressando Y é uma variável qualitativa que assume os valores 0 ou 1. Para Gujarati (2006), nos modelos em que Y é qualitativo, o objetivo é encontrar a probabilidade de que algum evento de interesse aconteça, ou seja, Y assumir valor igual a 1. Ressalta-se que o evento de interesse da análise é o gerenciamento de resultados para evitar reportar perdas contábeis nos anos -2 e -1.

Ainda, levando-se em consideração as explicações de Gujarati (2006), o modelo *logit* abordado nessa pesquisa foi interpretado da seguinte forma: β_1 , β_2 e β_3 , os coeficientes angulares da regressão, medem a variação da razão de chances a favor do gerenciamento de resultados para evitar perdas. Estes coeficientes medem, respectivamente, a variação do logaritmo da razão de chances (*logit*) em resposta a uma unidade de variação em DTD_i , AD_i e FCO_i , isto é, informam o quanto o logaritmo das chances favoráveis ao gerenciamento de resultados, para evitar perdas contábeis, varia em resposta a mudanças de uma unidade nessas variáveis. Já o intercepto, α , é o valor do logaritmo das chances favoráveis ao gerenciamento de resultados para evitar perdas contábeis quando as variáveis assume valor igual a zero. Desse modo, tem-se o seguinte modelo:

$$EM_i = \alpha + \beta_1 DTD_i + \beta_2 AD_i + \beta_3 FCO_i + \varepsilon_i \quad (29)$$

em que

$EM_i = 1$ se a empresa apresentar média entre o lucro líquido do ano₋₂ e ano₋₁ ponderados, respectivamente, pelos ativos totais do ano₋₃ e ano₋₂, entre ≥ 0 e $< 0,1$;

$EM_i = 0$ se a empresa apresentar média entre o lucro líquido do ano₋₂ e ano₋₁ ponderados, respectivamente, pelos ativos totais do ano₋₃ e ano₋₂, entre $\geq -0,1$ e < 0 ;

DTD_i = valor médio entre a diferença líquida da despesa e receita tributária diferida no ano₋₂ e ano₋₁, ponderada, respectivamente, pelo ativo total do ano₋₃ e ano₋₂;

AD_i = valor médio dos *accruals* discricionários do ano₋₂ e ano₋₁, estimados pela Equação 14;

FCO_i = valor médio do fluxo de caixa operacional do ano₋₂ e ano₋₁, ponderados, respectivamente, pelos ativos totais do ano₋₃ e ano₋₂; e

ε_i = termo de erro;

α e β_i = coeficiente linear e angulares do modelo.

sendo

$$FCO_i = LL_i - ACT_i \quad (30)$$

em que

LL_i = lucro líquido da empresa i ; e

ACT_i = *accruals* totais da empresa i , obtidos pela equação 15.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

As Tabelas 4 e 5 apresentam, respectivamente, as estatísticas descritivas das variáveis que compõem os modelos Jones (1991) e Jones Modificado (1995) e os componentes que integram os *accruals* totais. 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 não-discricionárias. É importante informar que todas as variáveis estão ponderadas pelos Ativos Totais do início do ano.

Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis: Modelos Jones (1991) e Jones Modificado (1995)

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	1° Quartil	Mediana	3° Quartil
ACT_i	144	0,0042	0,1109	-0,0535	-0,0228	0,0393
ΔREC_i	144	0,1841	0,3947	0,0236	0,0895	0,2559
ΔCR_i	144	0,0363	0,0737	0,0012	0,0173	0,0618
AP_i	144	0,4419	0,2511	0,2509	0,4517	0,5874

ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações das Receitas Líquidas Operacionais; ΔCR_i são as variações das Contas a Receber; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Tabela 5. Estatísticas descritivas das variáveis que compõem os *accruals* totais

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	1° Quartil	Mediana	3° Quartil
ΔAC_i	144	0,1290	0,1986	0,0019	0,0726	0,2247
$\Delta DISP_i$	144	0,0397	0,1240	-0,0111	0,0119	0,0772
ΔPC_i	144	0,0682	0,1359	-0,0081	0,0371	0,1201
ΔFCP_i	144	0,0219	0,0802	-0,0215	0,0099	0,0491
$DEP/AMORT_i$	144	0,0406	0,0299	0,0244	0,0370	0,0464

ΔAC_i são as variações dos Ativos Circulantes; $\Delta DISP_i$ são as variações dos Disponíveis; ΔPC_i são as variações dos Passivos Circulantes; ΔFCP_i são as variações dos Financiamentos de Curto Prazo; $DEP/AMORT_i$ são as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Observa-se que, em média, as empresas obtiveram uma variação de 18,41% no valor da Receita Líquida Operacional em relação ao Ativo Total do início do ano. Tamanho crescimento não foi observado nos Créditos a Receber e nas Disponibilidades, que obtiveram acréscimo médio aproximadamente cinco vezes menor, expondo uma alteração na composição dos Ativos Circulantes, os quais variaram em média 12,9% em relação aos Ativos Totais do início do ano (Tabela 5). Essa situação sinaliza uma mudança nas políticas de crédito e gestão de caixa, impactando positivamente o aumento dos *accruals* totais.

Quanto aos Ativos Permanentes, estes tiveram aumento médio de 44,19%. Esse valor está aproximadamente a meio ponto percentual da mediana, indicando que os valores extremos não influenciam na medida de tendência central. Esta situação aparentemente homogênea dos dados, no entanto, não é conclusiva, visto que as empresas da amostra apresentam valores médios de Ativos Permanentes abaixo de 25,09% (1º Quartil) e acima de 58,74% (3º Quartil) em relação aos valores contabilizados dos Ativos Totais do início do ano. Portanto, 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 crescimento médio dos Passivos Circulantes e baixo crescimento médio dos Financiamentos de Curto prazo, o que contribui para que os *accruals* totais sejam positivos.

Ressalta-se que, ao analisar o desvio-padrão da variação média das Receitas (0,3947) e da variação média dos permanentes (0,2511), evidenciou-se a heterogeneidade das empresas contidas na amostra, as quais estão inseridas em distintos setores, desde subsetores de siderurgia e metalurgia, mídia, alimentos processados até transportes. Empresas de diferentes portes e segmentos demandam estruturas individualizadas para suas operações, o que pode influenciar consideravelmente a estimação e análise dos *accruals* discricionários.

4.2 ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO ANTES E DEPOIS DA SEO

Com o objetivo de comparar os resultados obtidos pelas empresas, realizou-se a análise de indicadores de desempenho econômico-financeiro antes e depois da SEO. Inicialmente, esperava-se que, em média, as medidas de desempenho econômico-financeiro abordadas na metodologia da pesquisa fossem maiores nos anos que antecedem a emissão subsequente (ano₋₂ e ano₋₁), comparativamente com os anos 0, +1 e +2, visto que existe a tendência de os gestores gerenciarem previamente os resultados contábeis e elevarem os lucros na intenção de transparecer ao mercado melhor imagem financeira da empresa.

Observou-se que o LPA médio do ano₋₂ e ano₋₁ foi de R\$ 0,496; já no período do ano₀ ao ano₊₂, o resultado médio foi de R\$ 0,712. A princípio, os resultados apontam média menor nos anos que antecedem a SEO. Mesmo diante destes resultados, realizou-se o teste *t* para a diferença entre as duas médias, na intenção de verificar se as médias foram estatisticamente diferentes nos períodos.

Conforme Tabela 6, os resultados para a diferença entre as médias sinalizaram que o LPA dos dois períodos apresentou variâncias homogêneas (*F* calculado 1,422 e *F* crítico *uni-caudal* 1,480). Comprovou-se também que não há evidências estatísticas para rejeitar a hipótese nula de médias equivalentes entre os períodos, visto que a estatística *t* calculada (-0,390) está na área de não rejeição da hipótese nula, entre a cauda inferior e superior do intervalo (*t* crítico *bi-caudal* 1,976).

Tabela 6. Teste *t* para a diferença de médias (LPA dos anos -2 e -1, e anos 0, +1 e +2)

Resultados	Anos -2 e -1	Anos 0, +1 e +2
Observações	62	82
Média	0,496	0,712
Variância	12,884	9,059
Kolmogorov-Smirnov	2,477	2,494
<i>p-value</i>	0,00	0,00
<i>F</i> calculado		1,422
<i>F</i> crítico <i>uni-caudal</i>		1,480
<i>t</i> calculado		-0,390
<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>		1,976

Além disso, foi realizado o teste t para verificar se as médias obtidas nos anos -2, -1 e 0 seriam diferentes daquelas obtidas nos anos +1 e +2. Constatou-se que as variâncias foram estatisticamente diferentes (F calculado 4,018 e F crítico *uni-caudal* 1,524), mas as médias não apresentaram o mesmo comportamento. Apesar de valores tão distintos para o LPA, antes e depois da SEO, o resultado (Tabela 7) do teste t não rejeitou a hipótese nula de igualdade entre as médias dos dois períodos.

Tabela 7. Teste t para a diferença de médias (LPA dos anos -2, -1 e 0, e anos +1 e +2)

Resultados	Ano -2, -1 e 0	Ano +1 e +2
Observações	91	53
Média	0,413	0,972
Variância	14,695	3,657
Kolmogorov-Smirnov	3,032	1,453
<i>p-value</i>	0,00	0,03
<i>F</i> calculado		4,018
<i>F</i> crítico <i>uni-caudal</i>		1,524
<i>t</i> calculado		-1,159
<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>		1,977

Com t calculado de -1,159 situado entre a cauda inferior e superior do t crítico bi-caudal (+/- 1,977), não se pode afirmar que, em média, as empresas emissoras de novas ações apresentam valores de LPA diferentes para o período anterior e posterior a SEO.

Em seguida, ao calcular a Margem EBITDA, também era esperado que essa fosse maior no ano que precede a emissão subsequente. Isso porque, conforme as explicações de Martinez (2001), há a tendência de as empresas evitarem reportar resultados negativos de Margem EBITDA. Ademais, Loughran e Ritter (1997) encontraram evidências de que, antes da SEO, as empresas são propensas a gerenciarem seus resultados com a finalidade de melhorar esse indicador. Isso justifica sua utilização para prever o possível comportamento de gerenciamento de resultados contábeis.

Por meio dos resultados apresentados na Tabela 8, pode-se observar que a média da Margem EBITDA é maior nos anos -2 e -1 (23,537%), em comparação com os anos 0, +1 e +2 (22,267%). Porém, assim como para o LPA, quando realizado o teste t para a diferença entre as médias, antes e depois da emissão (anos -2 e -1 em relação aos anos 0, +1 e +2), foram encontradas evidências estatísticas de não rejeição da hipótese nula de igualdade entre as

médias. Os resultados apontaram um t calculado de 0,422, que está entre os valores críticos *bi-caudal* -1,976 e +1,976.

Tabela 8. Teste t para a diferença de médias (Margem EBITDA dos anos -2 e -1, e anos 0, +1 e +2)

Resultados	Anos -2 e -1	Anos 0, +1 e +2
Observações	62	82
Média	23,537	22,267
Variância	339,605	303,037
Kolmogorov-Smirnov	1,665	1,284
<i>p-value</i>	0,00	0,07
<i>F</i> calculado		1,120
<i>F</i> crítico <i>uni-caudal</i>		1,477
<i>t</i> calculado		0,422
<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>		1,976

Quando realizado o teste t (Tabela 9) para os anos -2, -1 e 0 em relação aos anos +1 e +2, verificaram-se resultados similares. No entanto, com F calculado igual a 0,886 e F crítico *uni-caudal* de 0,673, obtiveram-se evidências estatísticas de que as médias possuem variâncias diferentes. Apesar desse resultado, o teste t não apresentou evidências que pudessem rejeitar a hipótese nula de médias equivalentes entre os períodos, visto que o t calculado foi de 0,194 e o t crítico *bi-caudal* de 1,983.

Tabela 9. Teste t para a diferença de médias (Margem EBITDA dos anos -2, -1 e 0, e anos +1 e +2)

Resultados	Ano -2, -1 e 0	Ano +1 e +2
Observações	91	53
Média	23,038	22,428
Variância	304,759	343,809
Kolmogorov-Smirnov	1,686	1,240
<i>p-value</i>	0,00	0,09
<i>F</i> calculado		0,886
<i>F</i> crítico <i>uni-caudal</i>		0,673
<i>t</i> calculado		0,194
<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>		1,983

Também não se pode afirmar que as empresas emissoras de novas ações apresentaram valores de Margem EBITDA diferentes para o período anterior e posterior à SEO. Mesmo que, aparentemente, os resultados indicassem uma Margem EBITDA maior nos períodos que antecederam a SEO, isso não foi comprovado pelos testes estatísticos.

Quanto ao ROA, de acordo com Loughran e Ritter (1997), existe a possibilidade de os gestores gerenciarem os resultados contábeis com a finalidade de também 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. Os resultados da Tabela 10 mostram que, no caso brasileiro, essa situação também parecia estar ocorrendo.

Tabela 10. Teste *t* para a diferença de médias (ROA dos anos -2 e -1, e anos 0, +1 e +2)

Resultados	Anos -2 e -1	Anos 0, +1 e +2
Observações	62	82
Média	5,021	4,615
Variância	61,583	96,202
Kolmogorov-Smirnov	0,767	1,698
<i>p-value</i>	0,60	0,01
<i>F</i> calculado		0,640
<i>F</i> crítico uni-caudal		0,668
<i>t</i> calculado		0,266
<i>t</i> crítico bi-caudal		1,977

Nota-se que a média do ROA foi mais elevada nos anos -2 e -1, o que leva a cogitar a diferença entre as médias dos períodos. Mas, com *t* calculado igual a 0,266 e *t* crítico *bi-caudal* de 1,977, tem-se as evidências de que as médias são estatisticamente iguais. Infere-se, então, que o ROA das empresas que se engajam em operações de SEO não apresenta diferenças entre os valores anteriores e posteriores à emissão de ações.

Ao realizar os testes *F* e *t* (Tabela 11) para os anos -2, -1 e 0 em relação aos anos +1 e +2, verificou-se que os resultados apresentaram variâncias diferentes entre os períodos, mas ainda assim, as médias continuaram a evidenciar comportamento estatisticamente equivalente.

Tabela 11. Teste *t* para a diferença de médias (ROA dos anos -2, -1 e 0, e anos +1 e +2)

Resultados	Ano -2, -1 e 0	Ano +1 e +2
Observações	91	53
Média	4,367	5,517
Variância	100,724	47,024
Kolmogorov-Smirnov	1,523	0,739
<i>p-value</i>	0,02	0,65
<i>F</i> calculado		2,142
<i>F</i> crítico uni-caudal		1,524
<i>t</i> calculado		-0,814
<i>t</i> crítico bi-caudal		1,977

Deve-se ressaltar que grande parte das amostras utilizadas nos testes não apresentaram distribuição normal (teste Kolmogorov-Smirnov, apêndice A), considerando-se o nível de significância de 5%. Uma das possibilidades para esse fato é que a média pode estar sendo influenciada pelos valores extremos, o que em distribuições assimétricas desloca a média para os dados extremos da distribuição, podendo, portanto, não ser a medida de tendência central mais representativa.

Depois de analisados todos esses resultados, encontraram-se evidências significativas para rejeitar a hipótese (H_1) de que as companhias que realizaram SEO apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam a emissão subsequente de novas ações. Isso foi inferido a partir do teste t para a diferença entre as médias antes e depois da SEO para a LPA, Margem EBITDA e ROA.

Apesar dos resultados encontrados, não ficou claro se existiu ou não, por parte dos gestores, ação oportunista para gerenciar resultados contábeis nos anos que antecederam a SEO. Assim, após a análise dos indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas, antes e depois da SEO, partiu-se para a estimação dos *accruals* discricionários. O intuito foi verificar se, por meio dessa técnica, evidenciava-se a prática de gerenciamento de resultados contábeis, com a intenção de aumentar o lucro no ano que antecedia a SEO. Portanto, a utilização dos *accruals* discricionários, como *proxy* para a verificação do gerenciamento de resultados, é uma técnica adicional para analisar o fenômeno de melhoria do desempenho econômico-financeiro antes da SEO. Essa análise levou em consideração a utilização do modelo proposto por Jones (1991).

Também foi realizada a estimação dos *accruals* discricionários pelo modelo Jones Modificado (1995), proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). O fato é que, neste modelo, a variável representativa das variações das Contas a Receber é incorporada e, portanto, tem-se a possibilidade de as empresas estarem gerenciando seus resultados contábeis por meio da Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa.

Dessa forma, optou-se por realizar o teste t para a diferença de médias dos *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones (1991) e Jones Modificado (1995), para verificar se, com o incremento das Contas a Receber, os *accruals* discricionários apresentariam médias

diferentes nos dois modelos. Pesquisas precedentes (RANGAN, 1998; TEOH; WELCH; WONG, 1998a), em âmbito internacional, utilizaram ambos os modelos, evidenciando que o nível de empresas com *accruals* discricionários positivos é relativamente mais elevado nos anos próximos da SEO (ano₋₁, ano₀ e ano₊₁).

4.3 ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS PARA AUMENTAR LUCROS COM USO DE *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS

4.3.1 *Estimação dos accruals discricionários pelo modelo Jones (1991)*

Neste tópico, considera-se a estimação dos *accruals* discricionários pelo modelo Jones (1991) [Equação 14], o qual explica o montante dos *accruals* discricionários pela variação na Receita e nos investimentos em Ativos Permanentes. Entretanto, segundo Jones (1991), as variações nos *accruals* totais dependem de circunstâncias econômicas da empresa. Por exemplo, se os *accruals* totais são função das Receitas (*accruals* não-discricionários), uma mudança negativa nesses *accruals* pode simplesmente ter sido originada de variações no desempenho econômico-financeiro das empresas, o que não se caracteriza como gerenciamento de resultados contábeis.

Conforme estabelecido anteriormente, os elevados níveis de *accruals* discricionários, positivos ou negativos, não são necessariamente fruto de gerenciamento de resultados contábeis, já que mudanças extremas nos *accruals* não-discricionários podem alterar consideravelmente os resultados dos erros da regressão. Apesar dos aperfeiçoamentos realizados, a primeira versão do Modelo Jones (1991) ainda é muito utilizada na pesquisa acadêmica nacional e internacional.

Para dar continuidade ao estudo, foram estimadas cinco regressões para Cortes Transversais utilizando todas as observações/ano. Ao analisar os *accruals* discricionários das regressões notou-se a presença de observações extremas em relação à média e a mediana das amostras/ano.

Wooldridge (2008) afirma que, com conjuntos de dados pequenos, as estimativas de MQO são influenciadas por uma ou diversas observações extremas ou atípicas (*outliers*). De maneira imprecisa, uma observação é extrema se sua eliminação de uma análise de regressão produz mudança de “grande” monta nas estimativas de MQO. Outro ponto de destaque é que os valores extremos também podem surgir quando se faz a amostragem de uma pequena população, quando há nela um ou vários membros muito diferentes do resto da população em alguns aspectos relevantes.

Por conseguinte, realizou-se a retirada das observações com valor de *DfFits*, em valor absoluto, maior que 2. Isso ocasionou a exclusão de quatro observações, duas no ano₀ e duas no ano₊₂. Essas observações apresentaram *accruals* discricionários menores e maiores que dois desvios-padrão, o que pode ter influenciado nos ajustamentos das regressões e, conseqüentemente, comprometido as análises. Quanto à medida *DfBetas*, verificou-se que algumas observações apresentaram maior impacto na estimação de cada um dos coeficientes de regressão (o Apêndice C expõe graficamente os resultados obtidos).

Foram estimadas novas regressões após a exclusão dos *outliers* do ano₀ e ano₊₂. Essas regressões apresentaram melhor ajustamento, com *R*²-ajustado e estatística-*F*, respectivamente, iguais a 0,246 e 5,576 para o ano₀, e, 0,906 e 102,369 para o ano₊₂. Houve também melhora considerável na significância estatística dos coeficientes (o Apêndice D expõe os resultados obtidos por meio das regressões sem os *outliers* (ano₋₂, ano₋₁ e ano₊₁) e com *outliers* (ano₀ e ano₊₂)).

Em seguida, respeitando-se o nível de significância de 5%, foi realizado, para cada ano, o teste *t* para a diferença de médias dos *accruals* discricionários da amostra completa e da amostra sem *outliers*. Conforme descrito na metodologia da pesquisa, esse teste determina se existe diferença significativa entre as médias aritméticas de duas populações, neste caso a amostra contendo todas as empresas e a amostra sem os *outliers*.

Após realizar o teste *t* para a diferença de médias, não se verificaram evidências estatísticas para rejeitar a hipótese nula de que as médias dos *accruals* discricionários absolutos são iguais, com ou sem *outliers*, mesmo naqueles anos em que o ajustamento da regressão foi melhor depois de retirá-los. É importante salientar que, em todos os anos, as variâncias dos

accruals discricionários foram estatisticamente diferentes, o que sugeriu o teste *t* presumindo variâncias diferentes.

Conseqüentemente, após os resultados obtidos pelo teste *t*, decidiu-se realizar as análises do ano₀ e ano₊₂ com a amostra sem *outliers*, mesmo incorrendo no risco de retirar empresas que apresentaram elevados níveis de *accruals* discricionários advindos de práticas de gerenciamento de resultados contábeis. Nos outros anos, as análises se basearam na amostra completa das empresas.

Quanto aos resultados de cada regressão/ano, nota-se que, para o ano₋₂, todos os coeficientes não foram significativos nos níveis usuais de significância estatística (1%, 5% e 10%). A regressão apresentou *R*²-ajustado de 0,019 e estatística-*F* igual a 1,2931, com *p-value* 0,29 (Tabela 12).

Tabela 12. Resultados da regressão para o ano₋₂

$$ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$$

Preditores	Coef.	S. Esp.	Estatística-t	p-value
α	-0,0039	?	-0,1270	0,89
β_1	0,0410	+/-	1,1860	0,24
β_2	-0,0767	-	-1,0559	0,30
<i>R</i> ² ajustado	0,019			
Estatística-F	1,2931		<i>p-value</i>	0,29
N	31			

S. Esp. é o sinal esperado dos coeficientes. *, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente. ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações das Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Para esse ano, os resultados não são significativos, devido ao baixo poder de explicação do modelo e os coeficientes das variáveis explicativas não serem estatisticamente diferentes de zero.

Levando-se em consideração os níveis de significância adotados na pesquisa, não existem evidências estatísticas para rejeitar ou não rejeitar as hipóteses estabelecidas, visto que para o ano₋₂ o modelo proposto por Jones (1991) não foi capaz de estimar corretamente o valor dos *accruals* discricionários. Isso pode estar relacionado ao fato de o componente discricionário ser mais evidente no ano₋₁, ano₀ e ano₊₁. Conforme explicitado anteriormente, outras

pesquisas (LOUGHRAN; RITTER, 1997; RANGAN, 1998; TEOH; WELCH; WONG, 1998a) já mostraram que é nesse intervalo que as empresas são mais propensas a atuar com discricionariedade em seus resultados contábeis.

Para o ano₋₁, a regressão apresentou R^2 -ajustado de 0,316 e estatística- F de 7,9401, significativa a 1%. O coeficiente β_1 não foi significativo. O coeficiente β_2 apresentou significância estatística e seu sinal está de acordo com o esperado, já que a variável AP_i evidencia que é positivamente correlacionada com as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão, sendo este o principal direcionador destas despesas, portanto espera-se que o sinal desse coeficiente seja sempre negativo.

Tabela 13. Resultados da regressão para o ano₋₁

$$ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$$

Preditores	Coef.	S. Esp.	Estatística-t	p-value
α	0,1066	?	2,1508	0,04**
β_1	0,0743	+/-	0,8781	0,38
β_2	-0,2625	-	-2,8628	0,00*
R^2 ajustado	0,316			
Estatística-F	7,9401		p-value	0,00*
N	31			

S. Esp. é o sinal esperado dos coeficientes. *, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente. ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações das Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Apesar de o parâmetro β_1 não apresentar significância estatística, decidiu-se conservar a variável ΔREC_i . Na pesquisa de Martinez (2001), ocorreu fato similar. Ao utilizar o modelo de Kang e Silvaramakrishnan (1995), o autor verificou que a variável AP_i possuía coeficiente com estatística- t na área de não-rejeição da hipótese nula. Ou seja, o coeficiente ligado àquela variável não era estatisticamente diferente de zero. Entretanto, o modelo, por se mostrar mais completo com a permanência daquela variável, evidenciou resultados satisfatórios com significante estatística- F .

Na pesquisa de Lopes e Tukamoto (2007), foi mantida a variável ΔREC_i mesmo quando ela apresentou coeficiente estatisticamente igual a zero. Os autores mantiveram a variável para poder estimar os *accruals* discricionários pelo modelo Jones Modificado (1995). É importante salientar que, no estudo de Lopes e Tukamoto (2007), a significância da

estatística- F também foi satisfatória, o que os motivou a manter a variável, embora reconhecendo os riscos de novos problemas de mensuração estarem sendo incorporados. Contudo, incluir variáveis irrelevantes pode ter efeitos indesejáveis sobre as variâncias dos estimadores de MQO, sendo estes efeitos considerados como fator limitante dessa pesquisa.

A Tabela 14 fornece alguns resultados obtidos para os *accruals* discricionários

Tabela 14. *Accruals* discricionários do ano.₁

<i>Accruals</i> Discricionários	
Média*	0,0667
Desvio-padrão	0,0503
Negativos	54,8%
Positivos	45,2%
Kolmogorov-Smirnov	0,819
<i>p-value</i>	0,513

* valores absolutos

Constatou-se que 54,8% das empresas apresentaram *accruals* discricionários negativos (diminuindo seus resultados) e 45,2%, *accruals* discricionários positivos (aumentando seus resultados). Todavia, apesar de a maioria das empresas apresentarem *accruals* discricionários negativos, verificou-se que aquelas que apresentaram *accruals* discricionários positivos tiveram valor médio desses *accruals* de 0,0738, enquanto o valor médio dos negativos foi -0,0608. Esse fato intrigante fez com que o lucro, em porcentagem dos ativos totais, crescesse em média 1,5% em relação ao ano.₂.

Ao avaliar o comportamento dos *accruals* discricionários, nota-se que 25% das empresas apresentaram valores menores que -0,0485 e outras 25%, valores maiores que 0,0648. Outro ponto de destaque é que os *accruals* discricionários médios das empresas que estão abaixo do 1º quartil somam o valor de -0,0868, sendo que os *accruals* discricionários médios das empresas que estão acima do 3º quartil somam o valor de 0,1066. Isso sinaliza a possibilidade daquelas empresas, situadas acima do 3º quartil, estarem utilizando com maior agressividade os *accruals* discricionários na intenção de elevar seus lucros no período que antecede à emissão.

Ainda, de acordo com os resultados apresentados, não se pode afirmar que, em média, as empresas emissoras de novas ações estejam mais propensas a gerenciarem seus resultados positivamente, elevando seus lucros, no ano que antecede a emissão. Esse fato fica evidente quando se leva em consideração que, do total de 31 empresas, apenas 14 apresentaram *accruals* discricionários positivos (aumentando seus resultados). O Gráfico 3 apresenta os *accruals* discricionários por empresa no ano₋₁.

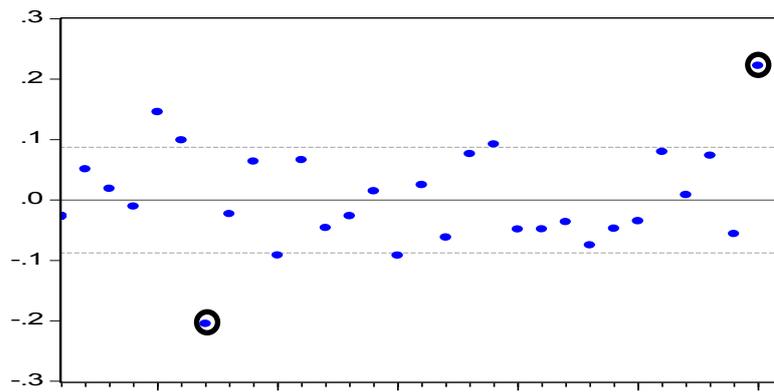


Gráfico 3. *Accruals* discricionários (resíduos da regressão) do ano₋₁. O eixo horizontal representa as empresas. O eixo vertical representa o valor dos *accruals* discricionários de cada empresa.

Destaca-se nesse ano, por exemplo, o comportamento das duas empresas que apresentaram níveis mais elevados de *accruals* discricionários. Para a empresa situada na posição 7, encontrou-se o valor de -0,2048 de *accruals* discricionários. Esta empresa reportou um prejuízo por ação no valor de R\$ 37,39 e seu ROA foi de -27,4%. No ano anterior, ela também apresentou resultados extremamente ruins para o LPA e ROA. Assim, por essa análise, pode-se depreender que estes resultados são mais prováveis de terem ocorrido devido a um desempenho econômico-financeiro ruim por parte da empresa, o que não se caracteriza como gerenciamento de resultados contábeis.

A companhia situada na posição 30 apresentou *accruals* discricionários iguais a 0,222. Com aumento médio do lucro do ano₋₂ para o ano₋₁, a empresa também apresentou LPA de R\$ 0,45. O ROA cresceu de 2,8% em -2 para 3,1% em -1. Esses resultados podem estar mostrando que a empresa tenha tomado uma atitude discricionária quanto ao reconhecimento de *accruals* dentro das operações contábeis.

No ano₀, os resultados também não foram conclusivos, visto que o coeficiente β_1 não foi estatisticamente significativo nos níveis usuais de significância (1%, 5% e 10%). Os resultados apontaram que, por esse coeficiente ter sinal positivo, a variável ΔREC_i relaciona-se positivamente com os *accruals* totais das empresas. A variável AP_i tem, como esperado, relação negativa com os *accruals* totais (-0,1825). Para esse ano, o ajustamento da regressão, mensurado pelo R^2 -ajustado (0,246), foi aproximadamente quatro vezes maior do que o obtido com a amostra completa (0,066). A estatística- F , com valor de 5,5769, também foi satisfatória, apresentando *p-value* de 0,00.

Tabela 15. Resultados da regressão para o ano₀

$$ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$$

Preditores	Coef.	S. Esp.	Estatística-t	p-value
α	0,0691	?	2,0492	0,05**
β_1	0,0187	+/-	0,2114	0,83
β_2	-0,1824	-	-2,9433	0,00*
R^2 ajustado	0,246			
Estatística-F	5,5769		<i>p-value</i>	0,00*
N	29			

S. Esp. é o sinal esperado dos coeficientes. *, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente. ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações das Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

A Tabela 16 mostra os resultados obtidos para os *accruals* discricionários do ano₀, após manter a variável ΔREC_i com seu respectivo parâmetro, assim como no ano₋₁.

Tabela 16. *Accruals* discricionários do ano₀

<i>Accruals</i> Discricionários	
Média*	0,0535
Desvio-padrão	0,0372
Negativos	48,3%
Positivos	51,7%
Kolmogorov-Smirnov	0,503
<i>p-value</i>	0,962

* valores absolutos

Os resultados apontam que 48,3% das empresas apresentaram *accruals* discricionários negativos e 51,7%, *accruals* discricionários positivos. Em comparação com o ano₋₁, o nível de *accruals* discricionários foi aparentemente menor. Entretanto, apesar de a média para o ano₋₁ ser de 0,0667 e para o ano₀, de 0,0535, não se pode afirmar que houve diferença estatística entre elas. Isso ficou comprovado ao se realizar o teste t para a diferença entre as médias, o qual apresentou t calculado de 1,150, enquanto o t tabelado foi 2,001. Portanto, rejeita-se a

hipótese nula de que os *accruals* discricionários do ano que antecede a SEO são mais elevados que no próprio ano da emissão.

Quando avaliado o comportamento dos *accruals* discricionários, observou-se que, no ano₀, 25% das empresas apresentaram valores menores que -0,0538 e outras 25%, valores maiores que 0,0403. Foi observado que os *accruals* discricionários médios das empresas que estão abaixo do 1º quartil somaram -0,0807, enquanto os *accruals* discricionários médios das empresas que estão acima do 3º quartil, 0,0843. Para ambos os grupos de empresas, foram evidenciados, respectivamente, *accruals* discricionários médios aproximadamente oito vezes menores e oito vezes maiores que a mediana (0,0052).

No ano da emissão não fica tão claro qual o comportamento médio da amostra. Apesar de os resultados apontarem que uma tendência das empresas em gerenciar negativamente, estas evidências devem ser analisadas com cuidado, visto que a diferença dos resultados é muito pequena. Do total de 29 empresas, 14 (48,3%) apresentaram *accruals* discricionários negativos e 15 (51,7%) apresentaram valores positivos.

Verificou-se que, nesse ano, por exemplo, a empresa situada na posição 5 apresentou valores de *accruals* discricionários positivos e em níveis idênticos aos do ano₋₁. O comportamento de seus indicadores foi similar ao do ano₋₁, o que já era esperado, uma vez que não ocorreu grande alteração no volume de *accruals* discricionários. Essa empresa apresentou ROA de 4,8% em -1 e 5,1% no ano₀. Já o indicador de LPA passou de R\$ 0,24 para R\$ 0,30. Seu Lucro Líquido ponderado pelos Ativos Totais de -1 manteve-se estável, próximo de R\$ 0,06.

O Gráfico 4 mostra o comportamento dos *accruals* discricionários por empresa no ano₀.

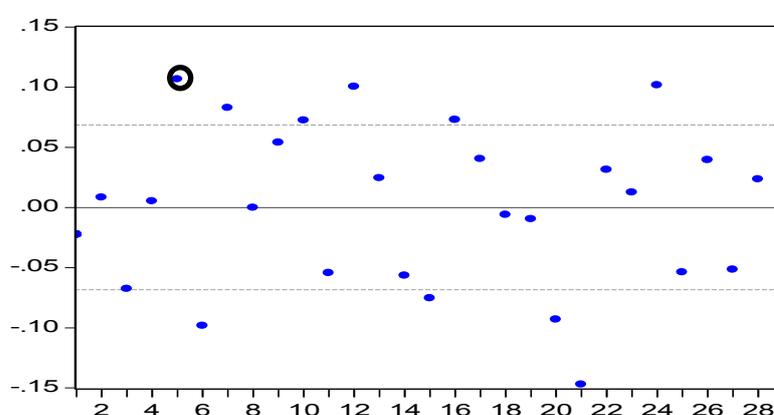


Gráfico 4. *Accruals* discricionários (resíduos da regressão) no ano₀. O eixo horizontal representa as empresas. O eixo vertical representa o valor dos *accruals* discricionários de cada empresa.

Além dos pontos destacados, no ano₀, pelo menos cinco empresas apresentaram *accruals* discricionários com valores < 0,01 e > -0,01. Isso mostra o baixo grau de tendência de discricionariedade de dessas empresas no ano da emissão de novas ações.

Assim como no ano anterior, para o ano₊₁, os resultados demonstraram a ΔREC_i com relação positiva (0,1790) sobre os *accruals* totais das companhias e a variável AP_i apresentou, como esperado, relação negativa com os *accruals* totais (-0,2295). Verifica-se que todos os coeficientes foram significativos. O R^2 -ajustado foi de 27,9%, e a estatística- F , de 6,8332, com p -value significativo a 1%.

Tabela 17. Resultados da regressão para o ano₊₁

$$ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$$

Preditores	Coef.	S. Esp.	Estatística-t	p-value
α	0,1137	?	2,1635	0,03**
β_1	0,1790	+/-	2,0428	0,05**
β_2	-0,2295	-	-2,5345	0,01*
R^2 ajustado	0,279			
Estatística-F	6,8332		p -value	0,00*
N	31			

S. Esp. é o sinal esperado dos coeficientes. *, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente. ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações das Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Nota-se que o impacto dos AP_i sobre os *accruals* totais aumentou em relação ao ano anterior, pois no ano₀ o coeficiente β_2 apresentou valor de -0,1824 e em +1 foi de -0,2295. Os Ativos Permanentes das empresas apresentaram maior impacto sobre os *accruals* totais no ano₋₁, acompanhado pelo ano₊₁. Para a variável ΔREC_i , o comportamento foi de acréscimo do ano₀ (0,0187) para o ano₊₁ (0,1790).

É possível que esses resultados confirmem as estatísticas descritivas, mostrando que, nos períodos analisados, ao crescer em média 18,41%, com desvio-padrão de 39,47%, as Receitas tiveram maior impacto nos *accruals* totais, por meio dos Circulantes (12,90%), em detrimento dos Ativos Permanentes, que direcionaram as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão. Os Ativos Permanentes cresceram em média 44,19%, com as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão atingindo crescimento médio de 4,06%.

O aumento significativo do coeficiente β_1 está ligado ao crescimento médio dos *accruals* correntes desse ano. Em +1, as empresas apresentaram, por exemplo, volume médio de Contas a Receber maior do que no ano₀, o que sugere a possibilidade de aumento do montante que será provisionado para se prevenir contra Créditos de Liquidação Duvidosa. Notou-se, também, grande variação nas contas circulantes desse ano. Isso é um fator que contribui para o aumento do impacto das Receitas nos *accruals* totais, já que os *accruals* correntes, um dos componentes dos *accruals* totais, são altamente correlacionados com as Receitas.

Com o crescimento das Receitas, pode-se ter o reconhecimento de provisões excessivas, por exemplo, Garantia com Clientes. Não obstante, para que houvesse crescimento das Receitas, as empresas possivelmente também apresentaram crescimento em seus Estoques, que podem ter sido utilizados como ferramenta de gerenciamento de resultados. Quando se deixa de reconhecer no exercício corrente da empresa itens não-incluídos no custo dos estoques (ex. valor anormal de desperdício de materiais, mão de obra ou outros insumos de produção), lançando-os no próximo exercício, contribui-se para a não redução do lucro do período.

Pelos resultados obtidos (Tabela 18), 58,1% das empresas apresentaram *accruals* discricionários negativos e 41,9%, *accruals* discricionários positivos. O valor médio dos *accruals* discricionários positivos (0,1024) supera o dos negativos (-0,0739), o que levou ao crescimento da variação média do lucro de toda a amostra.

Tabela 18. *Accruals* discricionários do ano₊₁

<i>Accruals</i> Discricionários	
Média*	0,0859
Desvio-padrão	0,0748
Negativos	58,1%
Positivos	41,9%
Kolmogorov-Smirnov	1,179
<i>p-value</i>	0,124

* valores absolutos

O valor médio dos *accruals* discricionários das empresas situadas abaixo do 1º quartil foi de -0,1059. Para as 25% que se localizam acima do 3º quartil, o valor médio foi de 0,1516. Como o 3º quartil tem valor de 0,0380, percebe-se que as companhias situadas acima dele

evidenciaram maior agressividade para gerenciarem resultados contábeis no intuito de elevar os lucros. Isso ajuda a confirmar o valor médio (0,1024) dos *accruals* positivos e a tamanha variação positiva do lucro em relação a todos os outros anos. O Gráfico 5 apresenta os *accruals* discricionários por empresa no ano₊₁, onde pode-se verificar a concentração de resultados negativos.

Nota-se que para o ano₊₁ quatro empresas apresentaram comportamento discrepante das outras. Entretanto, somente duas (16 e 30) tiveram *accruals* discricionários acima de dois desvios-padrão em relação à média da amostra. Assim como no ano₀, a empresa 16 apresentou novamente *accruals* discricionários com valores positivos (0,2695) bem acima da média apresentada pelas outras empresas. Os seus indicadores e *accruals* discricionários continuaram em ascensão, indicando que essa empresa pode ter realizado gerenciamento de resultados contábeis para aumentar lucros.

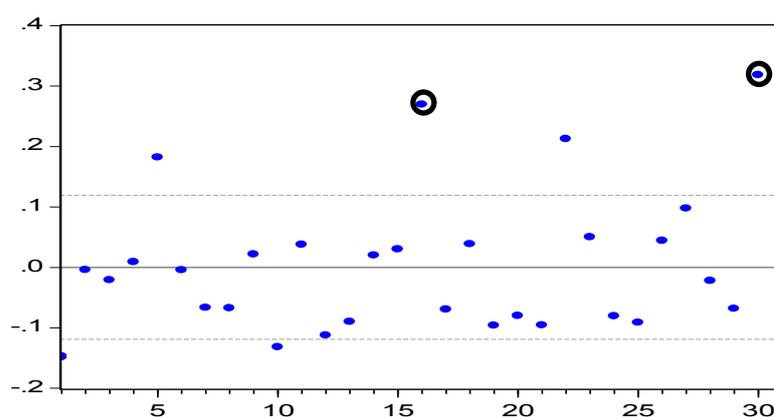


Gráfico 5. *Accruals* discricionários (resíduos da regressão) do ano₊₁. O eixo horizontal representa as empresas; e o eixo vertical representa o valor dos *accruals* discricionários de cada empresa.

Os resultados obtidos para o ano₊₂ apresentaram R^2 -ajustado de 0,906 e estatística- F 102,3692 com p -value de 0,00. Evidencia-se significativa melhora no ajustamento da regressão, comparando-se com os anos anteriores.

Tabela 19. Resultados da regressão para o ano₊₂

$$ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$$

Preditores	Coef.	S. Esp.	Estatística-t	p-value
α	-0,0024	?	-0,1143	0,91
β_1	0,1605	+/-	33,0901	0,00*
β_2	-0,0798	-	-1,9275	0,06**
R^2 ajustado	0,906			
Estatística-F	102,369		p-value	0,00*
N	22			

S. Esp. é o sinal esperado dos coeficientes. *, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente. ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações das Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Ambos os parâmetros, β_1 e β_2 , apresentaram significância estatística. Nota-se que o coeficiente β_1 apresentou maior discrepância de valores nos anos +1 e +2. Isso leva a entender que, devido a essa grande variação média positiva da Receita, corroborada pela estatística descritiva, houve maior impacto no valor dos *accruals* totais.

Nesse ano foi registrada a maior variação média das receitas (R\$ 0,329) em relação a todos os outros anos da amostra (R\$ 0,162). Esse fato pode representar um aumento nas atividades operacionais das empresas, o que leva a maiores valores de Receitas. Entretanto, aumento significativo nas Receitas também pode ser devido a atitudes discricionárias dos gestores. Estes podem reconhecer Receitas de forma antecipada relativas a atividades em que deveriam ser reconhecidas em data futura, por exemplo, aquelas advindas de serviços executados em que o pagamento é realizado por percentagem de atividade completada. Assim, os gestores podem fazer antecipações para aumentar as Receitas do período corrente, proporcionando informações melhores sobre as atividades e o desempenho da empresa.

Outro ponto de destaque para esse ano foi o elevado valor (33,090) do desvio-padrão do parâmetro β_1 , expondo a discrepância dos portes das empresas e dos setores. Deve-se levar em consideração que, pela amplitude do intervalo de confiança ser proporcional ao desvio-padrão do coeficiente β_1 , quanto maior o desvio-padrão, maior a incerteza quanto ao valor do parâmetro desconhecido ($\hat{\beta}_1$).

Quanto aos valores dos *accruals* discricionários, constata-se que 45,5% das empresas apresentaram valores negativos, enquanto 54,5% deles apresentaram valores positivos. O

comportamento foi o inverso do ano anterior, pois a média absoluta caiu de 0,0859 para 0,0320. Também ocorreu a redução do desvio-padrão dos *accruals* discricionários, mostrando-se em patamar mais normal em relação aos outros anos.

Apesar de a maioria das empresas apresentarem *accruals* discricionários positivos (Tabela 19), verificou-se que aquelas que apresentaram *accruals* discricionários negativos foram mais agressivas, visto que o valor médio desses *accruals* (-0,0352) supera o valor médio dos positivos (0,0293). Ainda que a maioria das empresas apresentasse *accruals* discricionários positivos, a variação média do lucro de toda a amostra decresceu em relação ao ano anterior. Nota-se que 25% das empresas apresentaram valores menores que -0,0253 e outras 25% apresentaram valores maiores que 0,0269; e os *accruals* discricionários médios das empresas que estão abaixo do 1º quartil somam o valor de -0,0523, enquanto nas empresas que estão acima do 3º quartil eles somam o valor de 0,0447.

Tabela 20. *Accruals* discricionários do ano₊₂

<i>Accruals</i> Discricionários	
Média*	0,0320
Desvio-padrão	0,0227
Negativos	45,5%
Positivos	54,5%
Kolmogorov-Smirnov	0,638
<i>p-value</i>	0,810

* valores absolutos

A Gráfico 6 apresenta os *accruals* discricionários por empresa no ano₊₂. Assim como nos outros anos, percebe-se que algumas empresas se destacam com maiores valores de *accruals* discricionários positivos e negativos.

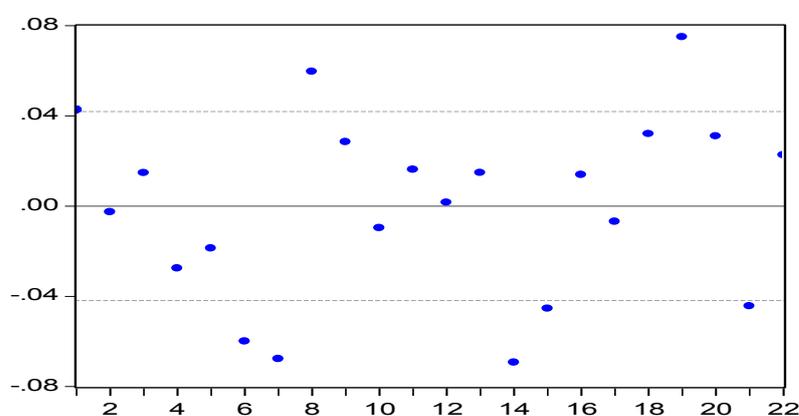


Gráfico 6. *Accruals* discricionários (resíduos da regressão) do ano₊₂. O eixo horizontal representa as empresas. O eixo vertical representa o valor dos *accruals* discricionários de cada empresa.

Deve-se ressaltar que, no ano₊₂, a média dos *accruals* discricionários, em termos absolutos (0,0320), foi a menor dentre os anos pesquisados, o que caracteriza menor discricionarieidade por parte das companhias estudadas. Soma-se a isso o fato de as companhias apresentarem *accruals* discricionários no intervalo de -0,075 a 0,075, enquanto nos outros anos esse intervalo foi de aproximadamente de -0,15 a 0,15.

Ressalta-se que o objetivo da pesquisa é verificar se, na média, as empresas brasileiras que realizaram SEO no período de 1999 até 2008 gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar os lucros ou evitar reportar prejuízos, valorizando, assim, suas ações no momento da nova oferta. Dessa forma, não é objetivo dessa pesquisa estudar empresa por empresa, mas somente obter resultados em termos médios para a amostra estabelecida. Por ventura, conforme exposto nos parágrafos anteriores, surgiram exemplos de casos específicos para verificar se algumas empresas apresentaram a tendência ou não de gerenciamento de resultados contábeis.

Diante dos resultados médios obtidos, verifica-se que, no ano₋₁, com *accruals* discricionários médios positivos de 0,0738, superior ao valor de -0,0608 da média dos *accruals* discricionários negativos, a variação média do lucro aumentou em relação ao ano₋₂. O inverso ocorreu no ano₀, quando os *accruals* discricionários médios negativos (-0,0554) foram superiores aos positivos (0,0517), o que fez reduzir os lucros. Mesmo que a maioria das empresas apresentasse *accruals* discricionários positivos, os valores ainda não superariam aquelas que fizeram o contrário. Percebe-se que, em média, ocorre uma elevação dos lucros da amostra no ano anterior à emissão (ano₋₂ 0,0499 e ano₋₁ 0,0639), mas no próprio ano da SEO esse fato não é verdadeiro (0,0474).

No ano posterior à SEO, as empresas elevam novamente seus lucros (0,0761), quando comparados com os lucros do ano₀. Entretanto, no ano₊₂, o lucro é reduzido para 0,0623, ficando em patamares iguais aos do ano₋₁.

O que se depreende dessa análise é que os valores dos *accruals* discricionários oscilam entre os períodos analisados. Martinez (2001) explica que, por exemplo, as oscilações podem ocorrer quando se deixa de reconhecer deliberadamente as Despesas de Depreciação de determinado período. Esse fato terá impacto positivo no período corrente, mas influenciará

negativamente o período futuro, quando se tenha que reconhecer cumulativamente as despesas não lançadas nos períodos anteriores.

O mesmo fenômeno pode ocorrer em sentido contrário: pode-se reconhecer, no período corrente, Despesa de Depreciação que só deveria ser lançada no exercício seguinte. Ao fazer isso, prejudica-se o resultado no período corrente, a favor de resultado mais folgado no exercício futuro. Fica evidente que determinado padrão de gerenciamento de resultados contábeis não pode ser mantido por muito tempo, pois em algum momento ocorrerá a reversão dos *accruals* discricionários.

Na amostra pesquisada, não se obtiveram resultados estatísticos significativos para comprovar que a média dos *accruals* discricionários no ano que antecede a emissão é mais elevada que aquela apresentada nos anos 0, +1 e +2. Assim, não existem evidências significativas de que as empresas brasileiras que realizaram SEO apresentam maiores níveis de *accruals* discricionários nos anos que antecedem a emissão, rejeitando-se a hipótese H_2 , conforme resultados apresentados na Tabela 21 (médias equivalentes com t calculado $<$ t crítico bi-caudal).

Tabela 21. Teste t para a diferença de médias dos *accruals* discricionários antes e após a SEO

Resultados	Ano.₋₁	Ano 0, +1 e +2
Observações	31	82
Média	0,0667	0,0626
Variância	0,0025	0,0031
Kolmogorov-Smirnov	0,818	1,224
<i>p-value</i>	0,515	0,100
<i>F</i> calculado		0,807
<i>F</i> crítico uni-caudal		0,584
<i>t</i> calculado		0,381
<i>t</i> crítico bi-caudal		2,000

4.3.2 Estimação dos *accruals* discricionários pelo modelo Jones Modificado (1995)

Também foram estimados os *accruals* discricionários pelo modelo Jones (1991) em sua versão modificada (Equação 19). Optou-se por acrescentar os resultados obtidos por esse

modelo devido ao fato de o modelo Jones (1991) não levar em consideração a variável que representa as variações das Contas a Receber. A Tabela 22 mostra os resultados obtidos.

Nota-se que, ao incorporar, no modelo proposto por Jones (1991), a variação das Contas a Receber (ΔCR_i), subtraindo a variação das Receitas Líquidas Operacionais (ΔREC_i), esta continua explicando de forma satisfatória os *accruals* discricionários somente no ano₊₂.

Tabela 22. Resultados da regressão modelo Jones Modificado (1995)

$$ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1(\Delta REC_i - \Delta CR_i) + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$$

	S. Esp.	Ano ₋₂	Ano ₋₁	Ano ₀	Ano ₊₁	Ano ₊₂
α	?					
Coef,		-0,0034	0,1294	0,0743	0,1562	-0,0013
Estatística-t		-0,1072	2,7247	2,3533	2,5848	-0,0795
p-value		0,91	0,01*	0,02**	0,01*	0,93
β_1	+/-					
Coef,		0,0410	-0,0098	-0,0018	-0,0447	0,1716
Estatística-t		1,0255	-0,1013	-0,0203	-0,4125	31,5981
p-value		0,31	0,92	0,98	0,68	0,00*
β_2	-					
Coef,		-0,0756	-0,2836	-0,1889	-0,2578	-0,0786
Estatística-t		-1,0363	-3,2023	-3,1349	-2,2719	-2,1747
p-value		0,30	0,00*	0,00*	0,01*	0,04**
R^2 ajustado		0,009	0,291	0,244	0,143	0,907
Estatística-F		1,1508	7,1589	5,5266	3,2599	104,4663
p-value		0,33	0,00	0,00	0,05	0,00
N		31	31	29	31	22

S. Esp. é o sinal esperado dos coeficientes. *, **, ***: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente. ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações das Receitas Líquidas Operacionais; ΔCR_i são as variações das Contas a Receber; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

De acordo com os resultados, não foi possível aferir conclusões estatisticamente confiáveis sobre o nível de *accruals* discricionários do ano₋₂. Nos anos -1, 0 e +1, o coeficiente β_1 não foi estatisticamente significativo. Ademais, com exceção do ano₊₂, os outros anos apresentaram regressões com ajustamento inferior (piores resultados para R^2 -ajustado e estatística-F) àquelas estimadas pelo modelo Jones (1991).

Para efeito de comparabilidade, optou-se por realizar o teste *t* para a diferença de médias entre os *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones (1991) e sua versão modificada. Considerando-se o nível de significância estatística de 5%, os resultados apontaram que as variâncias das duas amostras são homogêneas ($\sigma_J^2 = \sigma_{JM}^2$, p-value 0,29). Para as médias,

observou-se que não existem evidências (*p-value* 0,97) para rejeitar a hipótese nula de igualdade entre as médias dos *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones (1991) e sua versão modificada.

Portanto, ao concluir que não existem diferenças significativas entre os *accruals* discricionários estimados pelos dois modelos, as análises da pesquisa podem continuar se baseando no modelo Jones (1991). Assim, optou-se por manter todas as análises realizadas nos parágrafos precedentes.

4.4 MENSURAÇÃO DOS NÍVEIS DE *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS NAS EMPRESAS QUE REALIZARAM EMISSÕES MISTAS DE AÇÕES

Geralmente, neste tipo de oferta, existem emissões de ações de grandes acionistas ligados às companhias. Em uma distribuição mista, a companhia capta recursos para si mesma por meio da oferta pública de distribuição primária de ações, e os grandes acionistas (acionistas vendedores) vendem suas ações por meio da oferta pública de distribuição secundária de ações. Ou seja, nesse tipo de distribuição há uma oferta primária e uma oferta secundária, concomitantemente. Entende-se que seja necessário aferir se, dentre essas ofertas, existem emissões de ações de companhias que apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários.

Esse tipo de avaliação é de extrema relevância, pois, conforme Lopes e Tukamoto (2007), o mercado de capitais brasileiro é extremamente concentrado, com poucas (frequentemente nenhuma) companhias detendo o controle acionário negociado em bolsa. Portanto, o papel da contabilidade como redutora da assimetria de informações entre administradores e investidores é reduzido, uma vez que os proprietários têm acesso privilegiado às informações das companhias. Desse modo, existe a possibilidade de os acionistas vendedores serem controladores ou gestores dessas companhias, os quais podem estar propensos a gerenciarem resultados na intenção de obterem maiores lucros na venda de suas ações ao mercado, em detrimento de novos e/ou pequenos acionistas.

A análise das emissões mistas de ações foi realizada nos anos -1, 0 e +1, totalizando onze empresas/ano. Os resultados obtidos nas regressões estimadas pelo modelo Jones (1991), no tópico 4.3.1, apontaram que, dessas onze empresas, pelo menos seis no ano₋₁, sete no ano₀ e cinco no ano₊₁ apresentaram valores negativos relacionados aos *accruals* discricionários. Entretanto, apesar de grande parte das empresas apresentarem valores negativos, a variação média do lucro foi positiva em todos os anos.

As empresas que se engajaram em emissões mistas apresentaram elevadas médias absolutas de *accruals* discricionários. No ano₋₁, o valor médio dos *accruals* discricionários em termos absolutos foi de 0,0723, no ano₀ e ano₊₁, esses valores foram de 0,0669 e 0,1126, respectivamente. Nota-se que, no ano₊₁, houve maior discricionariedade pelos gestores, sendo neste ano registrada a maior variação entre as médias dos *accruals* discricionários positivos e negativos.

Deve-se destacar que, quando comparadas com as 31 empresas do ano₋₁, pelo menos cinco empresas que realizaram emissões mistas estão na faixa daquelas empresas que apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários negativos (acima do 3º quartil). No ano₀, o comportamento não foi tão discrepante, já que as empresas com emissão mista tiveram seus *accruals* discricionários próximos ao valor da mediana. Das empresas situadas no ano₊₁, pelo menos cinco apresentaram maior nível de *accruals* discricionários positivos quando comparadas com as 31 empresas estudadas nesse ano.

Verifica-se, pela Tabela 23, que, ao comparar as ofertas públicas primárias com as ofertas públicas mistas, os *accruals* discricionários médios, a princípio, foram mais elevados nessas últimas. No entanto, ao realizar o teste *t* para verificar se realmente as médias foram diferentes, notou-se que isso não ocorreu. Com o *t* calculado estando situado na área de não-rejeição da hipótese nula de que as médias são estatisticamente iguais, os resultados não comprovam, no nível de significância de 5%, que nos períodos estudados (ano₋₁, ano₀ e ano₊₁) as médias foram diferentes.

Dessa forma, não se pode afirmar que o nível de discricionariedade, medido pelos *accruals* discricionários, é mais elevado em empresas que realizam SEO na modalidade de oferta pública de distribuição mista, comparativamente com aquelas que realizam SEO na

modalidade de oferta pública de distribuição primária. Isso faz com que a hipótese H_3 seja rejeitada.

Tabela 23. Média dos *accruals* discricionários das ofertas públicas primárias e mistas

<i>Accruals</i> Discricionários	Ano₋₁	Ano₀	Ano₊₁
Emissões primárias			
Média*	0,063	0,053	0,070
Desvio-padrão	0,050	0,035	0,050
Emissões mistas			
Média*	0,072	0,067	0,113
Desvio-padrão	0,052	0,065	0,103
<i>t</i> calculado	-0,408	-0,719	-1,577
<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>	2,086	2,048	2,045

* valores absolutos

Além da verificação da diferença entre os *accruals* discricionários, optou-se por verificar se os indicadores econômico-financeiros também apresentavam comportamento semelhante. Esperava-se que a Margem EBITDA, o ROA e o LPA apresentassem comportamento mais elevado nas ofertas públicas mistas, quando comparadas com as ofertas públicas primárias. De certa forma, foram encontradas médias com magnitudes próximas à esperada, visto que a tendência seria valores maiores no ano que antecede a emissão, já que os gestores são propensos a elevarem seus resultados para melhorar a visão da empresa no mercado. Entretanto, isso não foi confirmado estatisticamente.

A média da Margem EBITDA no ano anterior à SEO foi de 23,1%, sendo de 17,5% no ano da emissão e 21,4% no ano posterior. Em compensação, as ofertas públicas primárias apresentaram médias maiores. Contudo, ao se comparar as médias dos dois tipos de ofertas públicas de ações, verifica-se que, pelo teste *t* para a diferença de médias, elas são iguais estatisticamente (Tabela 24).

Tabela 24. Média da Margem EBITDA das ofertas públicas primárias e mistas

<i>Margem EBITDA</i>	Ano₋₁	Ano₀	Ano₊₁
Emissões primárias			
Média	24,0%	24,3%	26,1%
Desvio-padrão	16,48	16,84	16,23
Emissões mistas			
Média	23,1%	17,5%	21,4%
Desvio-padrão	22,18	11,80	19,78
<i>t</i> calculado	0,116	1,138	0,662
<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>	2,119	2,051	2,101

Para o ROA, apesar de os valores serem mais elevadas naquelas empresas que praticaram emissões mistas de ações, os testes estatísticos evidenciaram que não há diferença entre as médias das duas amostras (emissões mistas e primárias). Isso pode ser observado pela estatística t calculada, que para os três anos está situada entre a cauda inferior e superior do t crítico bi-caudal, logo, encontra-se na área de não rejeição da hipótese nula de médias equivalentes (Tabela 25).

Tabela 25. Média do ROA das ofertas públicas primárias e mistas

<i>ROA</i>	<i>Ano₋₁</i>	<i>Ano₀</i>	<i>Ano₊₁</i>
Emissões primárias			
Média	4,3%	6,1%	5,5%
Desvio-padrão	9,32	6,34	6,74
Emissões mistas			
Média	6,7%	6,6%	7,2%
Desvio-padrão	5,36	4,25	3,37
<i>t</i> calculado	-0,886	-0,235	-0,934
<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>	2,045	2,059	2,045

O LPA apresentou resultados semelhantes aos do ROA. Foi constatado que, também, não há diferença entre as médias desse indicador (Tabela 26).

Tabela 26. Média do LPA das ofertas públicas primárias e mistas.

<i>LPA</i>	<i>Ano₋₁</i>	<i>Ano₀</i>	<i>Ano₊₁</i>
Emissões primárias			
Média	-1,105	1,166	1,206
Desvio-padrão	8,655	1,794	1,990
Emissões mistas			
Média	1,169	1,515	1,423
Desvio-padrão	1,687	1,397	0,906
<i>t</i> calculado	-1,137	-0,528	-0,415
<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>	2,073	2,059	2,048

Diante desses resultados, comprova-se que, em termos médios, os indicadores econômico-financeiros abordados nesta pesquisa apresentam resultados estatisticamente iguais para os dois tipos de ofertas públicas subsequentes de ações (ofertas públicas mistas e ofertas públicas primárias). Além disso, não se pode afirmar que, nas emissões mistas, os gestores agem com oportunismo ao lançarem novas ações no mercado, o que ficou constatado pelo nível semelhante de *accruals* discricionários entre as empresas que optam por esse tipo de oferta e aquelas que realizam oferta pública primária.

Esse fato pode fornecer evidências de que, apesar da assimetria de informações existente entre gestores e investidores, ainda assim não há a tendência de gerenciamento de resultados contábeis para valorização e venda das ações dos gestores. Os resultados estatísticos mostram que os gestores não estão obtendo maiores ganhos em uma oferta pública mista de ações, o que poderia ocorrer em detrimento de perdas de benefícios futuros esperados pelos outros acionistas.

4.5 ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS PARA NÃO REPORTAR PERDAS ANTES DA SEO

No intuito de averiguar se as empresas apresentaram uma tendência de gerenciamento de resultados para não reportar perdas contábeis nos períodos que antecedem a SEO, resolveu-se, nesse ponto da pesquisa, utilizar duas técnicas alternativas para análise do gerenciamento de resultados. A primeira é distribuição de frequência (histograma); a segunda, a estimação do modelo econométrico utilizado nas pesquisas de Phillips, Pincus e Rego (2003) e Paulo, Martins e Corrar (2007).

Utilizando-se a primeira técnica, a distribuição de frequências do Lucro Líquido das empresas no ano₋₂ e ano₋₁, notou-se uma frequência maior de pequenos lucros quando comparada à frequência de pequenos prejuízos. Isso sugere a possibilidade de alguns gestores estarem propensos a gerenciar os resultados contábeis com a finalidade de atingir determinadas metas de referência (*target earnings*), por exemplo evitar que as empresas apresentem prejuízos por ação.

Ao plotar um histograma com a distribuição de frequências (Gráfico 7) contendo o lucro líquido dos anos -2 e -1 (ponderado pelo ativo total do ano -3 e -2, respectivamente), verificou-se, pela distribuição empírica, que, em situação de resultados próximos aos nulos, é mais provável que nos anos que antecedem a SEO (ano₋₂ e ano₋₁) as empresas apresentem ao mercado um pequeno lucro que um pequeno prejuízo. Isso sugere a possibilidade de um gerenciamento de resultados para evitar apresentar perdas ao mercado, o que leva as companhias a apresentarem resultados positivos nos dois anos que antecedem a SEO.

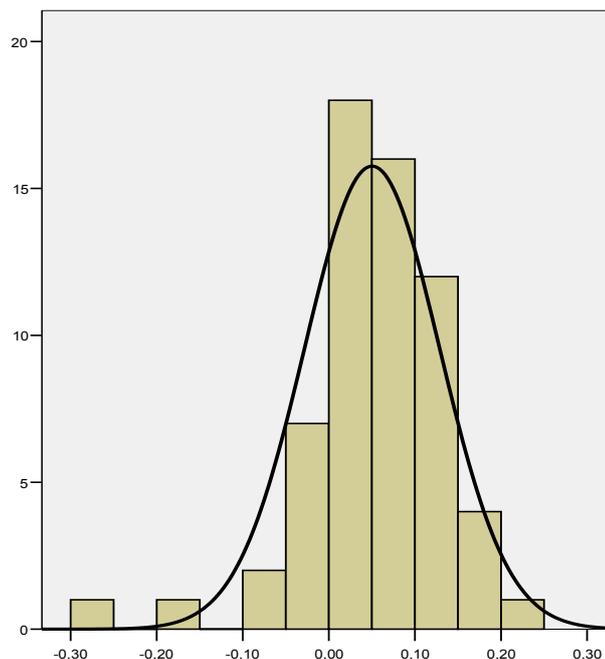


Gráfico 7. Frequências do lucro líquido do ano₋₂ e ano₋₁. O eixo horizontal representa o lucro líquido ponderado pelo ativo total em $t-1$. O eixo vertical representa a frequência das observações encontradas em determinado intervalo.

Verificou-se no Gráfico 7 que, das 62 observações analisadas (31 ano₋₂ e 31 ano₋₁), pelo menos 45 apresentaram, em um dos dois anos anteriores à SEO, comportamento médio anormal em torno do resultado nulo. Desse total, 34 observações evidenciaram resultados pequenos positivos (entre 0 e 0,1), e outras nove apresentaram prejuízo, com resultados próximos do lucro zero (entre -0,1 e 0). A frequência de resultados positivos é maior devido à possibilidade de os resultados negativos terem efeitos indesejáveis sobre as expectativas dos investidores, o que pode explicar o interesse de algumas empresas em manter sempre a sinalização de lucros.

Esse comportamento também foi observado nos resultados obtidos para o LPA das empresas nos dois anos que antecedem a SEO. O Gráfico 8 apresenta o comportamento anormal em torno do lucro zero.

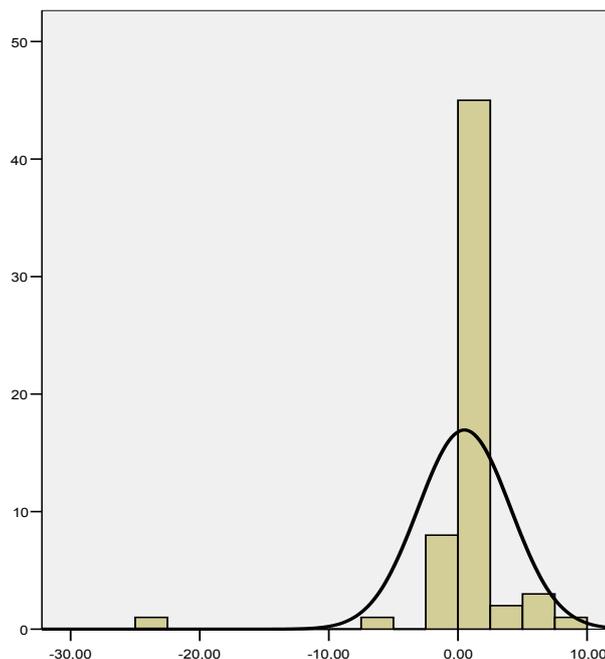


Gráfico 8. Frequências dos Lucros por Ação (LPA) do ano.₂ e ano.₁.
O eixo horizontal representa os LPA. O eixo vertical representa a frequência das observações encontradas em determinado intervalo.

O comportamento apresentado pode estar evidenciando que as empresas são motivadas a apresentarem LPA pequeno, porém positivo, pois estimular uma trajetória de valorização das ações a partir do crescimento dos lucros pode ser melhor que lançar a ação em uma situação de máxima valorização. Esse comportamento pode ser um meio de a empresa se resguardar, já que algumas pesquisas (LOUGHRAN; RITTER, 1997; RANGAN, 1998; DENIS; SARIN, 2001) mostraram que, em média, o mercado recebe a notícia de uma SEO com uma queda no preço das ações e, conseqüentemente, no valor de mercado da companhia.

Apesar de todas essas evidências de gerenciamento de resultados para não reportar perdas antes da SEO, optou-se por acrescentar ao estudo a análise de regressão. A intenção é verificar se, de fato, há evidências estatísticas que comprovem a ocorrência deste tipo de gerenciamento nos dois anos que antecedem a SEO. Para esse tipo de análise, levou-se em consideração, conforme exposto na metodologia da pesquisa, o fato de que a incorporação da variável representativa do diferimento do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) poderia incrementar os resultados da pesquisa.

Com o objetivo de verificar se o diferimento tributário é uma variável que incorpora maior robustez na observação do gerenciamento de resultados para não reportar perdas nos períodos que antecedem a SEO, realizou-se a estimação da regressão apresentada na metodologia de pesquisa. Os cálculos foram realizados utilizando-se o valor médio das variáveis AD_i , DTD_i e FCO_i , dos anos -2 e -1, o que gerou 20 observações para análise (Tabela 27).

Tabela 27. Resultados da regressão *logit* (valores médios dos anos -2 e -1)

Variáveis	S. Esp.	Coefficiente	<i>p-value</i>
Intercepto	?	0,302	0,66
DTD_i	+	-12,868	0,87
AD_i	+	26,438	0,15
FCO_i	-	27,515	0,07***
<i>LR statistic</i>	5,512	<i>p-value</i> 0,13	
<i>McFadden R²</i>	0,245		
Observações		20	

S. Esp. é o sinal esperado dos coeficientes. ***, significativo a 10%. DTD_i é a diferença líquida entre o montante de despesa e receita tributária diferida; AD_i são os *accruals* discricionários; FCO_i é o fluxo de caixa operacional. Ambas as variáveis são medidas em termos da média aritmética entre os valores obtidos no ano₂ e ano₁.

Verifica-se que somente a variável representativa do fluxo de caixa operacional foi estatisticamente significativa na detecção do gerenciamento de resultados para evitar reportar prejuízos nos dois anos anteriores à SEO. Entretanto, esperava-se que o sinal do coeficiente da variável FCO_i fosse negativo, pois, valores negativos implicam o fato de que um incremento no fluxo de caixa operacional reduziria a probabilidade de resposta afirmativa quanto ao gerenciamento de resultados nos anos -2 e -1. Ou seja, com a inclusão da variável FCO_i , o objetivo é controlar o efeito do fluxo de caixa operacional nas ações oportunistas de gerenciamento por parte das empresas. Assim, ao considerar que um aumento no fluxo de caixa operacional, normalmente, reflete uma melhora nos lucros, tem-se a provável redução de ações oportunistas para o gerenciamento de resultados contábeis com a intenção de não apresentar prejuízos nos anos anteriores à SEO.

Quanto à variável DTD_i , que representa o diferimento do IR e CSLL, esperava-se que seu sinal fosse positivo, já que valores positivos aumentariam a probabilidade de resposta afirmativa quanto ao gerenciamento de resultados para evitar reportar prejuízos antes da SEO. Entretanto, pelos resultados observados na Tabela 27, para um dado aumento na variável DTD_i , caso essa variável fosse significativa, haveria a redução da probabilidade de

gerenciamento de resultados contábeis com a utilização dessa variável, o que não confirmaria a hipótese levantada anteriormente.

Quanto aos *accruals* discricionários, representados pela variável AD_i , era esperado sinal positivo para seu coeficiente. Com o aumentando do valor desses *accruals*, acreditava-se que também ocorreria aumento na probabilidade de as empresas estarem gerenciando os resultados para não reportar prejuízos. No entanto, apesar do sinal positivo, essa variável não apresentou significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%.

Além de os resultados apresentados não serem significativos, para confirmar a tendência das empresas em gerenciar seus resultados contábeis visando à não evidenciação de prejuízos nos dois anos que antecedem a emissão subsequente, têm-se ainda evidências de que a regressão não está ajustada.

A análise da estatística LR (5,512), que testa a hipótese nula de que todos os coeficientes das variáveis independentes na regressão sejam iguais a zero (testando, assim, a significância geral do modelo), apresentou *p-value* de 0,13. Com esse resultado, há evidências estatísticas para não rejeitar a hipótese nula, considerando-se os níveis de significância de 1%, 5% e 10%. Portanto, pelo menos um dos coeficientes estimados é estatisticamente igual a zero. Já para o *McFadden R²*, que foi igual a 0,245, obtiveram-se resultados fracos quanto ao ajustamento da regressão.

Observa-se diante dos resultados apresentados, que não se pode afirmar que o diferimento do IR e da CSLL é utilizado como ferramenta no gerenciamento de resultados contábeis com a intenção de não apresentar prejuízo nos anos que antecederam uma SEO. Logo, rejeita-se a hipótese (H_4) proposta na pesquisa. No entanto, os resultados também não apresentaram evidências estatísticas de que os *accruals* discricionários foram utilizados para esse tipo de gerenciamento. Somente a variável referente ao fluxo de caixa operacional apresentou resultado estatisticamente significativo. Entretanto, este último deve ser considerado com cautela. Apesar de o modelo apresentar um razoável ajustamento, a hipótese nula de que pelo menos um dos coeficientes das variáveis independentes seja igual a zero não foi rejeitada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo geral verificar se as empresas brasileiras que realizaram SEO no período de 1999 até 2008 gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar o lucro ou não apresentar prejuízo, elevando, assim, o lucro por ação nos períodos próximos da nova oferta. Especificamente, objetivou-se examinar o comportamento econômico-financeiro das empresas e os níveis de *accruals* discricionários, antes e depois da SEO.

Para isso, foi examinado o desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram SEO nos anos próximos da emissão. Verificou-se que as Receitas tiveram grande variação positiva durante os períodos estudados, o que levou ao aumento considerável nos *accruals* de capital de giro (circulantes). Acompanhando as Receitas, os Ativos Permanentes também variaram positivamente em grande escala. Entretanto, apesar dessa grande variação, as Despesas com Depreciação não apresentaram grande discrepância de valores.

Quanto à avaliação dos indicadores de desempenho econômico-financeiro, esperava-se que nos dois anos anteriores à SEO o LPA, a Margem EBITDA e o ROA fossem maiores que nos anos após a emissão, o que não foi confirmado pelo teste *t* para a diferença de médias. Portanto, não existem evidências significativas de que as empresas que realizaram SEO apresentam melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam a emissão subsequente de novas ações, o que fez rejeitar a hipótese H_1 .

Apesar desses resultados, não tinha ficado claro se existiu ou não, por parte dos gestores, ação oportunista para gerenciar resultados contábeis nos anos que antecedem a SEO. Assim, optou-se por estimar os *accruals* discricionários das empresas, na intenção de verificar, por meio dessa técnica, se havia resultados tendenciosos para na prática de gerenciamento para aumentar o lucro nos anos próximos da SEO.

A estimação dos *accruals* discricionários foi realizada por meio dos modelos Jones (1991) e Jones Modificado (1995). O primeiro apresentou melhores resultados quanto ao ajustamento das regressões. As regressões foram estimadas em cortes transversais para os cinco anos

pesquisados (ano₋₂, ano₋₁, ano₀, ano₊₁ e ano₊₂), e a regressão do ano₋₂ apresentou o pior ajustamento, com todos os estimadores não sendo significativos, o que invalidou a análise dos *accruals* discricionários nesse ano.

O que se depreendeu de toda a análise é que os valores dos *accruals* discricionários oscilaram entre os períodos analisados. Entretanto, na amostra pesquisada, não se obtiveram resultados estatísticos significativos para confirmar a hipótese H₂, segundo a qual existem evidências significativas de que as empresas brasileiras que realizaram SEO apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários nos anos que antecederam a emissão. Portanto, não foi possível comprovar que a média dos *accruals* discricionários no ano que antecede a emissão é mais elevada que aquela apresentada nos anos 0, +1 e +2. Apesar da média dos *accruals* discricionários antes da SEO ser igual a 0,0667 e nos anos após a SEO igual a 0,0625, não se pode afirmar que, nas empresas brasileiras que realizaram emissões subsequentes de ações no período entre 1999 e 2008, o nível de *accruals* discricionários foi maior antes da SEO. Isso foi comprovado pelo teste *t* para a diferença entre médias, o qual apresentou *t* calculado < *t* crítico bi-caudal.

Em seguida, conforme hipótese H₃, foi verificado se o nível de discricionariade, medido pelos *accruals* discricionários, foi mais elevado em empresas que realizaram SEO na modalidade de oferta pública de distribuição mista, comparativamente com aquelas o fizeram na modalidade de oferta pública de distribuição primária. Ao comparar as ofertas públicas primárias com as ofertas públicas mistas, os *accruals* discricionários médios, a princípio, foram mais elevados nestas últimas. No entanto, ao realizar o teste *t* para verificar se realmente as médias foram diferentes, notou-se que isso não ocorreu. Os resultados não comprovam que no ano₋₁, ano₀ e ano₊₁ os *accruals* discricionários médios foram diferentes para os dois tipos de ofertas, rejeitando-se H₃.

Além dessa comparação entre os *accruals* discricionários, optou-se por verificar se os indicadores econômico-financeiros (Margem EBITDA, ROA e LPA) também apresentavam comportamento semelhante. Os resultados apontaram que, em termos médios, esses indicadores evidenciaram resultados estatisticamente iguais tanto para as ofertas públicas primárias quanto para as ofertas públicas mistas. Logo, há evidências de que, apesar da assimetria de informações existente, entre gestores e investidores, ainda assim não existe a

tendência de gerenciamento de resultados contábeis para valorização e venda de ações em ofertas públicas mistas.

No que tange ao gerenciamento de resultados com a finalidade de não reportar resultados negativos, notou-se que o ano₋₂ e ano₋₁ apresentaram maior frequência de pequenos lucros, quando comparada à frequência de pequenos prejuízos. Pela análise dos histogramas, tem-se uma tendência maior que, em situação de resultados próximos aos nulos, é mais provável que antes da SEO (ano₋₂ e ano₋₁) as empresas apresentem ao mercado um pequeno lucro que um pequeno prejuízo.

Entretanto, apesar dos histogramas apresentarem este tipo de comportamento, optou-se por acrescentar ao estudo uma análise de regressão *logit*. O intuito foi verificar se, de fato, existiam evidências estatísticas que comprovassem a ocorrência do gerenciamento de resultados para não reportar perdas nos dois anos que antecederam a SEO. Para isso, além dos *accruals* discricionários e do fluxo de caixa operacional, utilizou-se o diferimento do IR e CSLL como *proxy* para a verificação desse tipo de gerenciamento.

Os resultados apontaram que somente a variável representativa do fluxo de caixa operacional foi significativa na detecção do gerenciamento para evitar reportar prejuízos nos dois anos anteriores à SEO. Seu coeficiente apresentou sinal positivo, mostrando que um incremento no fluxo de caixa operacional aumenta a probabilidade de resposta afirmativa quanto ao gerenciamento de resultados nos anos -2 e -1. Isso não condiz com a realidade, visto que esperava-se sinal negativo, pois ao considerar que aumento no fluxo de caixa operacional, normalmente, reflete melhora nos lucros, tem-se a provável redução da probabilidade de ações oportunistas para o gerenciamento na intenção de não apresentar prejuízos.

Assim, os resultados apresentados pela regressão *logit* não confirmaram a tendência de gerenciamento antes da SEO, nem mesmo com a incorporação da variável representativa do diferimento do IR e CSLL. Portanto, não se pode afirmar que o diferimento do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido foi utilizado como ferramenta para gerenciamento de resultados contábeis com a intenção de não apresentar prejuízo nos anos que antecederam uma SEO. Conseqüentemente, rejeitou-se a hipótese H₄.

O problema de pesquisa desta dissertação foi: “*As empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente a fim de valorizar suas ações em períodos próximos de uma SEO?*” Para a amostra pesquisada, não foi possível confirmar a ocorrência do gerenciamento de resultados próximo da emissão de novas ações para esse fim. Apesar de alguns resultados apresentarem uma tendência de gerenciamento nos anos próximos de uma SEO, isso não foi confirmado estatisticamente. Portanto, os resultados não apresentaram evidências de que os gestores estão utilizando os *accruals* discricionários para obter maiores ganhos na SEO.

Contudo, 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 SEO no decorrer dos anos pesquisados; (2) falta de algumas informações para estimar os *accruals* discricionários em períodos menores, por exemplo trimestralmente; e (3) limitações inerentes aos modelos Jones (1991) e Jones Modificado (1995), os quais consideram que os *accruals* discricionários são medidos pelo erro da regressão, sendo este altamente influenciado pelo desempenho econômico-financeiro das empresas (lucro e fluxo de caixa operacional muito altos ou muito baixos), o que acaba por impactar decisivamente nos *accruals* totais.

Como sugestões para futuras pesquisas a respeito do gerenciamento de resultados contábeis em emissões subsequentes de ações, destacam-se as seguintes:

- a) Utilizar outros modelos econométricos para estimar os *accruals* discricionários, por exemplo, aqueles utilizados por: Dechow, Richardson e Tuna (2003), Ball e Shivakumar (2006) e Paulo (2007);
- b) Buscar evidências de gerenciamento de resultados em ofertas públicas subsequentes por meio de variáveis que reflitam outras mudanças contábeis, como: estimativas de valores residuais de ativos, provisões para garantia de produtos, estimação de valores para a baixa contábil de estoques e valor de mercado de determinados investimentos;

- c) Verificar se, em 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 à SEO;
- d) Analisar o efeito da divulgação do registro de uma SEO sobre os preços das ações, verificando se há retornos anormais vinculados às ações de empresas que apresentaram níveis diferentes de *accruals* discricionários.

6 REFERÊNCIAS

ALMEIDA, José E. F. de *et al.* **Análise dos modelos de avaliação residual income valuation, abnormal earnings growth e fluxo de caixa descontado aplicado às ofertas públicas de aquisição de ações no Brasil.** Disponível em: <<http://www.anpcont.com.br/site/docs/congressoIII/04/331.pdf>>. Acesso em: 9 mar. 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008

BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshman. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 45, n. 2, p. 324–349, Aug. 2008.

BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshman. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 44, n. 2, p. 207–242, May 2006.

BAPTISTA, Evelyn M. B. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados.** 2008. 300 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/15347>. Acesso em: 28 fev. 2010.

BECKER, Connie L. *et al.*. The effect of audit quality on earnings management. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 15, n. 1, Spring 1998.

BEM-AMAR, Walid; MISSONIER-PIERA, Franck. Earnings management by friendly takeover targets. **International Journal of Managerial Finance**, Bingley, v. 4, n. 3, p. 232–243, Jul./Sept. 2008.

BENEISH, Messod D. Earnings management: a perspective. **Managerial Finance**, West Yorkshire, v. 27, n. 12, p. 3–18, Dec. 2001.

BENEISH, Messod D. The detection of earnings manipulation. **Financial Analysts Journal**. New York, v.55, n. 5, p. 24–36, Sept./Oct. 1999.

BERK, Jonathan; DeMARZO, Peter. **Finanças empresariais.** Porto Alegre: Bookman, 2009.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José A. V. da C. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 14, n. 25, p. 6–23, jan./abr. 2001.

BRASIL, Haroldo G. Financiamento de longo prazo, avaliação de títulos, estrutura de capital e política de dividendos. In: ROSSETTI, José P. (Org.). **Finanças corporativas: teoria e prática empresarial no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 439-492.

BRASIL. **Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 7 nov. 2008.

BRASIL. **Lei n. 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. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 14 dez. 2009.

BRASIL. **Lei n. 11.941, de 27 de maio de 2009**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995 (...); e dá outras providências. 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm>. Acesso em: 15 mar. 2010.

BRIGHAN, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

BRITO, Giovani A. S.; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.

BUENO, Artur F. Problemas de disclosure no Brasil: o caso das empresas com ações no exterior. **Caderno de Estudos**, São Paulo, v.11, n. 20, jan./abr. 1999.

BUSSAB, Wilton O.; MORETTIN, Pedro. A. **Estatística básica**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

CAHAN, Steven *et al.* Non-audit fees, long-term auditor-client relationships and earnings management. **Accounting and Finance**, Carlton v. 48, n. 2, p. 181-207, June 2008.

CANUTO, Otaviano; FERREIRA JÚNIOR, Reynaldo R. Assimetria de informações e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano? **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 2, p. 7-42, 1999. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1949/2325>>. Acesso em: 27 jul. 2010.

CASTRO, Miguel. 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.

CHAN, Konan; JEGADEESCH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. **Earnings quality and stock returns: the evidence from accruals**. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=259691>>. Acesso em: 10 mar. 2009

CHEN, Ken Y.; ELDER, Randal J.; HSIEH, Yung-Ming. Corporate governance and earnings management: the implications of corporate governance best-practice principles for taiwanese listed companies. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, Oxford, v. 3, n. 2, p.1-47, Dec. 2007.

CHEN, Ken. Y.; LIN, Kuen-Lin; ZHOU, Jian. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. **Managerial Auditing Journal**, Bradford, v. 20, n. 1, p. 86-104, Jan./Mar. 2005.

COELHO, Antônio C. D.; LOPES, Alexsandro B. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 11, p. 121-144, 2007. Edição especial, 2.

COLAUTO, Romualdo D.; BEUREN, Ilse M. Um estudo sobre a influência de accruals na correlação entre o lucro contábil e a variação de capital circulante líquido de empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 10, n. 2, p. 95-116, abr./jun. 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). **Instrução nº. 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 14 dez. 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). **Ofertas públicas registradas**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 7 nov. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (Brasil). **A busca da convergência da contabilidade aos padrões internacionais**: programa de trabalho – 2008 a 2010. Brasília: Coordenadoria Técnica, 2008. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC-plano%20de%20converg%C3%Aancia%20_%20junho_2008.pdf>. Acesso em: 6 set. 2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (Brasil). **Pronunciamento conceitual básico**. estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. 2008. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (Brasil). **Pronunciamento Técnico 32: Tributos sobre o lucro. Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade IAS 12** Disponível em: < www.cpc.gov.br>. Acesso em: 10 mar. 2010.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE (Brasil). **Resolução n. 836/1999**. Aprova a NBC T 11 – IT 3 – Fraude e erro. Disponível em: <http://www.cfc.org.br/resolucoes_cfc/RES_836.doc>. Acesso em: 20 nov. 2008

DARROUGH, Masako; RANGAN, Srinivasan. Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering? **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 43, n.1, p. 1-33, Mar. 2005.

DECHOW, Patricia M.; RICHARDSON, Scott A.; TUNA, Irem. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. **Review of Accounting Studies**, Boston, v. 8, n. 2-3, p. 355–384, 2003

DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 14 n. 2, p. 235-250, June 2000.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 70, n. 2, p. 193-225, Apr.1995.

DENIS, David J.; SARIN, Atulya. Is the market surprised by poor earnings realizations following seasoned equity offerings? **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 36, n. 2, p. 169-193, June 2001. Special Issue on International Corporate Governance.

DIAS, Edeson M. **Decisões de financiamento de empresas brasileiras de capital aberto maduras: testando pecking order**. 2007. 64 f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Ibmec, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <http://www.ibmecrj.br/sub/RJ/files/dissert_mestrado/ECO/ECO_edesondias_ago.pdf>. Acesso em: 28 fev. 2010.

DYE, Ronald. Earnings management in an overlapping generations model. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 195-235, Autumn 1988.

FASB- Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Accounting Standards. **Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises, 1**. Stamford, Connecticut: 1978.

FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, Sept. 2001.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

GALDI, Fernando 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/estrategias-investimento-acoes-baseadas-analise-demonstracoes/>>. Acesso em: 28 fev. 2010

GIL, Antônio C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2007.

GOULART, André M. C. **Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil**. 2007. 219 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

GREENE, William H. **Econometric analysis**. 3. ed. New Jersey: Prentice-Hall, 2003.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes of accounting decisions (Symposium on Management Compensation and the Managerial Laboratory Market). **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, Apr. 1985.

HEALY, Paul M.; WHALEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 13, n. 4, p. 365-383, Dec. 1999.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IASB – International Accounting Standards Board. **Normas internacionais de contabilidade**. São Paulo: IBRACON, 2001.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

JONES, Jennifer. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 29, n. 2, p. 193-228, Autumn 1991.

LEUZ, Christian; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v.69, n. 3, p. 505-527, Sept., 2003.

LEVINE, David M. *et al.*. **Estatística: teoria e aplicações**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

LOPES, Alexsandro B.; TUKAMOTO, Yhurika S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n.1, p. 86-96, jan./mar. 2007.

LOPES, Alexsandro B; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007.

LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay R. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. **The Journal of Finance**, New York, v. 52, n. 5, p. 1823-1850, Dec. 1997.

MARCONDES, Darcio A. **Disciplina de mercado e as acumulações contábeis discricionárias**. 2008. 150 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-19012009-111828>>. Acesso em: 17 nov. 2009

MAROCO, João. **Análise estatística: com utilização do SPSS**. 3. ed. Lisboa: Sílabo, 2007

MARTINEZ, Antônio 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.

MATOS, João A. **Theoretical foundations of corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 1961

MATSUMOTO, Alberto S.; PARREIRA, Enéias M. Uma pesquisa sobre o gerenciamento de resultados contábeis: causas e conseqüências. **Revista UnB Contábil**, Brasília, v. 10, n. 1, p. 141-157, jan./jun. 2007.

MOHANRAN, Partha. S. How to manage earnings management? 2003. Disponível em: <<http://www.docstoc.com/docs/7175242/HOW-TO-MANAGE-EARNINGS-MANAGEMENT1>>. Acesso em: 10 out. 2009.

MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, New York, v. 39, n. 3, p. 575-592, July 1984.

MYERS, Stewart; MAJLUF, Nicholal. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 13, n. 2, p. 187-221, June 1984.

NARDI, Paula C. C. *et al.* A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 5, n.4, p. 06-26, out./dez., 2009

NORONHA, Carlos; ZENG, Yun; VINTEN, Gerald. Earnings management in China: an exploratory study. **Managerial Auditing Journal**, Bradford, v. 23, n. 4, p. 367-385, Dec. 2008.

PARFET, William U. Accounting subjectivity and earnings management: a preparer perspective. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 14, n. 4, p. 481-488, Dec 2000.

PASIN, Rodrigo M. O paradoxo da sobrevalorização dos preços nas aberturas de capital no Brasil. In.: EnANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Bahia: ANPAD, 2006. CD-ROM.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 269 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/>>. Acesso em: 20 jul. 2009

PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu; CORRAR, Luiz J. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 47, n. 1, p. 46-59, jan./mar. 2007.

PHILLIPS, John; PINCUS, Morton; REGO, Sonja O. Earnings management: new evidence based on deferred tax expense. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 78, n. 2, p. 491-521, 2003.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007

PIRES, Sergio E. Análise dos demonstrativos contábeis. In: ROSSETTI, José P. (Org.). **Finanças corporativas: teoria e prática empresarial no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 55-78.

PONTE, Vera M. R.; OLIVEIRA, Marcelle C.; MOURA, Héber. Análise das práticas de evidenciação de informações avançadas e não-obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7, 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2007. CD-ROM.

RANGAN, Srinivasan. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 50, n.1, p. 101-122, Oct. 1998.

RAUPP, Fabiano M.; BEUREN, Ilse M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, Ilse M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003. p. 77-97.

RODRIGUES, Adriano. **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. Disponível em: <http://www.usp.br/fea/teses_dissertacoes_view.php?id=tde-17032008-123836&area=Contabilidade%20e%20Atu%E1ria>. Acesso em: 12 dez. 2009.

SANTOS, Ariosvaldo dos; PAULO, Edílson. Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 3, n 1, p. 13-31, jan./jun. 2006,

SARLO NETO, Alfredo. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. 180 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-22042009-143539/>>. Acesso em: 12 dez. 2009.

SLOAN, Richard G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **The Accounting Review**, Sarasota, v. 71, n. 3, p. 289-315, July 1996.

SOUZA, Manuela S. de. **Fluxo de caixa por regime de competência**. 2006. 93 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-29112006-165812/>>. Acesso em: 8 jul. 2010

SPIESS, Katherine D.; AFFLECK-GRAVES, John. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 38, n. 3 , p. 243-267, July 1995.

STICKNEY, Clyde P.; WEIL, Roman L. **Contabilidade financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos**. São Paulo: Atlas, 2001

SUNDER, Shyam. Knowing what others know: common knowledge, accounting and capital markets. **Journal of Management Accounting Research**, Sarasota, v. 16, n. 4, p. 305-319, Dec. 2002.

TEOH, Siew H.; WELCH, Ivo; WONG, T.J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **The Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 50, n. 1 ,p. 63-99, Oct.1998a.

TEOH, Siew H.; WONG, T.J.; RAO, Gita R. Are accruals during initial public offerings opportunistic? **Review of Accounting Studies**, Boston, v. 3, n. 1-2 , p. 175-208, Mar. 1998.

TRAPP, Adriana C. Garcia. **A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis**. 2009. 133 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08072009-160920/>>. Acesso em: 20 fev. 2010

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução a econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

ZENDERSKY, H. C. **Gerenciamento de resultados em instituições financeiras no Brasil – 2000 a 2004**. 2005. 133 f. Dissertação (Mestrado) – Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, 2005.

7 APÊNDICES

APÊNDICE A. Teste kolmogorov-Smirnov para normalidade dos indicadores econômico-financeiros.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test – LPA ACUMULADO

		ANO ₋₂ e ANO ₋₁	ANO ₀ , ANO ₊₁ e ANO ₊₂
N		62	82
Normal Parameters(a,b)	Mean	,4969	,7127
	Std. Deviation	3,58960	3,00984
Most Extreme Differences	Absolute	,317	,275
	Positive	,237	,182
	Negative	-,317	-,275
Kolmogorov-Smirnov Z		2,477	2,494
Asymp. Sig. (2-tailed)		,000	,000

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test – LPA ACUMULADO

		ANO ₋₂ , ANO ₋₁ e ANO ₀	ANO ₊₁ e ANO ₊₂
N		91	53
Normal Parameters(a,b)	Mean	,4135	,9723
	Std. Deviation	3,83352	1,91243
Most Extreme Differences	Absolute	,320	,200
	Positive	,204	,139
	Negative	-,320	-,200
Kolmogorov-Smirnov Z		3,032	1,453
Asymp. Sig. (2-tailed)		,000	,029

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test – Margem EBITDA ACUMULADA

		ANO ₋₂ e ANO ₋₁	ANO ₀ , ANO ₊₁ e ANO ₊₂
N		62	82
Normal Parameters(a,b)	Mean	23,5371	22,2671
	Std. Deviation	18,42840	17,40796
Most Extreme Differences	Absolute	,211	,142
	Positive	,211	,142
	Negative	-,125	-,121
Kolmogorov-Smirnov Z		1,665	1,284
Asymp. Sig. (2-tailed)		,008	,074

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test – Margem EBITDA ACUMULADA

		ANO ₋₂ , ANO ₋₁ e ANO ₀	ANO ₊₁ e ANO ₊₂
N		91	53
Normal Parameters(a,b)	Mean	23,0385	22,4283
	Std. Deviation	17,45736	18,54210
Most Extreme Differences	Absolute	,177	,170
	Positive	,177	,170
	Negative	-,110	-,143
Kolmogorov-Smirnov Z		1,686	1,240
Asymp. Sig. (2-tailed)		,007	,092

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test – ROA ACUMULADO

		ANO ₋₂ e ANO ₋₁	ANO ₀ , ANO ₊₁ e ANO ₊₂
N		62	82
Normal Parameters(a,b)	Mean	5,0210	4,6159
	Std. Deviation	7,84755	9,80827
Most Extreme Differences	Absolute	,097	,188
	Positive	,063	,101
	Negative	-,097	-,188
Kolmogorov-Smirnov Z		,767	1,698
Asymp. Sig. (2-tailed)		,599	,006

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test – ROA ACUMULADO

		ANO ₋₂ , ANO ₋₁ e ANO ₀	ANO ₊₁ e ANO ₊₂
N		91	53
Normal Parameters(a,b)	Mean	4,3670	5,5170
	Std. Deviation	10,03618	6,85741
Most Extreme Differences	Absolute	,160	,102
	Positive	,106	,058
	Negative	-,160	-,102
Kolmogorov-Smirnov Z		1,523	,739
Asymp. Sig. (2-tailed)		,019	,645

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

APÊNDICE B. Resultados das regressões estimadas pelo modelo Jones (1991).

ANO₋₂

Dependent Variable: ACT

Method: Least Squares

Sample: 1 31

Included observations: 31

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003991	0.031408	-0.127060	0.8998
REC	0.041099	0.034653	1.186017	0.2456
AP	-0.076716	0.072648	-1.055996	0.3000
R-squared	0.084558	Mean dependent var	-0.030653	
Adjusted R-squared	0.019169	S.D. dependent var	0.078484	
S.E. of regression	0.077728	Akaike info criterion	-2.179428	
Sum squared resid	0.169167	Schwarz criterion	-2.040655	
Log likelihood	36.78114	F-statistic	1.293156	
Durbin-Watson stat	1.992292	Prob(F-statistic)	0.290291	

ANO₋₁

Dependent Variable: ACT

Method: Least Squares

Sample: 1 31

Included observations: 31

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.106603	0.049563	2.150888	0.0403
REC	0.074311	0.084625	0.878113	0.3874
AP	-0.262509	0.091695	-2.862864	0.0079
R-squared	0.361901	Mean dependent var	0.010834	
Adjusted R-squared	0.316322	S.D. dependent var	0.105795	
S.E. of regression	0.087476	Akaike info criterion	-1.943135	
Sum squared resid	0.214258	Schwarz criterion	-1.804362	
Log likelihood	33.11860	F-statistic	7.940166	
Durbin-Watson stat	2.462167	Prob(F-statistic)	0.001855	

ANO₀

Dependent Variable: ACT

Method: Least Squares

Sample: 1 29

Included observations: 29

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.069168	0.033753	2.049245	0.0507
REC	0.018758	0.088708	0.211454	0.8342
AP	-0.182493	0.062003	-2.943319	0.0068
R-squared	0.300208	Mean dependent var	-0.008928	
Adjusted R-squared	0.246378	S.D. dependent var	0.078846	
S.E. of regression	0.068447	Akaike info criterion	-2.427818	
Sum squared resid	0.121810	Schwarz criterion	-2.286373	
Log likelihood	38.20336	F-statistic	5.576947	
Durbin-Watson stat	2.348164	Prob(F-statistic)	0.009652	

ANO₊₁

Dependent Variable: ACT

Method: Least Squares

Sample: 1 31

Included observations: 31

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.113758	0.052579	2.163546	0.0392
REC	0.179043	0.087643	2.042852	0.0506
AP	-0.229564	0.090573	-2.534591	0.0171
R-squared	0.327998	Mean dependent var	0.037470	
Adjusted R-squared	0.279997	S.D. dependent var	0.140282	
S.E. of regression	0.119033	Akaike info criterion	-1.327058	
Sum squared resid	0.396731	Schwarz criterion	-1.188285	
Log likelihood	23.56940	F-statistic	6.833261	
Durbin-Watson stat	2.203097	Prob(F-statistic)	0.003830	

ANO₊₂

Dependent Variable: ACT

Method: Least Squares

Sample: 1 22

Included observations: 22

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002405	0.021030	-0.114348	0.9102
REC	0.160546	0.004852	33.09016	0.0000
AP	-0.079890	0.041446	-1.927583	0.0690
R-squared	0.915079	Mean dependent var	0.014701	
Adjusted R-squared	0.906140	S.D. dependent var	0.136909	
S.E. of regression	0.041944	Akaike info criterion	-3.378826	
Sum squared resid	0.033427	Schwarz criterion	-3.230047	
Log likelihood	40.16709	F-statistic	102.3692	
Durbin-Watson stat	1.575666	Prob(F-statistic)	0.000000	

APÊNDICE C. Representação gráfica para as medidas *DfFits* e *DfBetas*.

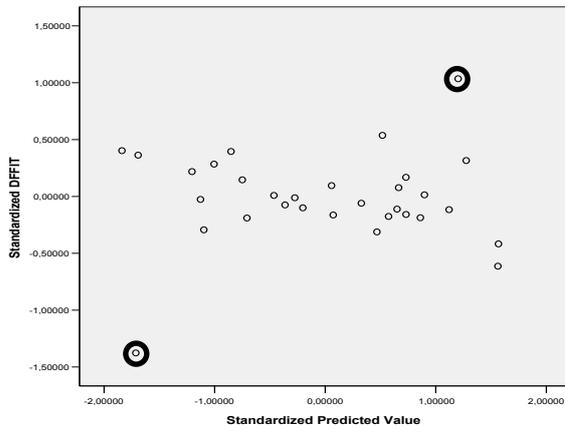


Gráfico 9. Gráfico de *DfFits* para detectar observações influentes na regressão do ano₊₂.

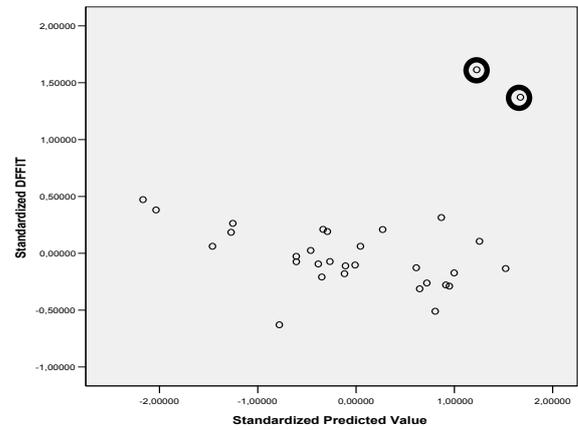


Gráfico 10. Gráfico de *DfFits* para detectar observações influentes na regressão do ano₋₁.

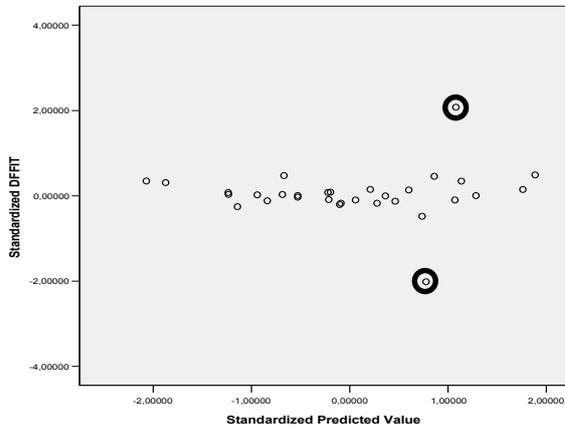


Gráfico 11. Gráfico de *DfFits* para detectar observações influentes na regressão do ano₀.

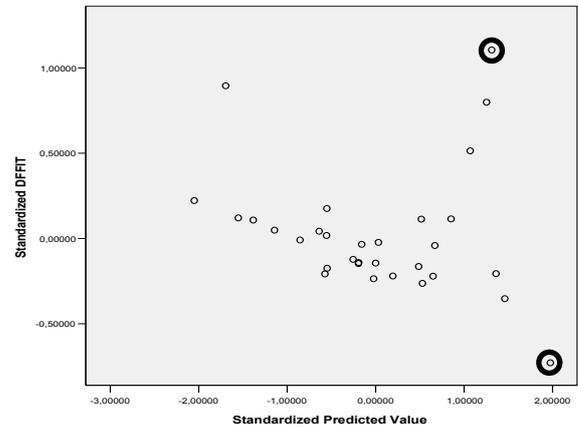


Gráfico 12. Gráfico de *DfFits* para detectar observações influentes na regressão do ano₊₁.

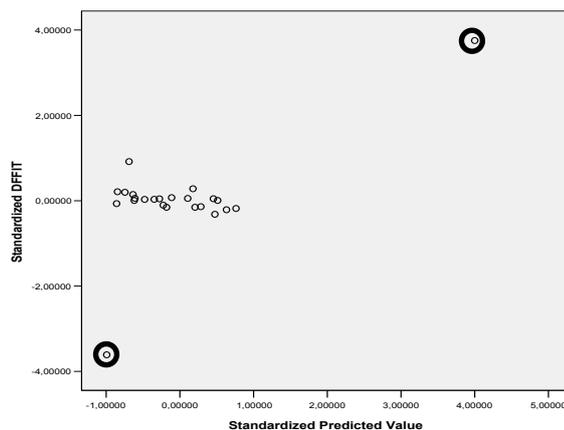


Gráfico 13. Gráfico de *DfFits* para detectar observações influentes na regressão do ano₊₂.

Verifica-se que somente os anos 0 e +2 apresentaram valores de *DfFits*, em valor absoluto, maiores que 2.

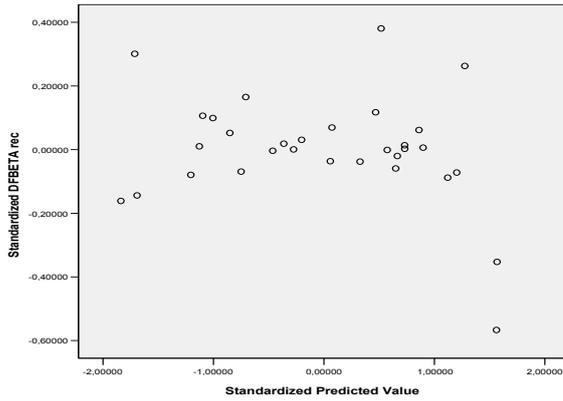


Gráfico 14. Gráfico de $Df\beta_a$ para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano₂.

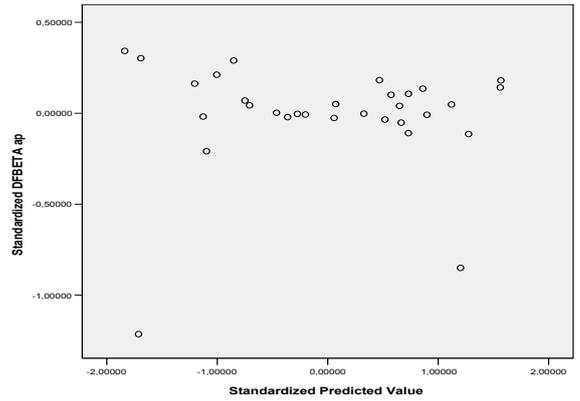


Gráfico 15. Gráfico de $Df\beta_a$ para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano₂.

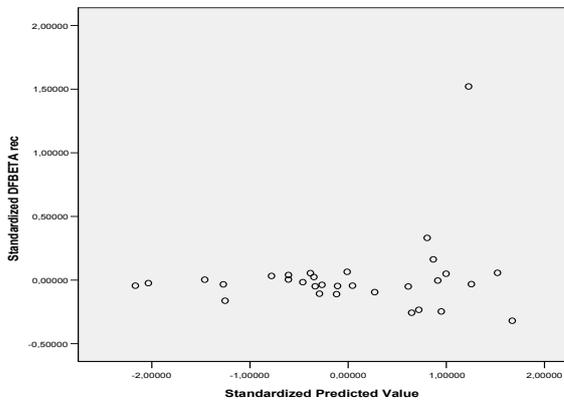


Gráfico 16. Gráfico de $Df\beta_a$ para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano₁.

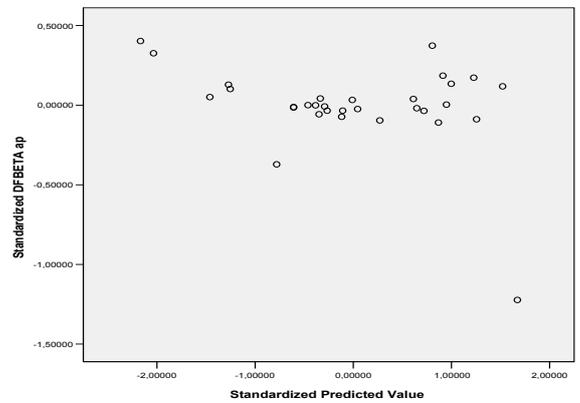


Gráfico 17. Gráfico de $Df\beta_a$ para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano₁.

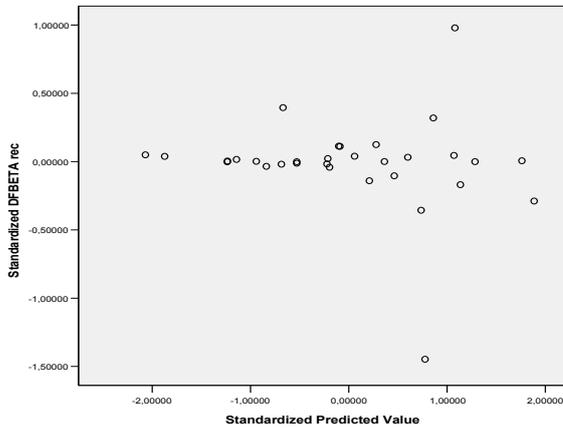


Gráfico 18. Gráfico de $Df\beta_a$ para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano₀.

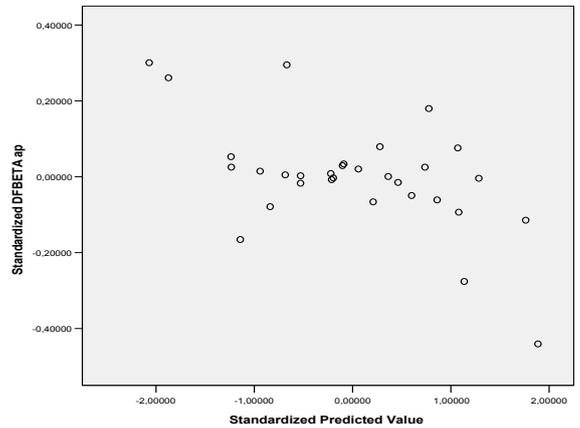


Gráfico 19. Gráfico de $Df\beta_a$ para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano₀.

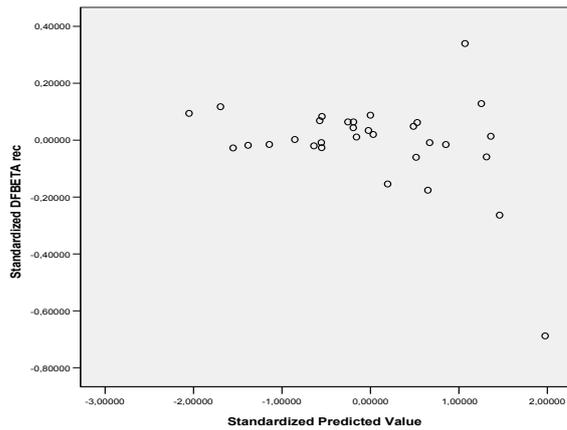


Gráfico 20. Gráfico de $DfBeta$ para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano $_{+1}$.

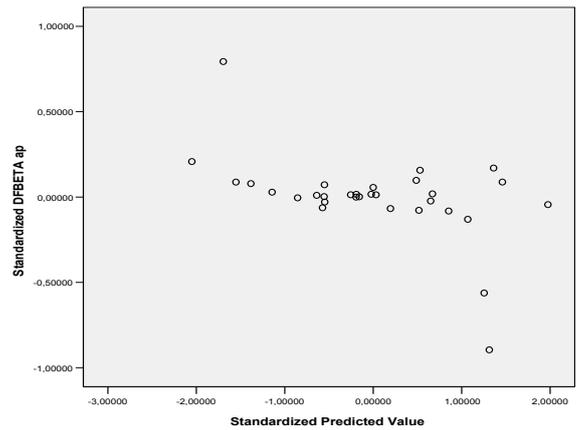


Gráfico 21. Gráfico de $DfBeta$ para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano $_{+1}$.

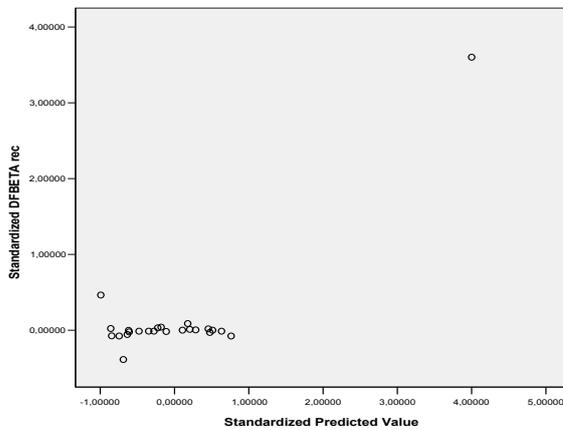


Gráfico 22. Gráfico de $DfBeta$ para detectar observações influentes na estimação do β_1 do ano $_{+2}$.

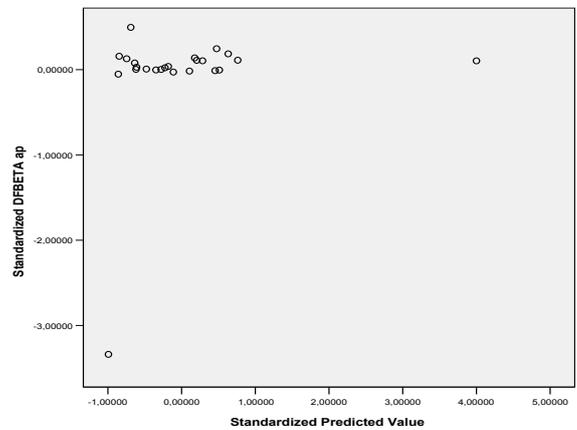


Gráfico 23. Gráfico de $DfBeta$ para detectar observações influentes na estimação do β_2 do ano $_{+2}$.

Verifica-se que algumas observações apresentaram maior impacto na estimação dos coeficientes β_1 e β_2 .

APÊNDICE D. Resultados das regressões estimadas pelo modelo Jones (1991) sem *outliers* (ano₋₂, ano₋₁, e ano₊₁) e com *outliers* (ano₀ e ano₊₂).

Resultados da regressão para o ano₋₂
 $ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$

Preditores	Coef.	Estatística-t	p-value
α	-0,04746	-3,05266	0,00*
β_1	0,03237	1,08503	0,28
β_2	0,02646	-0,79889	0,43
R^2 ajustado	0,0005		
Estatística-F	0,9925	p-value	0,38
N	29		

*, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações nas Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Resultados da regressão para o ano₋₁
 $ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$

Preditores	Coef.	Estatística-t	p-value
α	0,05718	1,78039	0,08***
β_1	0,09253	1,71182	0,09***
β_2	-0,15446	-2,53367	0,01*
R^2 ajustado	0,2752		
Estatística-F	6,3175	p-value	0,00*
N	29		

*, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações nas Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Resultados da regressão para o ano₀
 $ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$

Preditores	Coef.	Estatística-t	p-value
α	0,06414	1,80531	0,08***
β_1	-0,00949	-0,07046	0,94
β_2	-0,17730	-2,67980	0,01*
R^2 ajustado	0,1285		
Estatística-F	2,0657	p-value	0,14
N	31		

*, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações nas Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Resultados da regressão para o ano₊₁
 $ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$

Preditores	Coef.	Estatística-t	p-value
α	0,04645	1,47261	0,15
β_1	0,15898	2,27992	0,03**
β_2	-0,11749	-2,02265	0,05**
R^2 ajustado	0,2066		
Estatística-F	4,5173	p-value	0,02**
N	28		

*, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações nas Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

Resultados da regressão para o ano₊₂
 $ACT_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \Delta REC_i + \hat{\beta}_2 AP_i + v_i^*$

Preditores	Coef.	Estatística-t	p-value
α	0,05639	1,03888	0,31
β_1	0,16063	11,07645	0,00*
β_2	-0,20752	-1,50789	0,15
R^2 ajustado	0,6252		
Estatística-F	17,5166	p-value	0,00*
N	24		

*, **, ***, significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ACT_i são os *accruals* totais; ΔREC_i são as variações nas Receitas Líquidas Operacionais; AP_i são os Ativos Permanentes. Ambas as variáveis são ponderadas pelo Ativo Total do ano anterior.

APÊNDICE E. Teste t para a diferença entre as médias dos *accruals* discricionários da amostra com e sem *outliers*.

Teste t para a diferença entre médias – ANO ₋₁ COMPLETA OUTLIERS		
Média	0,0667	0,0525
Variância	0,0025	0,0010
F calculado	2,4062	
F crítico uni-caudal	1,8687	
Estatística t	1,3051	
t crítico uni-caudal	1,6746	
t crítico bi-caudal	2,0066	

Teste t para a diferença entre médias – ANO ₀ COMPLETA OUTLIERS		
Média	0,0694	0,0535
Variância	0,0058	0,0014
F calculado	4,1563	
F crítico uni-caudal	1,8687	
Estatística t	1,0426	
t crítico uni-caudal	1,6802	
t crítico bi-caudal	2,0154	

Teste t para a diferença entre médias – ANO ₊₁ COMPLETA OUTLIERS		
Média	0,0859	0,0596
Variância	0,0055	0,0028
F calculado	1,9639	
F crítico uni-caudal	1,8687	
Estatística t	1,5706	
t crítico uni-caudal	1,6735	
t crítico bi-caudal	2,0048	

Teste t para a diferença entre médias – ANO ₊₂ COMPLETA OUTLIERS		
Média	0,0635	0,0320
Variância	0,0062	0,0005
F calculado	12,0401	
F crítico uni-caudal	2,0632	
Estatística t	1,8729	
t crítico uni-caudal	1,7032	
t crítico bi-caudal	2,0518	

APÊNDICE F. Teste *t* para a diferença entre as médias dos *accruals* discricionários antes e depois da SEO

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		ANO₁	ANOS 0, +1 e +2
N		31	82
Normal Parameters(a,b)	Mean	,0668	,0626
	Std. Deviation	,05039	,05610
Most Extreme Differences	Absolute	,147	,135
	Positive	,147	,129
	Negative	-,124	-,135
Kolmogorov-Smirnov Z		,818	1,224
Asymp. Sig. (2-tailed)		,515	,100

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

APÊNDICE G. Teste *t* para a diferença entre as médias dos *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones (1991) e Jones Modificado (1995).

Teste-F: duas amostras para variâncias - JONES E JONES MODIFICADO		
	JONES	JONES MOD.
Média	0,0608	0,0606
Variância	0,0028	0,0030
Observações	144	144
Gl	143	143
F	0,9150	
P(F<=f) uni-caudal	0,2981	
F crítico uni-caudal	0,7588	
Teste-t: duas amostras presumindo variâncias equivalentes		
	JONES	JONES MOD.
Média	0,0608	0,0606
Variância	0,0028	0,0030
Observações	144	144
Variância agrupada	0,0029	
Hipótese da diferença de média	0	
Gl	286	
Stat t	0,0351	
P(T<=t) uni-caudal	0,4859	
t crítico uni-caudal	1,6501	
P(T<=t) bi-caudal	0,9719	
t crítico bi-caudal	1,9682	

APÊNDICE H. Resultados das regressões estimadas pelo modelo *logit* para verificação do gerenciamento de resultados para não reportar perdas.

Dependent Variable: EM

Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 20

Included observations: 20

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.302746	0.695352	0.435386	0.6633
DTD	-12.86881	79.11949	-0.162650	0.8708
AD	26.43813	18.62443	1.419541	0.1557
FCO	27.51580	15.21935	1.807949	0.0706
Mean dependent var	0.750000	S.D. dependent var	0.444262	
S.E. of regression	0.398415	Akaike info criterion	1.249055	
Sum squared resid	2.539758	Schwarz criterion	1.448202	
Log likelihood	-8.490555	Hannan-Quinn criter.	1.287931	
Restr. log likelihood	-11.24670	Avg. log likelihood	-0.424528	
LR statistic (3 df)	5.512297	McFadden R-squared	0.245063	
Probability(LR stat)	0.137905			
Obs with Dep=0	5	Total obs	20	
Obs with Dep=1	15			