



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ – UFC
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE
E SECRETARIADO – FEAAC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA – PPAC
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA –
MAAC

SYLVIA REJANE MAGALHÃES DOMINGOS

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS EM OFERTA PÚBLICA DE
AÇÕES

FORTALEZA – CE

2014

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS EM OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado, da Universidade Federal do Ceará, como requisito para obtenção do título de Mestra em Administração e Controladoria.

Orientadora: Prof.^{ra} D.^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte

FORTALEZA – CE

2014

FICHA TÉCNICA

SYLVIA REJANE MAGALHÃES DOMINGOS

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS EM OFERTA PÚBLICA DE
AÇÕES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado, da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de Mestra em Administração e Controladoria.

Aprovada em ____/____/____

BANCA EXAMINADORA

Prof.^{ra} D.^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará

Prof.^{ra} D.^{ra} Roberta Carvalho Alencar
Universidade Federal do Ceará

Prof. Dr. Edilson Paulo
Universidade Federal da Paraíba

DEDICATÓRIA

**Ao meu pai, Orlando da Silva
Domingos (*in memoriam*).**

AGRADECIMENTOS

Aos meus amados pais, Orlando (*in memoriam*) e Francisca, por todo o amor, compreensão e apoio, sem os quais eu não teria obtido êxito em minhas empreitadas.

À professora Vera Maria Rodrigues Ponte, pela dedicação, apoio e por todos os momentos enriquecedores de conhecimento e sabedoria.

À minha família e amigos, por todo o apoio, carinho e compreensão pela minha ausência.

Aos meus companheiros de mestrado, pelo convívio prazeroso e enriquecedor, em especial a André Moura, Letícia Lima, Renata Rouquayrol e Sarah Mesquita.

E a Deus de todos os povos.

RESUMO

O presente estudo teve como objetivo geral investigar a prática de gerenciamento de resultados por parte das companhias nos períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações. A população do estudo compreende as companhias que realizaram oferta pública de ações entre 2004 e 2013. Para realização do estudo, foram coletados dados financeiros trimestrais das empresas da amostra. O gerenciamento de resultados foi investigado numa perspectiva temporal, seguindo metodologia adotada por Gioielli (2008), que investigou o gerenciamento das informações contábeis pelas empresas em processo de IPO e também em que momento ao redor desse processo essa prática é mais intensa. Inicialmente, foram estimadas as acumulações totais. Em seguida, foram estimadas as acumulações discricionárias, que, por sua vez, são obtidas por meio dos modelos Jones Modificado (1995) e Pae (2005). Foi utilizada a análise de dados em painel para estimação dos coeficientes, sendo consideradas as variáveis das empresas-trimestre de todo o período. Os resultados encontrados nesta pesquisa sugerem que as empresas gerenciam seus resultados contábeis e que essa prática é mais intensa nas fases compreendidas pelos trimestres anteriores aos trimestres anterior e posterior ao período da oferta pública (fase 1) e ao de pós-vedação à negociação das ações da companhia (fase 4) e que procuram com mais frequência reduzir seus resultados contábeis ao redor da oferta pública de ações. O presente estudo contribuiu com a discussão do tema gerenciamento de resultados e obteve evidências de que os investidores e os órgãos de fiscalização e regulação do mercado de capitais no Brasil devem buscar alternativas para detectar e/ou inibir práticas oportunistas da administração das companhias durante a oferta pública de ações.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Oferta Pública. Companhias Abertas.

ABSTRACT

The general objective of this study was to investigate the practice of corporate earnings management in the period surrounding a public offering. The study was based on quarterly financial data collected from a sample of firms traded on BM&FBovespa making public offerings between 2004 and 2013. The practice of earnings management was analyzed in the temporal perspective, following the methodology of Gioielli (2008) who investigated the practice and timing of accounting information management by firms making initial public offerings. Initially, total accruals were estimated, followed by discretionary accruals using the modified models of Jones (1995) and Pae (2005). Panel data analysis was used to calculate coefficients for a period of eight quarters (three before, one coinciding with, and four after public offering). Our results show that firms manage accounting results by reducing them, especially in the two quarters before the quarter preceding a public offering and after the end of the lock-up period. Intended as a contribution to the discussion on earnings management, the study reveals the need for investors and Brazilian agencies regulating and inspecting capital markets to devise alternative ways of detecting and/or inhibiting opportunistic results management practices in firms making public offerings.

Keywords: Earnings Management. Public Offering. Public Companies.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	
LISTA DE QUADROS	
LISTA DE TABELA	
1 INTRODUÇÃO	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1 Gerenciamento de resultados.	16
2.2 Estudos empíricos anteriores sobre gerenciamento de resultados e oferta pública de ações.	35
2.2.1 Estudos no âmbito internacional	36
2.2.2 Estudos no âmbito nacional	38
3 METODOLOGIA.	40
3.1 Tipologia da pesquisa.	40
3.2 Amostra e procedimento de coleta de dados	41
3.3 Definição das hipóteses	42
3.4 Modelos para estimação do nível de gerenciamento de resultados contábeis.	45
3.4.1 Cálculo das acumulações totais	45
3.4.2 Cálculo das acumulações discricionárias	46
3.5 Identificação dos <i>outliers</i>	49
3.6 Procedimentos estatísticos.....	51
4 RESULTADOS.....	52
4.1 Análise da escolha dos modelos de regressão	53
4.2 Análise descritiva do nível de gerenciamento de resultados contábeis.....	56
4.3 Análise dos testes para comparação das fases.....	66
4.4 Análise dos setores	67
4.4.1 Setor econômico Construção e Transporte.....	69
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.	71
REFERÊNCIAS.....	75
APÊNDICE.....	84

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fase no estudo de gerenciamento de resultados nos trimestres anterior e posterior à IPO	43
Figura 2 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (1995) na fase 1.	57
Figura 3 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (1995) na fase 2.	58
Figura 4 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (1995) na fase 3.	59
Figura 5 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (1995) na fase 4.	60
Figura 6 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase 1.	61
Figura 7 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase 2.	62
Figura 8 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase 3.	63
Figura 9 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase 4.	64

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Diferenças entre gerenciamento de resultados e contabilidade fraudulenta.	19
Quadro 2 – Resumo dos estudos anteriores.	32

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Definição da amostra.	41
Tabela 2 – Distribuição da amostra por setor econômico.....	41
Tabela 3 - Quantidades anuais e totais de ofertas públicas de ações promovidas pelas empresas da amostra, distribuídas por tipo - 2004/2013.....	42
Tabela 4 – Parâmetros para identificação dos <i>outliers</i>	50
Tabela 5 – Variáveis <i>outliers</i> por empresa-trimestre.....	50
Tabela 6 – Resultados das regressões para o modelo Jones Modificado (1995).....	53
Tabela 7 – Resultados das regressões para o modelo Pae (2005).....	54
Tabela 8 – Resultados das regressões após a correção de White	55
Tabela 9 – Estatística descritiva dos níveis de gerenciamento de resultados.	64
Tabela 10 – Resultados do teste de Kruskal-Wallis para comparação dos níveis de gerenciamento de resultados das fases ao redor da oferta pública de ações	66
Tabela 11 – Estatística descritiva dos níveis de gerenciamento de resultados por setor econômico.	67
Tabela 12 – Resultados das regressões para o modelo Pae (2005) após a introdução das variáveis <i>dummies</i> de setor econômico.....	68
Tabela 13 - Resultado da regressão para o modelo Pae (2005) para as empresas do setor econômico Construção e Transporte	69
Tabela 14 - Estatística descritiva dos níveis de gerenciamento de resultados das empresas do setor econômico Construção e Transporte	70
Tabela 15 – Resultados do teste de Kruskal-Wallis para comparação do nível de gerenciamento de resultados das fases ao redor da oferta pública de ações das empresas do setor econômico Construção e Transporte	71

1 INTRODUÇÃO

O atual cenário de internacionalização do mercado brasileiro tem levado as empresas do país a identificar oportunidades de expansão de suas operações ou de reestruturação de seu capital, fatores que, segundo Bonfim, Santos e Pimenta Júnior (2007), têm contribuído para aumentar o número de companhias de capital aberto.

Segundo Souza (2003), dentre os motivos que levam as empresas a abrir o capital, destacam-se a ampliação da base de captação de recursos, a maior flexibilidade estratégica (liquidez patrimonial), o fortalecimento da imagem institucional, devido à maior exposição no mercado, as reestruturações societárias e a aceleração da profissionalização.

A oferta pública inicial de ações é o processo de abertura do capital de uma empresa em bolsa de valores, sendo bastante complexo e oneroso (como, por exemplo, despesas com coordenadores, honorários advocatícios e de auditoria e taxas de arquivamento na Comissão de Valores Mobiliários – CVM e na bolsa de valores), com vantagens e desvantagens, bem como obstáculos a ser transpostos, além de uma série de normas e regras que devem ser observadas (VIEIRA; OLIVEIRA, 2009).

No mesmo sentido, Chen, Lin e Zhou (2005) opinam que a abertura de capital é considerada o maior evento corporativo para uma companhia que pretende obter fundos. Bispo e Lamounier (2011) destacam que ao ofertar ações ao público pela primeira vez, a empresa estará realizando uma *Initial Public Offering* (IPO). Se, no entanto, ela já tiver ações comercializadas no mercado e emitir novo lote para venda, então se trata de uma *Seasoned Equity Offering* (SEO).

Bonfim, Santos e Pimenta Júnior (2007) alertam que os processos de abertura de capital demandam altos custos, associados ao processo e à necessidade de elevar significativamente o nível de qualidade das informações contábeis divulgadas.

Segundo Paulo (2007), a informação contábil é influenciada por critérios alternativos de mensuração/evidenciação, conhecidos por escolhas contábeis, facultando ao gestor a opção entre normas e práticas permitidas pela regulação vigente. Dessa forma, o resultado, principal produto da informação contábil, pode decorrer de ajustes contábeis de natureza discricionária, bem como não ter qualquer relação com a realidade dos fatos. Nesse momento ocorre o

gerenciamento de resultados, no intuito de que estes sejam favoráveis aos executivos, independentemente dos ajustes discricionários utilizados em sua apuração.

O gerenciamento de resultados caracteriza-se como a alteração proposital dos resultados contábeis, visando alcançar e/ou atender a motivações particulares. Martinez (2001) destaca que o gerenciamento de resultados contábeis não constitui fraude contábil. Ou seja, opera-se dentro dos limites preconizados pela regulação contábil, porém nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade aos gerentes.

Hendriksen e Van Breda (1999) advertem que os administradores reagem ao que supõem ser o comportamento de investidores e credores diante do lucro publicado. Muito embora o lucro publicado se baseie apenas na estrutura contábil, o fenômeno de *feedback* acaba afetando a escolha de métodos de contabilidade pela administração.

No mesmo sentido, Oliveira e Bispo (2009) apontam que muitas empresas acreditam que o preço de suas ações será maximizado se o lucro líquido crescer a uma taxa anual constante. Dessa forma, procuram adotar políticas e procedimentos contábeis para divulgar o lucro com vistas a alcançar esse objetivo ou divulgar dados de lucro por ação que maximizem a demanda por suas ações.

Em um contexto de oferta pública de ações, as empresas procuram captar dos novos investidores o maior volume de aporte financeiro possível. No entanto, esses novos investidores procuram pagar o menor preço pela ação, no intuito de garantir o retorno esperado do seu investimento. Nessa situação, observa-se um conflito de interesses entre a administração da empresa e os novos investidores. Esse mesmo conflito pode ser visto quando acionistas detentores de uma grande proporção do capital social da empresa vendem um bloco de títulos através do mercado de capitais, pois desejam maximizar o valor das ações, obtendo bons resultados na venda para novos investidores (PAULO, 2007).

Portanto, essa situação cria a possibilidade de os administradores agirem discricionariamente, motivados a aumentar o preço das ações no momento imediatamente anterior à oferta pública de ações, levantando a possibilidade da prática de gerenciamento de resultados contábeis em períodos próximos ao de sua realização.

Em um dos estudos pioneiros sobre oferta pública de ações e gerenciamento de resultados contábeis, Teoh, Welch e Wong (1998) investigaram se as firmas norte-americanas

que realizam IPO gerenciam seus resultados em momentos precedentes à emissão. Encontraram que quando comparadas a firmas do mesmo setor, as empresas estreadas apresentam valor relativamente mais alto de *accruals* correntes; ou seja, essas firmas gerenciaram seus resultados contábeis em períodos próximos à IPO.

Gioielli (2008) investigou se as empresas estreadas na bolsa de valores brasileira com participação de gestores de *private equity* e *venture capital* (PE/VC) na governança corporativa apresentariam mais qualidade de informação contábil e melhor padrão de governança corporativa, em comparação com as demais. A amostra reuniu 69 empresas que realizaram IPO na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa) no período de janeiro de 2004 a julho de 2007. Constatou-se que as companhias com investimento de PE/VC que abriram capital apresentaram nível de gerenciamento de resultados significativamente inferior àquele registrado pelas empresas que não receberam esse tipo de aporte de capital, indicando que os investimentos de PE/VC influenciam a prática de gerenciamento de resultados nas fases em torno da IPO. Os resultados também indicaram que o intervalo imediatamente ao redor da data da IPO é o momento em que as empresas gerenciam os resultados mais intensamente.

Também ao investigar empresas brasileiras que realizaram oferta pública inicial e subsequente de ações no período de 2000 a 2006, utilizando os modelos Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Pae (2005), Paulo, Cavalcante e Melo (2012) concluíram, de um modo geral, que não foi possível confirmar estatisticamente que as empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis em períodos próximos à oferta pública, sugerindo, assim, que a oferta pública não afeta significativamente os números contábeis. Do mesmo modo, Bispo (2010), ao investigar a oferta subsequente de ações no período de 1999 a 2008, utilizando o modelo de Jones (1991) para estimação das acumulações discricionárias, também não confirmou que as empresas brasileiras gerenciam seus resultados em períodos próximos ao de oferta pública de ações.

Apesar de os estudos com empresas brasileiras não apontarem em um único sentido, Bispo (2010) afirma que há sinalizações para a prática oportunística dos gestores no mercado de capitais brasileiro, já que eles se aproveitam da assimetria de informações para gerenciar resultados com o objetivo não só de obter ganhos para a empresa, mas também de valorizar e vender as ações em uma oferta pública.

Dessa forma, considerando-se que o atual cenário de mais flexibilidade nas normas contábeis, advinda do processo de convergência contábil e da reforma da Lei n. 6.404/1976 (BISPO, 2010), trouxe consigo instrumentos potenciais de manipulação das informações contábeis (BAPTISTA, 2009), e, ainda, que o padrão contábil brasileiro se tornou menos conservador (SANTOS, 2011; MACHADO; NAKAO, 2012), espera-se contribuir com o tema gerenciamento de resultados por companhias no contexto de oferta pública de ações, através da investigação da prática de gerenciamento de resultados nas fases próximas às de realização de ofertas públicas primárias, secundárias e mistas de ações – utilizando a metodologia de fases proposta por Gioielli (2008) – no período de 2004 a 2013, através da utilização dos modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005) para estimação das acumulações discricionárias.

Considerando-se a contextualização disposta anteriormente, e no intuito de ampliar o conhecimento acerca de gerenciamento de resultados contábeis, principalmente nas companhias no contexto de oferta pública de ações, procura-se, com o presente estudo, obter informações teórico-empíricas sobre o tema, na busca de respostas para o seguinte questionamento: **Há tendência de gerenciamento de resultados por parte das companhias nos períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações?**

Para responder à questão proposta, o presente estudo se desenvolve na expectativa de atender ao objetivo geral de **investigar a prática de gerenciamento de resultados por parte das companhias nos períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações.**

O presente estudo busca contribuir com a discussão do tema gerenciamento de resultados e conseqüentemente para a discussão acerca da qualidade da informação contábil especialmente ao redor da oferta pública de ações. Adicionalmente, pretende-se obter evidências que auxiliem na tomada de decisão dos administradores e investidores e na fiscalização dos órgãos reguladores do mercado de capitais no Brasil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Inicialmente, foi procedida uma revisão bibliográfica, discutindo-se acerca do gerenciamento de resultados contábeis, mediante abordagem do conceito, das categorias, dos tipos, dos incentivos e dos modelos, e, em seguida, apresentaram-se estudos empíricos anteriores, que auxiliaram no desenvolvimento da presente pesquisa.

2.1 Gerenciamento de resultados

Segundo Lopes e Martins (2010), a contabilidade tem como principal objetivo fornecer informações para uma ampla gama de usuários, sendo o resultado uma das mais importantes. Geralmente, é com base nesse indicador que se avalia o desempenho das empresas (MARTINEZ, 2001). Ball e Brown (1968) afirmam que o resultado contábil observado nas demonstrações contábeis é fruto de um conjunto de eventos reconhecidos por diversas práticas contábeis.

Na mesma linha, Paulo (2007) destaca que a informação contábil é influenciada por critérios alternativos de mensuração/evidenciação, conhecidos por “escolhas contábeis”, facultando ao gestor a escolha entre normas e práticas permitidas pela regulação vigente.

No mesmo sentido, Ferreira *et al.* (2012) assinalam que nos últimos anos a contabilidade vem buscando o aperfeiçoamento das normas, com o intuito de prover informações mais úteis para o processo decisório, e, ainda, que esse aperfeiçoamento gera normas que possibilitam mais flexibilidade ao gestor, para que este possa, por meio de julgamentos, avaliar como representar o efeito econômico das transações vivenciadas pela empresa. No entanto, ao mesmo tempo em que essa flexibilidade busca o aumento da qualidade da informação contábil, ela também permite que o gestor tome decisões que não necessariamente representem a realidade da firma, mas, sim, a realidade desejável. Dessa forma, o gestor estaria se utilizando de práticas discricionárias para gerenciar resultados.

Para Lopes e Martins (2010), a contabilidade tem condição de mitigar a assimetria de informações existente dentro das entidades, e ainda oferece subsídios para o alinhamento de interesses entre gestores e proprietários, mediante remuneração dos executivos com base no desempenho da firma, mensurado pela contabilidade.

Becker *et al.* (1998), no entanto, destacam que os gestores se aproveitam da assimetria de informações existente e utilizam escolhas contábeis por razões oportunísticas, gerando conflitos que acabam por interferir no resultado da empresa, geralmente expropriando alguns outros *stakeholders*, como investidores e credores.

Healy e Wahlen (1999) afirmam que os gestores empresariais sempre irão se deparar com situações em que deverão julgar entre duas ou mais alternativas para as quais nenhum padrão contábil terá sido promulgado.

Quando os gestores realizam determinadas escolhas contábeis, visando influenciar a interpretação dos *stakeholders* sobre o desempenho da companhia, ou atingir métricas contratuais específicas, baseadas em variáveis contábeis, caracteriza-se o gerenciamento de resultados (HEALY; WAHLEN, 1999).

Para Schipper (1989), o gerenciamento de resultados pode ser considerado uma intervenção proposital no processo de evidenciação, com a intenção de se obter algum ganho privado. Healy e Wahlen (1999) acrescentam que o gerenciamento de resultados pode ocorrer também sobre as atividades operacionais, visando iludir os investidores acerca do desempenho da companhia ou para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis informados.

Vale destacar que, para Watts e Zimmerman (1990 *apud* FIELDS; LIZ; VINCENT, 2001), o gerenciamento de resultados se dá quando o gestor exerce sua discricionariedade sobre os números contábeis. Essa discricionariedade pode ter fins maximizadores do valor da firma ou oportunistas. Esse conceito difere daquele apontado por Schipper (1989) ao considerar que o gerenciamento de resultados pode ter fins oportunistas, corroborando o apresentado por Healy e Wahlen (1999). Ressalta-se que, independentemente da finalidade, esse tipo de prática modifica a informação contábil.

No Brasil, Martinez (2001), ao apresentar o primeiro estudo sobre a temática, definiu gerenciamento de resultados como a alteração proposital dos resultados contábeis (intencional), visando alcançar, atender motivação particular. Segundo o autor, os gestores da empresa manipulariam o resultado para atender a algum objetivo particular, como a maximização da sua utilidade, em detrimento da maximização da utilidade do principal.

Ao considerar sinônimos a manipulação de resultados contábeis e o gerenciamento de resultados contábeis, Paulo (2007) define manipulação como a utilização de ações discricionárias, por parte dos administradores, para alterar a interpretação da realidade econômica e financeira da empresa.

Gunny (2005) segrega o gerenciamento de resultados em três categorias: contabilidade fraudulenta, gerenciamento de *accruals* (por meio de escolha de métodos contábeis) e gerenciamento das atividades operacionais (por meio de decisões econômicas). Importa destacar que, contrariando Gunny (2005), diversos autores (DECHOW; SKINNER, 2000; MARTINEZ, 2001; MULFORD; COMISKEY, 2002; LOPES; MARTINS, 2010) defendem

que o gerenciamento de resultados ocorre dentro dos limites da legislação, e que em caso contrário ocorre a fraude, definida pela *National Association of Certified Fraud Examiners* (1993) como atos intencionais para enganar os *stakeholders* e causar-lhes perdas financeiras.

Nesse sentido, Dechow e Skinner (2000) destacam que há diferenças entre gerenciamento de resultados e contabilidade fraudulenta. Para os autores, o gerenciamento de resultados diz respeito à manipulação de informações no âmbito das normas e práticas contábeis aceitas, enquanto a contabilidade fraudulenta é uma manipulação que viola as normas e princípios contábeis e legais, configurando, portanto, uma fraude.

Martinez (2001) categorizou as práticas apontadas por Dechow e Skinner (2000) que poderiam afetar o resultado das empresas, segregando algumas delas que representavam o gerenciamento de resultados, e outras que representavam a contabilidade fraudulenta, conforme disposto no Quadro 1.

Quadro 1 – Diferenças entre gerenciamento de resultados e contabilidade fraudulenta

Práticas do gerenciamento de resultados	
Reconhecer elevado volume de provisões	Retardar o reconhecimento de vendas
Registrar aceleradamente despesas de depreciação	Registrar aceleradamente gastos associados a propaganda e publicidade, treinamento e P&D
Reconhecer receitas apenas quando da cobrança	Aumentar o reconhecimento de despesas de natureza não operacional (banquetes, bingos, doações)
Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões	Antecipar ou acelerar o registro de vendas
Reduzir o registro da depreciação e amortização	Adiar o registro de despesas necessárias de propaganda e publicidade, treinamento e P&D
Reconhecer receitas durante a produção	Aumentar o reconhecimento de receitas não operacionais pela venda de ativos da empresa
Práticas da contabilidade fraudulenta	
Registrar vendas fictícias	Reconhecer o recebimento pelo produto e não efetuar a sua entrega
Antecipar a data de realização das vendas	Deixar de cumprir compromissos financeiros

Superestimar o estoque mediante registro de inventário fictício	Não pagar tributos lançados
---	-----------------------------

Fonte: Martinez (2001).

No mesmo sentido, Mulford e Comiskey (2002) elencaram uma série de possibilidades, que consistem, basicamente, de postergações de despesas e antecipações de receitas dentro dos limites impostos pela legislação contábil vigente, destacando-se, entre elas: mudança nos métodos de depreciação, determinação de provisões exigidas para garantia de produtos ou serviços, estimação da probabilidade de serem concretizadas as reclamações contratuais, avaliação da necessidade de baixa contábil de estoques e seus respectivos valores, determinação ou mudança dos períodos de amortização para ativos intangíveis, determinação de influência significativa sobre uma companhia investida e decisão relacionada a uma queda no valor de mercado de um investimento. Ou seja, os citados itens podem ser considerados práticas de gerenciamento de resultados por meio de escolhas de métodos contábeis, e, apesar de modificarem o resultado, estão dentro dos limites da legislação vigente.

O gerenciamento por meio de decisões operacionais ocorre quando o gestor promove ações que se desviem das melhores decisões, para aumentar os resultados, com o objetivo de ajustá-los a suas necessidades (GUNNY, 2005). Paulo (2007) apresenta alguns exemplos de gerenciamento das atividades operacionais:

- a) aumento das receitas, mediante aceleração do processo de vendas e/ou geração de vendas insustentáveis, por meio de aumento dos descontos (temporários) sobre o preço ou diminuição das restrições de crédito aos clientes;
- b) diminuição das receitas, por meio da postergação da entrega de itens já negociados;
- c) redução dos custos dos produtos vendidos, por meio do aumento dos níveis de produção (economia de escala), com conseqüente aumento dos resultados contábeis; e
- d) redução dos gastos com P&D, treinamento e manutenção do parque fabril.

Ainda sobre as categorias de gerenciamento de resultados, Cardoso e Martinez (2006) afirmam que na literatura nacional e na estrangeira se encontram diversas pesquisas empíricas com foco no gerenciamento de *accruals*. Por outro lado, são raras as pesquisas voltadas para a

investigação do gerenciamento sob a perspectiva das atividades operacionais, fato corroborado por Avelar e Santos (2010), ao analisarem estudos brasileiros sobre o tema.

Goulart (2007) destaca que os *accruals* se referem às receitas e às despesas reconhecidas com base no regime de competência, e que não necessariamente foram realizadas financeiramente, ou seja, não obrigatoriamente houve o efetivo recebimento da receita ou o efetivo pagamento da despesa.

O lucro contábil e o fluxo de caixa das operações, expressões de uma mesma realidade econômica, são defasados temporalmente, em virtude do regime de competência, mas se igualariam quando a empresa deixasse de ter continuidade. Ou seja, no longo prazo, o lucro contábil e o fluxo de caixa das operações produziriam o mesmo resultado (MARTINEZ, 2001). Assim, quanto maior o valor dos *accruals*, positivo ou negativo, maior a diferença entre o lucro contábil e o fluxo de caixa.

Parte dos *accruals* é utilizada em um gerenciamento intencional (GOULART, 2007), sendo denominados *accruals* ou acumulações discricionárias. Já as acumulações relacionadas com a realidade do negócio da empresa são denominadas acumulações não discricionárias (MARTINEZ, 2001).

Teoh, Welch e Wong (1998) afirmam que as acumulações não discricionárias são *proxy* para o reconhecimento de *accruals* fora do campo de julgamento dos gestores. Já os *accruals* discricionários são usados na literatura como *proxy* de gerenciamento de resultados contábeis. No mesmo sentido, Takamatsu (2011) ensina que a prática de utilização dos *accruals* com a finalidade de antecipar/postergar resultados em benefício próprio é denominada gerenciamento de resultados.

Nesse sentido, Mulford e Comiskey (2002) argumentam que o gerenciamento de resultados é uma atividade de gerenciamento de lucros com determinados objetivos, que, segundo McKee (2005), podem ser: aumentar ou diminuir os resultados contábeis (*target earnings*), reduzir o lucro corrente de modo a aumentar o lucro futuro (*big bath accounting*) ou reduzir a variabilidade dos resultados contábeis (*income smoothing*).

Martinez (2001) aduz que no *target earnings* os resultados são gerenciados de modo a atingir determinadas “metas” de referência, que podem estar acima ou abaixo do resultado do

período. No *big bath accounting*, as companhias procuram piorar os resultados correntes, tendo como propósito obter melhores resultados no futuro.

Holanda (2012) exemplifica o *target earnings* em duas situações: (1) a empresa estaria próxima de atingir a meta, e então o gestor iria gerenciar o resultado para ultrapassá-la; e (2) a empresa estaria muito acima da meta, de modo que a decisão do gestor seria gerenciar o resultado para um patamar um pouco acima dela. Já para o *big bath accounting*, o autor exemplifica no caso de que: (3) a empresa estaria muito abaixo da meta, e a decisão do gestor seria gerenciar o resultado para diminuí-lo ainda mais.

Observa-se que as situações “2” e “3” seriam utilizadas, pelo gerente, para “guardar” resultado e ficar mais perto de atingir suas metas futuras, e assim maximizar a sua utilidade no futuro. Já a situação “1” seria utilizada, pelo gerente, para atingir a meta atual, e assim maximizar a sua utilidade atual.

Já a prática do *income smoothing* consiste na busca de redução da variabilidade dos resultados, objetivando mantê-los em determinado patamar e, ao mesmo tempo, evitar flutuações excessivas, que poderiam aumentar a percepção de risco (KANAGARETNAM; LOBO; YANG, 2004).

Trueman e Titman (1988) assinalam que, segundo a academia, o *income smoothing* é sempre benéfico para as empresas, já que reduz o custo de capital, considerando-se que as empresas estáveis são vistas como mais confiáveis. Nesse mesmo sentido, Piqueras (2010) destaca que o *income smoothing* mantém os lucros próximos a lucros de períodos anteriores, reduzindo a volatilidade, a qual é utilizada para mensurar o risco em modelos financeiros. Ainda em conformidade com o apresentado, Collins e Kothari (1989), Easton e Zmijewski (1989) e Barth, Landsman e Wahlen (1995) demonstram que os preços das ações refletem um prêmio pelos riscos associados à variabilidade dos resultados e que os gestores podem reduzir os custos de capital, usando seu poder discricionário na estimação de certos componentes de resultado, para reduzir a sua variabilidade.

Facilitada por um contexto corporativo de assimetria informacional entre gestores e *stakeholders* (AZEVEDO; COSTA, 2012), a prática de gerenciamento de resultados contábeis pelos gestores terá sua propensão aumentada tendo em vista incentivos relacionados ao mercado de capitais, incentivos contratuais e incentivos regulatórios (BAPTISTA, 2008).

Os incentivos relacionados ao mercado de capitais referem-se à possibilidade da prática do gerenciamento de resultados mediante gerenciamento dos lucros procurando impactar o valor da firma (HOLANDA, 2012), e estão relacionados à busca pelo atingimento de metas, da expectativa dos analistas e investidores; ou seja, as empresas procuram não desapontar o mercado (BAPTISTA, 2008).

Esses incentivos podem existir no intuito de reduzir o preço da ação ou para mantê-lo elevado, através do gerenciamento de resultados (BAPTISTA, 2008). Healy e Wahlen (1999) afirmam que em períodos que antecedem a oferta pública de ações, os incentivos relacionados ao mercado de capitais tendem a aumentar.

Assim como ocorre com os incentivos relacionados ao mercado de capitais, os incentivos contratuais estão relacionados ao gerenciamento para aumentar ou reduzir o resultado, em função de contratos de remuneração, aumentando o prêmio do plano de remuneração, podendo também suavizar o lucro para obter financiamento a custo mais baixo (BAPTISTA, 2008).

Ainda com relação aos incentivos contratuais, Holanda (2012) os classifica em dois grupos: os incentivos relacionados às compensações e os incentivos relacionados ao endividamento. Os incentivos relacionados às compensações referem-se à possibilidade que têm os gestores de manipular o resultado para maquiar o alcance de metas, em função de contratos de remuneração, e, assim, aumentar suas compensações, quando o prêmio do plano de remuneração é associado ao cumprimento de determinadas metas correlacionadas com o lucro. Já os incentivos relacionados ao endividamento dizem respeito a organizações com alto nível de endividamento, as quais procuram suavizar o lucro para obter financiamento a custo mais baixo (SCHIPPER, 1989; BAPTISTA, 2008).

Com relação aos incentivos regulatórios, Healy e Wahlen (1999) assinalam que os setores sujeitos a monitoramento regulatório relacionado à informação contábil apresentam incentivos para gerenciar resultados contábeis. Em outras palavras, as organizações gerenciam seus resultados para “agradar” os órgãos reguladores ou para manter seus resultados compatíveis com os de outras organizações do mesmo setor de atuação.

As pesquisas sobre gerenciamento de resultados tiveram como principais motivações os colapsos financeiros de grandes corporações multinacionais, iniciados na década de 1990, cujas demonstrações financeiras não retratavam de forma fidedigna a situação patrimonial

(GOULART, 2007); e a preocupação dos pesquisadores com a transparência na elaboração e na divulgação dos relatórios contábeis para os diversos públicos que as utilizam para análises e subsidiar decisões a partir da interpretação de suas informações (MATSUMOTO; PARREIRA, 2007).

No cenário internacional o tema é bastante discutido (SCHIPPER, 1989; BENEISH, 1997; HEALY; WAHLEN, 1999; DECHOW; SKINNER, 2000; MCNICHOLS, 2000; GUNNY, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006; JEANJEAN; STOLOWY, 2008; DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; MEHDI; SEBOUI, 2011), e vem ganhando destaque no âmbito nacional (MARTINEZ, 2001; GOULART, 2007; PAULO, 2007; BAPTISTA, 2008; TRAPP, 2009; BISPO, 2010; VIEIRA, 2010; JOIA, 2012; SILVA, 2013).

A partir dos estudos de McNichols (2000) e Stolowy e Breton (2004), é possível classificar as pesquisas sobre gerenciamento de resultados através das escolhas contábeis sob três enfoques: (1) *Aggregate Accruals Models*, que procuram detectar o gerenciamento através de acumulações discricionárias (HEALY, 1985; DEANGELO, 1986; JONES, 1991; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995; LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003; TANG, 2006; PAULO, 2007); (2) *Specific Accrual Models*, que utilizam acréscimos específicos, nos quais há mais propensão de gerenciamento (MCNICHOLS; WILSON, 1988; PETRONI, 1992; BEAVER; ENGEL, 1996; BENEISH, 1997; BEAVER, MCNICHOLS, 1998; MARTINEZ, 2001; GOULART, 2007); e (3) *Frequency Distribution Approach*, que examina as propriedades estatísticas para identificar comportamentos que influenciem o gerenciamento de resultados (BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999; MYERS; SKINNER 1999; BIAGUÊ; COSTA, 2011).

Os estudos das distribuições de frequência procuram examinar as distribuições *cross-sectional* dos resultados contábeis, com o objetivo de relacioná-los a determinados pontos de referência, que podem ser o resultado do ano anterior ou o lucro zero. Assim, se o número de observações dos resultados contábeis abaixo do ponto de referência for muito diferente do número de observações acima do valor, essa diferença indicaria uma possível prática do gerenciamento de resultados. Como vantagem desse método, destaca-se o fato de não ser preciso estimar as acumulações discricionárias. No entanto, ele tem como maior desvantagem não permitir a identificação da técnica utilizada para a prática de gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2001).

Em estudo pioneiro na avaliação do gerenciamento de resultados através das distribuições de frequência, Burgstahler e Dichev (1997) proporcionaram evidências de que as firmas gerenciam seus resultados para não apresentar perdas e reduzir a variabilidade dos resultados. Martinez (2001) destaca que vários artigos passaram a utilizar metodologias similares, especialmente devido à simplicidade de sua aplicação.

Já o estudo dos *accruals* específicos tem por objetivo investigar determinados setores ou contas contábeis específicas, com o propósito de identificar se esses itens são utilizados para o gerenciamento de resultados contábeis (MARTINEZ, 2001).

Ao utilizar a análise de contas patrimoniais, McNichols e Wilson (1988) procuraram examinar se os gestores utilizam a conta “Provisões para devedores duvidosos” para gerenciar resultados contábeis em empresas financeiras.

A análise de contas específicas proposta por McNichols e Wilson (1988), além de ser inovadora ao focar uma visão alternativa da prática de gerenciamento de resultados, também é relevante ao gerar evidências diretas de gerenciamento, auxiliando os órgãos responsáveis na fiscalização das companhias. Destaca-se ainda que a utilização dessa metodologia pode ser útil no desenvolvimento de modelos de acumulações (*accruals models*) mais robustos (HEALY; WAHLEN, 1999).

Ao se estudar os *accruals* agregados, procura-se mensurar a discricionariedade da gestão, a partir dos componentes discricionário e não discricionário dos *accruals* (TRAPP, 2009). Martinez (2001) afirma que o maior desafio dos modelos é encontrar a melhor estimativa possível das acumulações discricionárias, e que esses modelos variam dos mais simples aos mais sofisticados. Na sequência, apresenta-se uma breve descrição dos principais modelos para detecção do gerenciamento de resultados utilizados pela literatura.

O estudo de Healy (1985), ao examinar se os gestores procuravam manipular o lucro de forma a aumentar a sua remuneração em forma de bônus, tornou-se um texto clássico na área de gerenciamento de resultados. O autor introduziu o primeiro modelo para avaliação do gerenciamento de resultados. Importa destacar que apesar do reconhecimento das acumulações discricionárias e das não discricionárias, o modelo utiliza as acumulações totais como *proxy* das acumulações discricionárias, considerando, assim, como *proxy* de gerenciamento de resultados as acumulações totais, o que é considerado uma limitação do

modelo, haja vista que as acumulações totais possuem acumulações discricionárias e não discricionárias, sugerindo que a *proxy* de gerenciamento de resultados (acumulações totais) pode estar representada mais intensamente por acumulações não discricionárias, o que não caracteriza a prática de gerenciamento de resultados.

Também considerando como *proxy* de gerenciamento de resultados as acumulações totais, DeAngelo (1986) investigou se havia prática de gerenciamento de resultados em períodos próximos à recompra de ações. Basicamente, a autora propôs a utilização de um *benchmark*, ao qual as acumulações totais deveriam ser comparadas. Esse *benchmark* seria um nível de acumulações de um período em que não se espera a prática de gerenciamento de resultados. Dessa forma, a autora propõe a análise das acumulações “anormais”. No caso de não haver diferença, as acumulações entre dois períodos (o período analisado e o período do *benchmark*) seriam próximas de zero. Entre as limitações do estudo, destacam-se: (1) o uso das acumulações totais como *proxy* de gerenciamento de resultados, assim como Healy (1985); e (2) a escolha do *benchmark* pode se dar de forma aleatória, sujeitando-se ao risco de este ocorrer em um período em que haja gerenciamento de resultados.

Sendo hoje inquestionavelmente um dos modelos mais utilizados na literatura para a avaliação do gerenciamento de resultados, o modelo Jones (1991) consiste em uma ferramenta que indica as acumulações discricionárias. Na estimação das acumulações totais, o autor propôs uma forma de estimação dos componentes não discricionários, permitindo a sua separação. Na estimação do componente não discricionário, este é ajustado para efeito de condições econômicas, através da utilização de variáveis de controle – “receita” e “investimento em imobilizado”. Isso através de uma regressão, em que as acumulações totais são a variável dependente, as variáveis “receita” e “investimento em imobilizado” são as variáveis de controle, e o erro da regressão representa as acumulações discricionárias, ou seja, a *proxy* de gerenciamento de resultados.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995), ao tecerem críticas ao modelo de Jones (1991), afirmando que ele apresenta erro de especificação para empresas com extremo desempenho financeiro (lucro ou fluxo de caixa operacional muito alto ou muito baixo), propuseram um modelo denominado Jones Modificado, através de um aperfeiçoamento que consistiu em considerar que a variável “receita” pode sofrer gerenciamento. Dessa forma, os autores extraíram a rubrica “contas a receber” da parte não discricionária do modelo de Jones (1991), fazendo com que essa porção seja captada pela sua parte discricionária (termo de erro).

Segundo Kang e Silvaramakrishnan (1995), pelo fato de o custo das vendas e outras despesas não estar perfeitamente correlacionado com a receita, a omissão de uma variável que represente esses componentes na estimação das acumulações discricionárias poderia gerar um problema de simultaneidade, afetando os coeficientes estimados e o erro padrão. Dessa forma, os autores propuseram um modelo que incorpora o custo de vendas e as despesas operacionais na estimação das acumulações não discricionárias, cuja estimação é realizada através dos métodos de variáveis instrumentais para corrigir o problema da simultaneidade e de momentos generalizados, utilizando as contas do Balanço Patrimonial em determinado exercício contábil, resolvendo o problema de comparar valores em períodos diferentes, contrariamente ao que preconiza o modelo de Jones (1991).

Propondo uma extensão ao modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Dechow, Richardson e Tuna (2003) consideram que apenas parte da variação nas contas a receber do referido modelo é discricionária. Dessa forma, o modelo proposto estima a parte não discricionária das contas a receber e, em seguida, coloca-a de volta no modelo. Além disso, os autores acreditam que as acumulações correntes possuem um componente previsível, que pode ser capturado através das acumulações defasadas, razão pela qual se incluiu essa variável no modelo. O crescimento das vendas também foi incorporado ao modelo, já que um aumento das acumulações pode estar associado a um crescimento nas vendas. Dessa forma, os autores esperavam que houvesse um aumento no poder de explicação do modelo e que fossem reduzidos os erros de classificação (acumulações discricionárias e não discricionárias).

Pae (2005) propôs a incorporação do fluxo de caixa operacional e das acumulações totais defasadas no modelo Jones Modificado. Baptista (2008) afirma que os acréscimos propostos por Pae (2005) no modelo Jones Modificado contornam o erro de classificação (tratamento das acumulações não discricionárias como discricionárias) e de especificação para empresas com desempenho extremo no fluxo de caixa operacional, fato já identificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995).

Ao apontar que os modelos lineares de estimação das acumulações conteriam erros de especificação para o propósito de estimar as acumulações discricionárias, já que a relação entre as acumulações e o fluxo de caixa pode ter assimetria temporal no reconhecimento de ganhos e perdas, Ball e Shivakumar (2006) propuseram um modelo não linear, que incorpora a existência de assimetria no reconhecimento das perdas. Para Baptista (2008), os modelos não lineares explicam, substancialmente mais do que os lineares, a variação nas acumulações.

Ainda sobre *Aggregate Accruals Models*, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) estruturaram quatro medidas de gerenciamento de resultados para capturar duas dimensões em que os administradores podem exercer a discricionariedade. Os autores analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados e a proteção ao investidor em 31 países, e concluíram que quanto melhores os mecanismos de proteção ao investidor, mais elevada a qualidade dos lucros reportados.

No Brasil, o primeiro estudo sobre gerenciamento de resultados foi desenvolvido por Martinez (2001). O autor procurou verificar a ocorrência de gerenciamento de resultados nas companhias brasileiras de capital aberto, concluindo que elas gerenciam seus resultados a fim de não apresentar perdas e reduzir a variabilidade dos resultados, com o propósito de manter a credibilidade junto aos investidores, ou, ainda, para piorar os resultados correntes visando ganhos futuros.

Assim como o estudo pioneiro de Martinez (2001), os de Decourt, Martinewski e Pietro Neto (2007), Formigoni, Paulo e Pereira (2007) e Coelho e Lima (2009) investigaram a prática de gerenciamento de resultados por empresas brasileiras, ou seja, buscaram evidências dessa prática no mercado brasileiro. Ressalta-se que, de um modo geral, os resultados dos estudos sugerem a prática de gerenciamento de resultados por empresas brasileiras, sejam de capital aberto ou fechado.

Ao se observar a forma (uso de contas específicas) como o gerenciamento de resultados é praticado, pode-se destacar alguns estudos, como o de Martinez (2001), o qual constatou que as empresas utilizavam as contas de provisão para créditos de liquidação duvidosa, receita não operacional e despesa com depreciação para gerenciar resultados contábeis.

Já Galdi e Pereira (2007) não encontraram evidências de uso da contabilização de derivativos na prática de gerenciamento de resultados, diferentemente do estudo de Goulart (2007), o qual constatou que as contas de operações de crédito e resultados com derivativos foram utilizadas para suavizar resultados contábeis em instituições financeiras. Ainda investigando bancos, Gabriel e Corrar (2010) constataram que a conta de títulos e valores mobiliários é utilizada para gerenciar resultados.

Também analisando contas específicas, Amaro, Bachmann e Fonseca (2013) concluíram que as perdas por *impairment* vinham sendo usadas por empresas brasileiras para

fins de alisamento de resultados. Destaca-se que para atender aos objetivos propostos, essas pesquisas utilizaram a análise de contas específicas para identificar a prática de gerenciamento de resultados.

Também se investigou a influência de características específicas, como setor de atuação, endividamento e mecanismos de governança corporativa (auditoria externa e estrutura de propriedade) na prática de gerenciamento de resultados. Utilizando o modelo KS, Martinez (2001) constatou que todos os setores da economia praticam o gerenciamento de resultados, mas em níveis distintos. Almeida *et al.* (2005) encontraram que quatro setores apresentavam coeficientes significativos indicativos da prática de gerenciamento de resultados a partir do modelo KS: comércio, eletrônica, telecomunicações e têxtil. Apesar de utilizarem o mesmo modelo, os estudos divergem entre si, por investigar as companhias abertas em dois períodos distintos: 1990 a 1999 e 2000 a 2003.

Ainda na mesma linha, Coelho e Lopes (2007), ao investigar companhias abertas no período de 1995 a 2003, apontaram, a partir de uma distribuição de frequência das acumulações, que, apesar de todos os setores apresentarem níveis significativos da prática de gerenciamento de resultados, eles não divergem entre si, diferentemente dos achados de Martinez (2001).

Mais abrangente que os demais estudos aqui apontados, a pesquisa de Baptista (2008) observou que eram mais propensas a praticar o gerenciamento as empresas não listadas nos segmentos especiais da BM&FBovespa, as que não apresentavam programa de ADR, as que tinham plano de opções e as que tinham parecer de auditoria com ressalva.

Ao investigar a influência do endividamento, Martinez (2001) encontrou evidências de que as empresas mais endividadas têm mais estímulo para gerenciar resultados. No entanto, Coelho e Lopes (2007) não encontraram tal evidência ao utilizar o modelo Jones Modificado para estimação das acumulações discricionárias (*proxy* de gerenciamento de resultados). No mesmo sentido, Cardoso e Martinez (2006) concluíram que o endividamento estimula a prática de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais, mas não influencia a sua prática por meio de escolhas contábeis. Apesar de chegarem a resultados distintos, assim como Martinez (2001), Cardoso e Martinez (2006) utilizaram o modelo KS para a estimação das acumulações discricionárias.

Com relação aos mecanismos de governança, há evidências de que o tamanho, a frequência das reuniões do conselho de administração (MARTINEZ, 2001) e a presença e qualificação do conselho fiscal (TRAPP, 2009) estão relacionados a um mais baixo nível de gerenciamento de resultados. No entanto, Ramos e Martinez (2006) apontaram que os mecanismos de governança não influenciam os níveis de gerenciamento de resultados.

Ainda sobre os mecanismos de governança corporativa – considerando-se a auditoria externa como um deles –, alguns estudos observaram a relação entre características das empresas de auditoria e a prática de gerenciamento de resultados. Martinez (2001) e Almeida e Almeida (2009) encontraram que as empresas auditadas por *Big Four* apresentam níveis inferiores de gerenciamento de resultados. Em contrapartida, Ramos e Martinez (2006) encontraram resultados que apontaram em outra direção, indicando que o tipo de auditoria não influencia o gerenciamento de resultados. Investigando o efeito da troca da firma de auditoria, Azevedo e Costa (2012) constataram que sempre que há rodízio, ocorre queda no nível de gerenciamento de resultados.

Ao verificar a relação entre a estrutura de propriedade e a prática de gerenciamento de resultados, Ramos e Martinez (2006) e Holanda (2012) constataram que a estrutura de propriedade influencia a prática de gerenciamento de resultados, ao considerar como características da estrutura de propriedade variáveis acerca dos controladores da firma, dos investidores institucionais, dos acionistas minoritários e das situações da firma quanto à governança e à negociabilidade de suas ações.

Investigando o impacto da prática de gerenciamento de resultados nas características dos ativos do mercado de capitais, especificamente no retorno das ações, Martinez (2001) encontrou que níveis superiores de gerenciamento de resultados estão associados a retorno de curto prazo; no entanto, no longo prazo essas empresas obtêm retornos menores.

Ainda sobre o impacto do gerenciamento de resultados no retorno das ações, Baptista (2007) investigou se a prática influenciava a volatilidade dos retornos das ações, aplicando um modelo de regressão em que a *proxy* de gerenciamento de resultados é uma variável explicativa. Observou que o coeficiente da *proxy* de gerenciamento de resultados não foi significativo.

Avaliando a validade teórica e empírica dos modelos atuais para estimação das acumulações (*proxy* de gerenciamento de resultados), e buscando propor aperfeiçoamento

desses modelos, destacam-se alguns estudos, como o de Paulo, Corrar e Martins (2007), que propuseram um modelo que incorpora a análise do diferimento tributário na prática de gerenciamento de resultados. No entanto, concluíram que a inclusão dessa variável não aumentou o poder preditivo dos modelos utilizados para detectar a prática.

Ao verificar a validade teórica e empírica dos modelos operacionais para mensurar as acumulações discricionárias utilizadas na detecção de gerenciamento de resultados contábeis, Paulo (2007) apontou que os modelos operacionais de estimação das acumulações discricionárias presentes na literatura corrente, de modo geral, não apresentavam fundamentação teórica adequada, e que alguns desses modelos tinham baixo poder preditivo. Foram investigados os modelos Healy (1985), DeAngelo (1986), Setorial, Jones (1991), Jones Modificado, KS, Marginal, Jones Adaptado e Pae (2005). Adicionalmente, o autor propôs um modelo de estimação de *accruals* discricionários que, nesse estudo, obteve maior poder preditivo que os modelos concorrentes, com base em uma amostra composta por companhias abertas latino-americanas e norte-americanas.

Ainda avaliando os modelos de gerenciamento de resultados, Cupertino e Martinez (2008) objetivaram utilizar modelos de estimação do nível de gerenciamento de resultados – Jones (1991), Jones Modificado e Jones Adaptado – para sinalizar quais empresas deveriam ser submetidas a auditoria. Os autores concluíram que os três modelos conduziram à identificação das mesmas empresas candidatas a auditoria.

A Lei nº 11.638/2007 determinou a convergência das normas brasileiras de contabilidade com o padrão internacional, alinhando a contabilidade nacional ao processo de internacionalização das normas contábeis. No entanto, após a harmonização, houve um questionamento sobre a qualidade da informação contábil, tendo em vista que, segundo Baptista (2009), o novo padrão trouxe consigo potenciais instrumentos de manipulação.

Dessa forma, Joia (2012) e Grecco (2013), ao investigar o impacto da adoção das IFRS sobre o nível de gerenciamento de resultados das companhias brasileiras de capital aberto listadas na CVM no período de 2006 a 2011, utilizando dados trimestrais, constataram não ser possível afirmar que o novo padrão contábil reduziu o nível de gerenciamento de resultados nas divulgações das demonstrações elaboradas com a adoção das normas IFRS. Em contrapartida, outras pesquisas, ao considerar o gerenciamento de resultados um componente da qualidade da informação contábil, juntamente com o reconhecimento das perdas e a

relevância da informação contábil (VIEIRA, 2010), o conservadorismo condicional, a relevância e a tempestividade (SILVA, 2013), encontraram que houve aumento na qualidade da informação contábil quando medida pelo nível de gerenciamento de resultados.

Em outra linha, alguns estudiosos investigaram se a prática de gerenciamento de resultados estava associada a eventos específicos. Martinez (2001) constatou que as companhias abertas brasileiras gerenciam seus resultados no ano anterior ao da emissão de ADR. Paulo (2007) encontrou que o gerenciamento de resultados é praticado em períodos anterior e posterior à oferta pública de ações. Martinez e Faria (2007) encontraram evidências de que as empresas gerenciam resultados no ano anterior e no ano de lançamento de debêntures. Por fim, Bispo (2010) não encontrou evidências de que as empresas gerenciam resultados nos períodos próximos à oferta subsequente de ações.

O Quadro 2 apresenta um resumo dos principais estudos que investigaram o gerenciamento de resultados no Brasil.

Quadro 2 – Resumo dos estudos anteriores

Temática	Estudo	Achado	Modelo/Método Utilizado
Evidência de gerenciamento de resultados	Martinez (2001)	Há evidências de gerenciamento	KS (1995)
	Decourt, Martinewski e Pietro Neto (2007)	Há evidências de gerenciamento	KS (1995) e Jones Modificado (1995)
	Formigoni, Paulo e Pereira (2007)	Há evidências de gerenciamento	Ball e Shivakumar (2006)
	Coelho e Lima (2009)	Há evidências de gerenciamento	Jones Modificado (1995)
Uso de contas específicas	Martinez (2001)	Uso das contas de provisão para créditos de liquidação duvidosa, receita não operacional e despesa com depreciação para gerenciar resultados contábeis	Análise de Contas Específicas
	Galdi e Pereira (2007)	Uso da contabilização de derivativos para gerenciar resultados	Análise de Contas Específicas
	Goulart (2007)	Uso das contas de operações de crédito e resultados com derivativos para gerenciar resultados	Análise de Contas Específicas
	Gabriel e Corrar (2010)	Uso da conta de títulos e valores mobiliários para gerenciar resultados	Análise de Contas Específicas
	Amaro, Bachmann e Fonseca (2013)	Uso das perdas por <i>impairment</i> para gerenciar resultados	Análise de Contas Específicas

Práticas de gerenciamento de resultados por setor de atuação	Martinez (2001)	Todos os setores gerenciam resultados, mas em níveis distintos	KS (1995)
	Almeida <i>et al.</i> (2005)	Apenas quatro setores gerenciam resultados mais intensamente: comércio, eletrônica, telecomunicações e têxtil	KS (1995)
	Coelho e Lopes (2007)	Todos os setores gerenciam resultados em níveis não divergentes entre si	Distribuição de frequência das acumulações
	Baptista (2008)	Eram mais propensas a gerenciar resultados as empresas não listadas nos segmentos especiais da BM&FBovespa, as que não apresentavam programa de ADR e as que tinham parecer de auditoria com ressalva	Healy (1985) DeAngelo (1986) Jones (1991) Jones Modificado, Pae (2005) KS (1995) Jones Adaptado Ball e Shivakumar (2006)
Relação do gerenciamento de resultados com o endividamento	Martinez (2001)	Empresas mais endividadas têm mais estímulo para gerenciar resultados	KS (1995)
	Coelho e Lopes (2007)	Não constataram que as empresas mais endividadas têm mais estímulo a gerenciar resultados	Jones Modificado
	Cardoso e Martinez (2006)	O endividamento estimula a prática de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais, mas não influencia a prática do gerenciamento de resultados por meio de escolhas contábeis	KS (1995)
Relação do gerenciamento de resultados com os mecanismos de governança	Martinez (2001)	O tamanho e a frequência das reuniões do conselho de administração estão relacionados a um nível inferior de gerenciamento de resultados	KS (1995)
	Trapp (2009)	A presença e a qualificação do conselho fiscal estão relacionados a um nível inferior de gerenciamento de resultados	Jones Modificado e métricas propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003)
	Ramos e Martinez (2006)	Os mecanismos de governança não influenciam os níveis de gerenciamento de resultados	Jones (1991)
Relação do gerenciamento de resultados com o tipo de auditoria	Martinez (2001)	Empresas auditadas por <i>Big Four</i> apresentam níveis inferiores de gerenciamento de resultados	KS (1995)
	Almeida e Almeida (2009)	Empresas auditadas por <i>Big Four</i> apresentam níveis inferiores de gerenciamento de resultados	KS (1995)
	Ramos e Martinez (2006)	O tipo de auditoria não influencia o gerenciamento de resultados	Jones (1991)
	Azevedo e Costa (2012)	Sempre que há rodízio de firma de auditoria, há queda nos níveis de gerenciamento de resultados	Leuz, Nanda e Wysocki (2003)
Influência da adoção das IFRS nos níveis de gerenciamento de resultados	Joia (2012)	Não foi possível afirmar que o novo padrão contábil rebaixou o nível de gerenciamento de resultados	Jones Modificado (1995)
	Vieira (2010)	Foi possível afirmar que o novo padrão contábil rebaixou o nível de gerenciamento de resultados	Leuz, Nanda e Wysocki (2003)

	Silva (2013)	Foi possível afirmar que o novo padrão contábil rebaixou o nível de gerenciamento de resultados	KS (1995)
	Grecco (2013)	Afirmou que não houve alteração do gerenciamento de resultados após a adoção das IFRS	Jones Modificado (1995)
Relação entre gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade	Ramos e Martinez (2006)	A estrutura de propriedade influencia a prática de gerenciamento de resultados	Jones (1991)
	Holanda (2012)	A estrutura de propriedade influencia a prática de gerenciamento de resultados	Leuz, Nanda e Wysocki (2003)
Relação entre gerenciamento de resultados e retorno das ações	Martinez (2001)	Níveis superiores de gerenciamento de resultados estão associados a retorno no curto prazo; no entanto, no longo prazo, essas empresas obtêm retornos menores	KS (1995)
	Baptista (2007)	Não há relação entre volatilidade das ações e gerenciamento de resultados	Distribuição de frequência das acumulações
Validação teórica e empírica dos modelos de gerenciamento de resultados	Paulo, Corrar e Martins (2007)	A inclusão da variável diferimento tributário não aumenta o poder preditivo dos modelos de gerenciamento de resultados	KS (1995)
	Paulo (2007)	Os modelos operacionais de estimação das acumulações discricionárias presentes na literatura corrente, de modo geral, não apresentavam fundamentação teórica adequada, e alguns desses modelos tinham baixo poder preditivo	Healy (1985) DeAngelo (1986) Jones (1991) Jones Modificado (1995) KS (1995)
	Cupertino e Martinez (2008)	Ao propor um procedimento de revisão analítica para seleção de empresas para auditoria, concluíram que os modelos conduziram à identificação das mesmas empresas candidatas a auditoria	Jones (1991) Jones Modificado (1995) Jones Adaptado (2005)
Práticas de gerenciamento em eventos específicos	Martinez (2001)	As companhias abertas brasileiras gerenciam no ano anterior ao de emissão de ADR	KS (1995)
	Paulo (2007)	O gerenciamento de resultados é praticado em períodos anteriores e posteriores à oferta pública de ações	Healy (1985) DeAngelo (1986) Jones (1991) Jones Modificado (1995) KS (1995)
	Martinez e Faria (2007)	As empresas gerenciam no ano anterior e no ano de lançamento de debêntures	KS (1995)
	Bispo (2010)	Não encontrou evidências de que as empresas gerenciam resultados nos períodos próximos à oferta subsequente de ações	Jones (1991) Jones Modificado (1995)

Fonte: Elaborado pela autora.

Os estudos apontados indicam que as companhias abertas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis (MARTINEZ, 2001; DECOURT; MARTINEWSKI; PIETRO NETO, 2007; FORMIGONI; PAULO; PEREIRA, 2007; COELHO; LIMA, 2009), em diversos

setores de atuação, seja em níveis similares (COELHO; LOPES, 2007) ou distintos (MARTINEZ, 2001; ALMEIDA *et al.*, 2005). Também há prática de gerenciamento de resultados em empresas com características diversas (BAPTISTA, 2008). Os estudos também procuraram identificar o uso de contas específicas na prática de gerenciamento de resultados, como as de provisão para créditos de liquidação duvidosa, receita não operacional e despesas com depreciação (MARTINEZ, 2001); contabilização de derivativos (GALDI; PEREIRA, 2007); contas de operações de crédito e resultados com derivativos (GOULART, 2007); conta de títulos e valores mobiliários (GABRIEL; CORRAR, 2010); e perdas por *impairment* (AMARO; BACHMANN; FONSECA, 2013).

Investigou-se também a relação entre a prática de gerenciamento de resultados e endividamento (MARTINEZ, 2001; CARDOSO; MARTINEZ, 2006; COELHO; LOPES, 2007), mecanismos de governança corporativa (MARTINEZ, 2001; TRAPP, 2009; RAMOS; MARTINEZ, 2006), tipo de auditoria (MARTINEZ, 2001; ALMEIDA; ALMEIDA, 2009; RAMOS; MARTINEZ, 2006; AZEVEDO; COSTA, 2012), estrutura de propriedade (RAMOS; MARTINEZ, 2006; HOLANDA, 2012), retorno das ações (MARTINEZ, 2001; BAPTISTA, 2007) e adoção das normas internacionais de contabilidade (JOIA, 2012; VIEIRA, 2010; SILVA, 2013; GRECCO, 2013).

Outros estudos nacionais enveredaram por outra linha de pesquisa, ao testar a validade teórica e empírica dos modelos de gerenciamento de resultados, destacando-se os de Paulo, Corrar e Martins (2007), Paulo (2007) e Cupertino e Martinez (2008).

Investigando a prática de gerenciamento de resultados contábeis em eventos específicos, observou-se que as companhias gerenciam seus resultados em períodos próximos ao de emissão de ADR (MARTINEZ, 2001; PAULO, CAVALCANTE; MELO, 2012) e debêntures (MARTINEZ; FARIA, 2007; PAULO, CAVALCANTE; MELO, 2012). Na mesma linha de pesquisa do presente estudo, destacam-se dois estudos com resultados distintos: o de Paulo (2007), segundo o qual as companhias gerenciam seus resultados contábeis em períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações; e o de Bispo (2010), que não encontrou evidências nesse sentido.

2.2 Estudos empíricos anteriores sobre gerenciamento de resultados e oferta pública de ações

Considerando-se que o presente estudo investiga a prática de gerenciamento de resultados contábeis nos períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações, os dois tópicos seguintes apresentam estudos sobre a temática.

2.2.1 Estudos no âmbito internacional

Teoh, Welch e Wong (1998) examinaram se as empresas do mercado acionário dos EUA gerenciam seus resultados de modo a obter melhores termos em sua primeira subscrição de ações. Concluíram que as firmas que vêm realizando a IPO possuem valor relativamente mais alto de acumulações correntes, quando comparadas com outras do mesmo setor, e que as acumulações discricionárias são boas preditoras para o desempenho das ações nos três anos subsequentes. Os autores destacam que no momento da IPO o alto grau de assimetria informacional faz com que os investidores sejam obrigados a confiar nas informações divulgadas nos prospectos institucionais de distribuição pública, que geralmente incluem um a três relatórios anuais.

Rangan (1998) estudou o efeito do gerenciamento de resultados no desempenho subsequente das ações de companhias que fizeram SEO. O autor verificou que as companhias apresentavam resultados inflados no trimestre próximo ao anúncio da SEO e no trimestre subsequente. O autor afirma que os resultados continuam a ser gerenciados no trimestre seguinte, pois uma mudança brusca nos resultados reportados, aliada à queda no preço da ação, poderia motivar a abertura de processos contra a empresa e seus administradores, além de acarretar prejuízos financeiros e reputacionais.

Com o mesmo objetivo do estudo de Teoh, Welch e Wong (1998), mas utilizando empresas do Reino Unido, Ball e Shivakumar (2008) concluíram que, em média, as empresas gerenciam seus resultados contábeis para elevar o nível de qualidade das informações contábeis antes de uma IPO, melhorando suas informações financeiras, de forma a obter ganhos na oferta pública.

Jaggi *et al.* (2006) investigaram o efeito da adoção de regulamento que obrigou as empresas taiwanesas em processo de IPO a incluir previsões anuais de lucros nos prospectos de IPO e também a divulgar previsões para dois anos subsequentes à IPO nos níveis de gerenciamento de resultados. Foram analisadas empresas que realizaram IPO no período de 1994 a 2001. Os resultados mostraram que as empresas com previsões de lucros otimistas se engajaram mais em gerenciar seus resultados divulgados, para cumprir o limite de erro de

previsão, sugerindo que o regulamento resultou em gerenciamento dos resultados apresentados, o que reduziu os lucros divulgados pelas firmas que realizaram IPO.

Investigando a relação entre a prática de gerenciamento de resultados em torno de SEOs e as estruturas de governança corporativa, Ching, Firth e Rui (2006) constataram que as firmas listadas na Bolsa de Valores Mobiliários de Hong Kong que realizaram SEO no período de 1993 a 1998, e que possuem conselhos de administração mais numerosos, revelaram um nível superior de gerenciamento de resultados nos períodos próximos aos de realização de SEO.

Pastor-Llorca e Poveda-Fuentes (2005) investigaram se o preço das ações em períodos subsequentes à realização de IPO de empresas espanholas está relacionado com a prática de gerenciamento de resultados contábeis durante o processo de IPO. Foram analisadas as empresas listadas na Comissão Nacional do Mercado de Valores da Espanha no período de 1987 a 2002. Os resultados apontaram que as firmas que apresentam nível superior de gerenciamento de resultados (medido pelas acumulações discricionárias) sofrem redução no preço das ações nos anos subsequentes à IPO.

Investigando períodos anteriores à SEO, Ngo e Varela (2010) procuraram identificar se as empresas que suavizam seus resultados em tais períodos obtêm menor *underpricing* (efeitos positivos observados no dia de abertura e efeitos negativos observados no longo prazo). A amostra reuniu empresas dos EUA que realizaram SEO no período de 1989 a 2009. Os resultados apontaram que o alisamento de resultados nos anos antes da realização de SEO está negativamente relacionado com o *underpricing*.

Shen, Coakley e Instefjord (2011) analisaram as relações entre o gerenciamento de resultados e o preço de oferta na IPO para uma amostra de 506 empresas chinesas que realizaram IPO no período de 1998 a 2003. Os resultados apontam que: (1) as empresas com nível superior de gerenciamento de resultados tendem a registrar melhor desempenho no primeiro dia de negociação, e, em seguida, mesmo depois de controlar o *underpricing*, tendem a apresentar desempenho inferior do preço das ações ao longo de um horizonte de três anos; e (2) as empresas que inicialmente apresentam pior desempenho no preço das ações tendem a obter melhor desempenho ao longo de três anos. Para os autores, os resultados apontados indicam que os investidores no mercado secundário não percebem completamente a prática de gerenciamento de resultados em períodos próximos à oferta pública.

Pode-se então concluir que, segundo os estudos internacionais, em períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações, as empresas gerenciam seus resultados contábeis (TEOH; WELCH; WONG, 1998; BALL; SHIVAKUMAR, 2008); que a adoção de regulamento específico na IPO resulta em gerenciamento de resultados (JAGGI *et al.*, 2006); que as estruturas de governança corporativa influenciam a prática de gerenciamento de resultados (CHING, FIRTH; RUI, 2006); e que as empresas com níveis superiores de gerenciamento de resultados apresentam menores preços das ações em períodos posteriores à IPO (PASTOR-LLORCA; POVEDA-FUENTES, 2005; SHEN; COAKLEY; INSTEFJORD, 2011). Observa-se, também, que nas empresas que suavizam os resultados contábeis nos anos anteriores à realização de SEO, a prática de alisamento está negativamente relacionada com o *underpricing* (NGO; VARELA, 2010).

2.2.2 Estudos no âmbito nacional

Paulo (2007) investigou a oferta pública de ações e o nível de gerenciamento de resultados contábeis em companhias abertas brasileiras no período de 2000 a 2003, através da verificação de comportamentos diferentes das acumulações discricionárias ao longo do período. De acordo com os resultados obtidos, o estudo pôde confirmar a hipótese de que as empresas manipulam os números contábeis para inflacionar as ações no período da oferta pública.

Investigando também a qualidade das informações contábeis em empresas estreadas no mercado brasileiro, Gioielli (2008) analisou se a participação de gestores de *private equity* e *venture capital* (PE/VC) na governança corporativa das companhias levaria a um aumento da qualidade da informação contábil e a melhores padrões de governança corporativa. A amostra reuniu 69 empresas que realizaram IPO na BM&FBovespa no período de janeiro de 2004 a julho de 2007. Ao se comparar companhias com investimento de PE/VC que abriram capital, com outras que não dispunham desse fundo, e que também realizaram IPO no mesmo período, constatou-se que o nível de gerenciamento de resultados contábeis (medido pelas acumulações discricionárias correntes) das companhias com investimento de PE/VC é significativamente inferior àquele apresentado pelas empresas que não receberam esse tipo de aporte de capital. Ademais, os resultados indicaram que o período em torno da data da IPO é o momento em que as empresas gerenciam os resultados mais intensamente.

Investigando as empresas brasileiras que realizaram SEO no período de 1999 a 2008, Bispo (2010) procurou verificar se essas empresas gerenciaram seus resultados contábeis com o objetivo de aumentar o lucro ou não apresentar prejuízo. Concluiu que, de modo geral, não foi possível confirmar estatisticamente se as empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente, visando valorizar suas ações em períodos próximos à SEO.

Relacionando as projeções dos analistas e os resultados das IPOs brasileiras, o estudo de Santos, Pereira e Lustosa (2012) utilizou o retorno sobre o Ativo (ROA) e o retorno anormal para investigar se as companhias que realizaram IPO procuravam gerenciar seus resultados contábeis a fim de atingir as projeções dos analistas. Os resultados obtidos apresentaram indícios de gerenciamento de resultados para as firmas atingirem a projeção dos analistas de mercado relacionada ao ROA.

Investigando IPO e SEO no mercado acionário brasileiro, Paulo, Cavalcante e Melo (2012) analisaram a qualidade das informações contábeis pela ótica do gerenciamento de resultados, com o intuito de verificar se há diferenças significativas nos números contábeis em companhias que realizaram oferta pública de ações e debêntures entre 2000 e 2006. Os resultados evidenciam que a oferta pública não afeta significativamente os números contábeis, sugerindo, assim, que a qualidade das informações contábeis não é influenciada pela emissão de ações e debêntures, diferentemente do encontrado em estudos com empresas dos EUA (TEOH; WELCH; WONG, 1998), britânicas (BALL; SHIVAKUMAR, 2008) e brasileiras (GIOIELLI, 2008).

Ao analisar se há mais evidência de comportamento oportunístico dos gestores nos períodos que antecedem as ofertas públicas de ações de companhias abertas, nas operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012, Rodrigues (2013) observou a ocorrência de gerenciamento de resultados contábeis nas firmas em geral, com o objetivo de reduzir os resultados contábeis. No entanto, não foi possível afirmar com significância estatística que essa prática estivesse associada aos períodos mais próximos à realização das ofertas públicas.

Observa-se que os estudos com as empresas brasileiras apontam em dois sentidos: a oferta pública influencia a prática de gerenciamento de resultados (PAULO, 2007; GIOIELLI, 2008; SANTOS; PEREIRA; LUSTOSA, 2012), e a oferta pública não influencia a prática de gerenciamento de resultados (BISPO, 2010; PAULO; CAVALCANTE; MELO, 2012; RODRIGUES, 2013). Por outro lado, os estudos internacionais (TEOH; WELCH; WONG,

1998; CHEN; LIN; ZHOU, 2005; BALL; SHIVAKUMAR, 2008) concluem que as empresas que realizam IPO gerenciam seus resultados mais intensamente em períodos próximos à oferta.

3 METODOLOGIA

De acordo com Richardson (2008), as metodologias são procedimentos utilizados no método científico, o qual, por sua vez, pode ser definido como o caminho para se chegar a determinado fim ou objetivo.

Neste capítulo, apresenta-se a metodologia que orienta a pesquisa, abordando (i) a sua tipologia, (ii) a amostra e o procedimento de coleta de dados, (iii) a definição das hipóteses, (iv) os modelos para estimação do nível de gerenciamento de resultados, (v) a identificação dos *outliers* e (vi) os procedimentos estatísticos.

3.1 Tipologia da pesquisa

Os procedimentos utilizados nesta pesquisa são classificados na tipologia empírico-analítica, que, segundo Martins (1994, p. 26) compreende:

[...] técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

Quanto aos objetivos, esta pesquisa se classifica como descritiva, já que tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população, no caso, de companhias brasileiras de capital aberto que realizaram oferta pública de ações no período de 2004 a 2013.

Quanto à natureza, o estudo se classifica como pesquisa quantitativa, haja vista que os dados coletados foram submetidos a testes estatísticos para avaliação das hipóteses da pesquisa quanto a sua aceitação (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). No mesmo sentido, Richardson (2008) afirma que o método quantitativo se caracteriza pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações quanto no tratamento de dados por meio de técnicas estatísticas, e, ainda, que é frequentemente aplicado nos estudos descritivos, ou seja, naqueles que procuram descobrir e classificar as relações entre variáveis, bem como nos que investigam a relação de causalidade entre fenômenos.

Trata-se de uma pesquisa documental, devido ao procedimento adotado para a coleta de dados secundários, extraídos do *software* Economática®, das demonstrações financeiras padronizadas (DFP), disponíveis no *website* da CVM e de informações disponíveis no *website* da BM&FBovespa. Para realização do estudo, serão coletados dados financeiros trimestrais das empresas.

3.2 Amostra e procedimento de coleta de dados

A população do estudo reúne as companhias que realizaram oferta pública de ações entre 2004 e 2013. Foram excluídas da amostra as instituições financeiras e as seguradoras, por adotarem regras contábeis específicas, o que poderia influenciar os cálculos das variáveis dos modelos e causar algum viés à pesquisa. Também foram excluídas as empresas cujos dados não eram disponibilizados no *website* da BM&FBovespa. São empresas que, em primeira análise, não estavam mais listadas na BM&FBovespa ou que não disponibilizaram dados dos trimestres ao redor da oferta pública. A amostra do estudo é apresentada na Tabela 1.

Tabela 1 – Definição da amostra

Especificação	Quantidade de Empresas
População	148
(-) Instituições financeiras e seguradoras	28
(-) Empresas com dados indisponíveis	29
Amostra	91

Fonte: Dados da pesquisa.

A amostra foi distribuída por setor econômico de acordo com a classificação adotada pela BM&FBovespa. A classificação setorial foi criada considerando os produtos e serviços que mais contribuem para a formação das receitas das companhias, podendo ser reavaliada em caso de alteração desses produtos e serviços (BM&FBOVESPA, 2013). A Tabela 2 mostra a segregação da amostra por setor econômico.

Tabela 2 – Distribuição da amostra por setor econômico

Nº	Setor Econômico	Quantidade de Empresas
1	Bens Industriais	04
2	Construção e Transporte	24
3	Consumo Cíclico	19
4	Consumo Não Cíclico	23
5	Materiais Básicos	05
6	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	04
7	Tecnologia da Informação	05

8	Utilidade Pública	07
Total		91

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a sua natureza, a oferta pública pode ser primária, secundária ou mista. A primária acontece quando se trata de novas ações ofertadas ao mercado, com consequente ingresso de recursos na própria empresa emissora das ações. A secundária ocorre quando são ofertadas ações já existentes, de modo que os recursos são direcionados para os acionistas vendedores, e não para a empresa emissora das ações (BM&FBOVESPA, 2013). Já a mista se dá quando a empresa realiza a oferta pública primária e secundária ao mesmo tempo. A Tabela 3 apresenta as quantidades anuais e totais de ofertas públicas realizadas pelas companhias da amostra, distribuídas por tipo, no período de 2004 a 2013.

Tabela 3 – Quantidades anuais e totais de ofertas públicas de ações promovidas pelas empresas da amostra, distribuídas por tipo – 2004 a 2013

Tipo de Oferta	Ano										Total
	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
Primária	3	-	3	3	2	4	12	2	2	-	31
Secundária	-	-	-	-	-	-	-	3	1	2	6
Mista	3	2	7	4	-	-	22	10	2	4	54
TOTAL	6	2	10	7	2	4	34	15	5	6	91

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 3, observa-se uma concentração superior a 50% do total de ofertas públicas de ações pelas companhias brasileiras no biênio 2006-2007. Corroborando Bispo (2010), 2007 marcou o auge de um processo crescente de abertura de capital de empresas iniciado em 2004. Observa-se também que o tipo misto concentrou mais de 50% das ofertas públicas no período de 2004 a 2013.

3.3 Definição das hipóteses

Para responder ao problema de pesquisa proposto no presente estudo, o gerenciamento de resultados será investigado numa perspectiva temporal, seguindo metodologia já adotada por Gioielli (2008), que investigou o gerenciamento das informações contábeis pelas empresas em processo de IPO e também em que momento ao redor desse processo essa prática é mais intensa.

Destaca-se que, diferentemente do que propunha o estudo de Gioielli (2008), que investigou as fases próximas à de realização de IPO, o presente estudo se propõe investigar a tendência de gerenciamento de resultados contábeis em períodos próximos tanto ao de realização de IPO, quanto de realização de SEO e de ofertas mistas, ou seja, nos períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações.

Gioielli (2008) define quatro fases ao redor da IPO, conforme Figura 1.

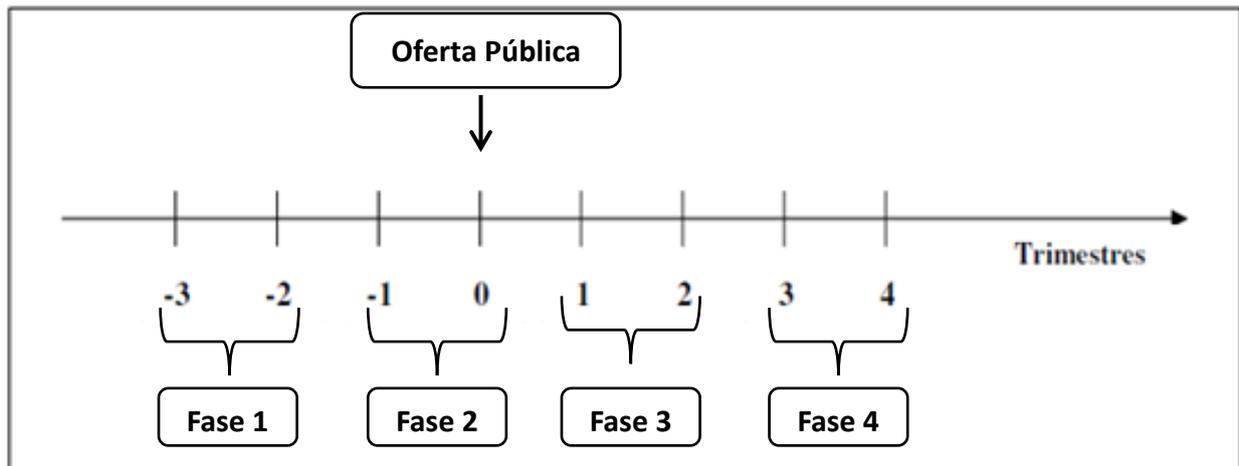


Figura 1 – Fase no estudo de gerenciamento de resultados nos trimestres anterior e posterior à IPO

A fase 1, ou período pré-IPO, é compreendida pelos dois trimestres anteriores ao que antecede a IPO. Para Gioielli (2008), nesse período há níveis mais baixos de gerenciamento de resultados, haja vista que as empresas não se encontram no período esperado como o mais propenso à prática de gerenciamento de resultados.

A fase 2, ou período de IPO, compreende os trimestres anterior e posterior ao período de realização da IPO. Alguns estudos apontam que as empresas gerenciam seus resultados em períodos mais próximos ao da IPO (TEOH; WELCH; WONG, 1998; ROOSENBOOM; VAN DER GOOT; MERTENS, 2003; BALL; SHIVAKUMAR, 2008). Para Rangan (1998), há mais motivação para o gerenciamento de resultados contábeis no trimestre imediatamente anterior ao anúncio da oferta pública, pois é nesse momento que os administradores desejam que a empresa seja mais bem avaliada, com o objetivo final de subir o preço inicial da ação. Também se espera que os resultados continuem a ser gerenciados no trimestre seguinte, pois uma grande variação nos resultados da empresa poderia atrair atenção “negativa” e causar prejuízos financeiros e reputacionais. Assim, espera-se que na fase 2 as companhias que realizaram IPO gerenciem mais intensamente seus resultados do que nos trimestres imediatamente anteriores ao que antecede a IPO (fase 1).

Tem-se, então, a primeira hipótese a ser testada neste estudo, a saber:

H1: *O nível de gerenciamento de resultados contábeis é, significativamente, maior nos momentos mais próximos (fase 2) à oferta pública das ações do que nos trimestres imediatamente anteriores (fase 1).*

A fase 3, ou período pré-expiração da cláusula *lock-up* (ou vedação à negociação), diz respeito aos dois trimestres seguintes ao trimestre imediatamente posterior ao período da IPO. No Brasil, os regulamentos dos três segmentos de listagem da BM&FBovespa estabelecem que, nos seis meses subsequentes à primeira distribuição pública de ações da companhia, o acionista controlador e os administradores não podem vender e/ou ofertar à venda quaisquer das ações e derivativos de que eram titulares imediatamente após a efetivação da distribuição (BM&FBOVESPA, 2013). A busca discricionária dos gestores pela redução da variabilidade dos lucros caracteriza a prática do *income smoothing*. Barth, Landsman e Wahlen (1995) demonstram que os preços das ações refletem um prêmio pelos riscos associados à variabilidade dos resultados e que os gestores podem reduzir os custos de capital usando seu poder discricionário na estimação de certos componentes de resultado, para reduzir a sua variabilidade. Dessa forma, espera-se que na fase 3 as empresas estreantes pratiquem o *income smoothing*, definindo-se a segunda hipótese do estudo, abaixo enunciada:

H2: *As companhias estreantes na bolsa de valores procuram diminuir a variabilidade dos resultados contábeis nos dois períodos subsequentes (fase 3) ao da oferta pública de ações, quando comparados aos demais períodos investigados.*

A fase 4, ou período pós-*lock-up*, compreende os dois trimestres seguintes ao trimestre imediatamente posterior ao encerramento da cláusula *lock-up*. Considera-se que nessa fase os administradores já não têm mais incentivos para manipular os resultados. Assim, na fase 4, ou período pós-*lock-up*, acredita-se que as empresas estreantes apresentarão níveis de gerenciamento de resultados mais baixos do que na fase 2 (períodos mais próximos do IPO), haja vista que os administradores já não têm mais incentivos para manipular os resultados, porquanto a negociação de ações e de derivativos já foi realizada. Adota-se, assim, como terceira hipótese do estudo:

H3: *O nível de gerenciamento de resultados antes da oferta pública de ações (fase 2) é mais alto do que no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (pós-*lock-up*).*

Para Martinez (2008), quando se reconhecem “erroneamente” os *accruals* em determinado período, não se está alterando apenas o resultado corrente, mas também o resultado futuro. Dessa forma, no resultado futuro o reconhecimento desses *accruals*, seja afetando o resultado positiva ou negativamente, deverá ser realizado; ou seja, espera-se que ocorra uma reversão da posição dos *accruals* discricionários, principalmente observando que o processo de oferta pública de ações é propício à prática de gerenciamento de resultados. Portanto, adota-se como quarta hipótese do estudo:

H4: Há uma tendência à reversão dos accruals no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (pós-lock-up), quando comparado com a fase 3 (lock-up).

3.4 Modelos para estimação do nível de gerenciamento de resultados contábeis

Inicialmente, foram estimadas as acumulações totais. Em seguida, serão estimadas as acumulações discricionárias (*proxy* de gerenciamento de resultados), que, por sua vez, são obtidas por meio dos modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005), todos estruturados para dividir as acumulações totais em seus componentes discricionários e não discricionários.

3.4.1 Cálculo das acumulações totais

A literatura aponta que há duas formas alternativas para se mensurar as acumulações totais. Uma é a abordagem do Balanço Patrimonial, que mede as acumulações totais por meio da mudança em sucessivas contas patrimoniais. A outra forma é a abordagem da Demonstração do Fluxo de Caixa, segundo a qual as acumulações totais são mensuradas pela diferença do lucro antes de itens extraordinários e do fluxo de caixa operacional. Neste estudo, as acumulações totais são encontradas adotando-se a primeira abordagem, pois a Demonstração do Fluxo de Caixa não era exigida pela legislação brasileira até a promulgação da Lei nº 11.638/2007 e, por isso, a variável fluxo de caixa operacional não pode ser obtida diretamente.

Nesse sentido, Martinez (2001) afirma que é possível estimar as acumulações totais a partir de variações de itens específicos do balanço patrimonial, haja vista que as contas de resultado possuem contrapartidas no balanço patrimonial. Dessa forma, o cálculo das acumulações totais pode ser assim descrito:

$$\begin{aligned}
& \text{ACUMULAÇÕES TOTAIS} = \\
& \Delta (\text{ATIVO CIRCULANTE} - \text{DISPONIBILIDADES}) \\
& - \Delta (\text{PASSIVO CIRCULANTE} - \text{FINANC. C. PRAZO}) \\
& - (\text{DEPRECIÇÃO \& AMORTIZAÇÃO}) \tag{1}
\end{aligned}$$

O uso das acumulações totais como *proxy* para gerenciamento de resultados contábeis pode ter caráter simplista, já que as acumulações elevadas podem decorrer de fatores como crescimento de vendas, diminuição das contas de disponibilidade, aumento das compras de fornecedores e/ou aumento de itens do imobilizado. Dessa forma, a literatura aponta modelos para estimação das acumulações discricionárias, consideradas *proxy* de gerenciamento de resultados.

3.4.2 Cálculo das acumulações discricionárias

Foram empregados os modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005) para a estimação das acumulações discricionárias. Paulo (2007) afirma que o Jones Modificado é um dos modelos operacionais mais utilizados nas pesquisas sobre gerenciamento de resultados (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; CUPERTINO; MARTINEZ, 2008; PAULO; LEME, 2009).

Jones (1991) propõe uma forma de estimação do componente não discricionário das acumulações totais, possibilitando a separação entre acumulações discricionárias e acumulações não discricionárias. Na estimação do componente não discricionário, este é ajustado para os efeitos de condições econômicas, mediante utilização de variáveis de controle, representadas pela variação na receita e pelo investimento em imobilizado (BAPTISTA, 2008). O modelo de Jones (1991) é representado pela seguinte equação:

$$TA_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}(\Delta REV_{it}) + \beta_{2i}(PPE_{it}) + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

Na qual:

- TA_{it} são os acumulações totais no trimestre t para a empresa i ;
- ΔREV_{it} é a variação das receitas líquidas no ano t menos receita no trimestre $t-1$ para a empresa i ;
- PPE_{it} é o ativo imobilizado bruto no trimestre t para a empresa i ; e

- ε_{it} é o termo do erro no trimestre t para a empresa i .

O modelo de Jones (1991) assume que a variável receita não sofre gerenciamento. Com isso, o modelo incorre em erro de classificação: a acumulação discricionária é tratada como acumulação não discricionária. Dechow, Sloan e Sweeney (1995) fazem algumas críticas ao modelo de Jones, e, no sentido de melhorá-lo, assumiram que as receitas podem ser objeto de gerenciamento, resultando no modelo Jones Modificado.

O modelo Jones Modificado busca controlar o efeito das mudanças nas circunstâncias econômicas da empresa sobre os *accruals*, além de reduzir o incremento nas contas a receber das variações das vendas, assim levando em conta a possibilidade de gerenciamento das vendas a prazo, e é representado pela seguinte equação:

$$TA_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_{2i}(PPE_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Na qual:

- TA_{it} são as acumulações totais no trimestre t para a empresa i ;
- ΔREV_{it} é a receita no trimestre t menos receita no trimestre $t-1$ para a empresa i ;
- ΔREC_{it} são as contas a receber no trimestre t menos contas a receber no trimestre $t-1$ para a empresa i ;
- PPE_{it} é o ativo imobilizado bruto no trimestre t para a empresa i ; e
- ε_{it} é o termo do erro no trimestre t para a empresa i .

Com relação ao sinal esperado dos coeficientes do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), destaca-se que as receitas direcionam os recebíveis, as contas a pagar e o inventário. Para Lopes e Tukamoto (2007), o sinal esperado da variável “variação das receitas menos os recebíveis” é difícil de ser previsto, já que as receitas estão relacionadas ao aumento das acumulações tanto para elevar os lucros quanto para diminuir os lucros. A variável “imobilizado” direciona as despesas de depreciação e amortização. Espera-se que o sinal do coeficiente dessa variável seja negativo em todas as regressões, pois é positivamente correlacionado com as despesas de depreciação e amortização, as quais representam uma parte das acumulações que diminuem o lucro.

O modelo proposto por Pae (2005) tem como principal atributo aumentar o poder preditivo dos modelos Jones e Jones Modificado, por meio da inclusão de variáveis que

representem o fluxo de caixa operacional e a reversão natural das acumulações anteriores (PAULO, 2007). O modelo proposto por Pae (2005) pode ser descrito da seguinte forma:

$$TA_{it} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta_1(\Delta R_{it}) + \beta_2(PPE_{it}) + \beta_3(FCO_{it}) + \beta_4(FCO_{it-1}) + \beta_5(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Em que:

- TA_{it} são as acumulações totais da empresa i no trimestre t ;
- ΔR_{it} é a variação das receitas líquidas da empresa i do trimestre $t-1$ para o trimestre t ;
- PPE_{it} são os saldos das contas Ativo Imobilizado e Ativo Diferido (bruto) da empresa i no final do trimestre t ;
- A_{it-1} são os ativos totais da empresa no final do trimestre $t-1$;
- FCO_{it} é fluxo de caixa operacional da empresa i no trimestre t ;
- FCO_{it-1} é fluxo de caixa operacional da empresa i no trimestre $t-1$;
- TA_{it-1} são as acumulações totais da empresa i no trimestre $t-1$; e
- ε_{it} é o erro da regressão.

Com relação ao sinal esperado dos coeficientes do modelo Pae (2005), a variável “variação das receitas líquidas” poderia apresentar coeficiente positivo ou negativo. Para as variáveis “imobilizado”, “fluxo de caixa do período”, “fluxo de caixa do período anterior” e “acumulações totais do período anterior”, espera-se que o sinal do coeficiente seja negativo. Já para a variável “fluxo de caixa do período anterior” espera-se que o sinal do coeficiente seja positivo.

Após o teste dos modelos, o termo de erro (ε_{it}) é que vai informar como estão se comportando os *accruals* discricionários de uma empresa. Segundo Coelho e Lopes (2007), os ajustes contábeis regulares são função do tamanho dos ativos que os geram, bem como estão associados ao incremento das receitas, e esses comportamentos são captados pelo erro da estimativa, o que resultará em acumulações discricionárias; logo, estas são representadas pelo erro da regressão.

Martinez (2001) afirma que quando as acumulações discricionárias assumirem valores positivos, haverá indícios de que a empresa está gerenciando seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar o lucro. Quando assumirem valores negativos, haverá indícios de que

as empresas estão gerenciando seus resultados contábeis com a finalidade de diminuir o lucro. Em termos absolutos, quanto maior o valor assumido em determinado período, comparado aos valores de outros períodos, haverá indícios de que naquele período a empresa está utilizando níveis mais elevados de acumulações discricionárias, os quais podem caracterizar operações de gerenciamento de resultados contábeis.

Destaca-se que as variáveis são padronizadas pelo Ativo total do período anterior, buscando suprimir o efeito tamanho e reduzir o problema da heterocedasticidade, ou seja, de uma variância não constante em função da existência de valores contábeis muito discrepantes ao longo da amostra.

Após a finalização da coleta de dados, obteve-se para o modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) 523 empresas-trimestre e para o modelo Pae (2005) 440 empresas-trimestre. Destaca-se que cada fase apresenta quantidade diferente de empresas-trimestre, devido à indisponibilidade de dados em alguns trimestres, especialmente nos trimestres -3 e -2, que finalizaram com menos observações.

3.5 Identificação dos *outliers*

Após a estimação das variáveis por empresa-trimestre, verificou-se que algumas observações se distanciavam das demais observações do conjunto de dados, caracterizando-se como *outliers*. Segundo Becker e Gather (1999), os *outliers* podem influenciar significativamente a análise estatística e até mesmo distorcer os resultados.

Na concepção de Levine e Zervos (1998) e Anderson *et al.* (1999), a regra empírica declara que a maioria dos dados (dois terços do total de observações) se distancia da média no valor correspondente a um desvio-padrão, e que 90% a 95% das observações distam da média o equivalente a dois desvios-padrão. Baseando-se na regra empírica, aqueles autores propõem ainda, que, para se identificar os *outliers*, sejam consideradas observações que se distanciem da média no valor correspondente a três desvios-padrão. A Tabela 4 apresenta os parâmetros para identificação dos *outliers*.

Tabela 4 – Parâmetros para identificação dos outliers

Parâmetro	Variável					
	ACT	ACTN1	FCO	FCON1	RECVAR	IMOB
Média	-0,10	-0,03	0,15	0,20	0,05	0,30
Desvio-padrão	0,51	0,43	0,76	1,29	0,79	0,39
Média + 3 x Desvio-padrão	1,43	1,27	2,43	4,08	2,43	1,46
Média - 3 x Desvio-padrão	-1,63	-1,34	-2,13	-3,69	-2,33	-0,86

Legenda:

ACT – Acumulações totais; ACTN1 – Acumulações totais do período anterior; FCO – Fluxo de caixa; FCON1 – Fluxo de caixa do período anterior; RECVAR- Variação das receitas líquidas; IMOB – Imobilizado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nesse sentido, verificou-se a necessidade de exclusão de algumas observações das variáveis relacionadas para o estudo. Assim, foram excluídas as observações das empresas-trimestre consideradas *outliers*, enumeradas na Tabela 5.

Tabela 5 – Variáveis outliers por empresa-trimestre

Empresa	Fase	Variável	Valor
All América	1	ACTN1	5,17
Alupar	1	IMOB	1,53
Biosev	1	IMOB	3,20
CPFL Energia	1	ACTN1	-2,31
CPFL Energia	1	RECVAR	-3,75
CPFL Energia	1	IMOB	4,19
CPFL Renovav	1	IMOB	3,69
Direcional	1	ACTN1	-1,80
M. Dias Branco	1	RECVAR	-2,56
Rodobensimob	1	FCO	11,88
Rodobensimob	1	FCON1	9,52
Energias BR	2	IMOB	2,49
HRT	2	ACT	6,01
HRT	2	FCO	-6,28
BR Brokers	4	ACTN1	-5,15
BR Brokers	4	RECVAR	-6,17
Natura	4	ACTN1	-1,52
Renar	4	ACT	-3,58
Renar	4	FCO	3,56
Renova	4	FCON1	25,12
Technos	4	ACT	-3,67
Technos	4	FCO	3,70
Technos	4	RECVAR	-11,64

Fonte: Dados da pesquisa.

Destaca-se que os procedimentos estatísticos foram adotados para os modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005) utilizando todas as observações após a exclusão dos *outliers*, estimados conforme parâmetros da Tabela 4 e apresentados na Tabela 5.

3.6 Procedimentos estatísticos

O nível de gerenciamento de resultados foi estimado por meio do resíduo das regressões dos modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005). Utilizou-se a análise de dados em painel para estimação dos coeficientes, e foram utilizadas as variáveis das empresas-trimestre de todo o período. Dessa forma, os coeficientes foram estimados para todo o período, e, em seguida, foi estimado o resíduo da regressão, considerando acumulações discricionárias, para cada empresa-trimestre.

As três abordagens mais comuns para análise de dados em painel são o *Pooled Ordinary Least Squares – POLS* (Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados), o *Fixed-Effects Model* (Modelo de Efeitos Fixos) e o *Random Effects* (Modelo de Efeitos Aleatórios) (FÁVERO *et al.*, 2009). A escolha do modelo mais adequado para cada análise de conta se baseou na comparação realizada pelos testes de Hausman (1978), *F* de Chow (1960) e *LM* de Breusch-Pagan (1980). O teste de Hausman (1978) define o melhor método de estimação entre efeitos fixos e efeitos aleatórios; o teste *F* de Chow (1960) define entre efeitos fixos e POLS; e o teste *LM* de Breusch-Pagan (1980) define entre efeitos aleatórios e POLS.

Após a definição do método mais adequado, fez-se necessária a aplicação da correção de White, com o objetivo de reduzir a heterocedasticidade dos resíduos e a sua autocorrelação serial, as quais poderão advir da heterogeneidade dos dados ou até mesmo das variáveis escolhidas.

Considerando-se que o estudo tem como objetivo geral investigar o gerenciamento de resultados nas fases ao redor da oferta pública, foi necessário obter as acumulações discricionárias por fase ao redor da oferta pública de ações, e, após observada a normalidade dos dados, foi realizado o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis, para avaliação das hipóteses do estudo.

Para verificação da hipótese 1, de que o nível de gerenciamento de resultados contábeis é, significativamente, mais elevado nos momentos mais próximos à oferta pública das ações do que nos trimestres imediatamente anteriores ao que antecede a oferta, foram comparadas as acumulações discricionárias nas fases 1 e 2.

Para verificação da hipótese 2, de que as companhias estreantes na bolsa de valores procuram diminuir a variabilidade dos resultados contábeis nos dois períodos subsequentes à

oferta pública de ações, quando comparados aos demais períodos investigados, foi comparada a fase 3 com as fases 1, 2 e 4.

Para verificação da hipótese 3, de que o nível de gerenciamento de resultados antes da oferta pública de ações é mais elevado do que no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (pós-*lock-up*), foram comparadas as acumulações discricionárias nas fases 2 e 4.

Para verificação da hipótese 4, de que há uma tendência a reversão dos *accruals* no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (pós-*lock-up*), quando comparado com os dois períodos subsequentes à oferta pública de ações, foram levantadas as acumulações discricionárias das companhias nas fases 3 e 4. O objetivo é determinar se na fase 4 as companhias realizam a reversão das acumulações discricionárias das fases 1 e 2, haja vista que na fase 3 as companhias procuram reduzir a variabilidade dos resultados, quando comparados com outros períodos, não podendo gerenciar intensamente através da reversão.

Para complementação da análise dos dados, buscou-se o poder explicativo da variável setor econômico no modelo Pae (2005), tendo em vista que este foi o que apresentou poder explicativo para o conjunto de dados analisados.

Inicialmente, buscou-se a significância dos setores através da introdução da variável setor econômico no modelo Pae (2005), conforme evidenciado no seguinte enunciado:

$$TA_{it} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta_1(\Delta R_{it}) + \beta_2(PPE_{it}) + \beta_3(FCO_{it}) + \beta_4(FCO_{it-1}) + \beta_5(TA_{it-1}) + \beta_6(SE_2) + \beta_7(SE_3) + \beta_8(SE_4) + \beta_9(SE_5) + \beta_{10}(SE_6) + \beta_{11}(SE_7) + \beta_{12}(SE_8) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Após a utilização da variável independente setor econômico, foi possível verificar por meio dos coeficientes de cada variável *dummy*, se esta aumenta o poder explicativo do modelo Pae (2005).

Os testes estatísticos foram realizados com auxílio do programa Stata®, versão 12, de análise estatística para uso em pesquisas; para organização das tabelas e amostras, utilizou-se a planilha eletrônica Excel.

4 RESULTADOS

Para facilitar o entendimento, esta seção é dividida em quatro subseções. Na primeira são apresentados os resultados das regressões para os modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005); na segunda é apresentado o nível de gerenciamento de resultados ao redor da oferta pública de ações; na terceira subseção são apresentados os resultados do teste não paramétrico de Kruskal-Wallis; e a quarta traz uma análise adicional do nível de gerenciamento de resultados após a introdução da variável explicativa setor econômico.

4.1 Análise da escolha dos modelos de regressão

Conforme apontado na metodologia, foram selecionados os modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005) para estimação do nível de gerenciamento de resultados contábeis. Após o cálculo das acumulações totais – conforme apontado na seção 3.4.1 – e coleta das variáveis explicativas, os modelos foram testados adotando-se a análise de dados em painel por três métodos – efeitos fixos, efeitos aleatórios e POLS. Foram utilizados os testes *F* de Chow (1960), de Hausman (1978) e *LM* de Breusch Pagan (1980) para a escolha do método mais adequado para o conjunto de dados.

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões para o modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), utilizando-se dados de 523 empresas-trimestre e dos testes que possibilitaram a definição do melhor método de estimação.

Tabela 6 – Resultados das regressões para o modelo Jones Modificado (1995)

$TA_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_{2i}(PPE_{it}) + \varepsilon_{it}$				
Método de Efeitos Fixos				
	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
Constante	-0,0288011	0,0203611	-1,41	0,158
$\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$	-0,1062772	0,0263018	-4,04	0,000***
PPE_{it}	-0,0242928	0,0061458	-3,95	0,000***
Método de Efeitos Aleatórios				
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Valor
Constante	-0,0298473	0,0203996	-1,46	0,143
$\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$	-0,1031474	0,0237453	-4,34	0,000***
PPE_{it}	-0,0219064	0,0056407	-3,88	0,000***
POLS				
	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
Constante	-0,0298473	0,0203996	-1,46	0,144
$\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$	-0,1031474	0,0237453	-4,34	0,000***
PPE_{it}	-0,0219064	0,0056407	-3,88	0,000***
Teste <i>F</i> de Chow		Teste <i>LM</i> de Breusch-Pagan		Teste de Hausman
0,3957		0,000		0,5809

*** Significante a 1%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que os coeficientes das variáveis explicativas “variação das receitas menos os recebíveis” e “imobilizado” são significantes para os três métodos de estimação ao nível de significância de 1%, sendo o método POLS o de melhor estimação, conforme resultados apontados pelos testes F de Chow (1960), de Hausman (1978) e LM de Breusch e Pagan (1980).

A Tabela 7 apresenta os resultados das regressões para o modelo Pae (2005), com amostra de 440 empresas-trimestre.

Tabela 7 – Resultados das regressões para o modelo Pae (2005)

$TA_{it} = \alpha(1/At-1) + \beta_1(\Delta Rit) + \beta_2(PPE_{it}) + \beta_3(FCO_{it}) + \beta_4(FCO_{it-1}) + \beta_5(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it}$				
Método de Efeitos Fixos				
	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
Constante	0,0152389	0,0077107	1,98	0,049
ΔRit	0,0086938	0,0071032	1,22	0,222
PPE_{it}	-0,0060558	0,0268662	-0,23	0,822
FCO_{it}	-0,9508235	0,0105787	-89,88	0,000***
FCO_{it-1}	0,0138242	0,0138847	1,00	0,320
TA_{it-1}	-0,0247394	0,022083	-1,12	0,263
Método de Efeitos Aleatórios				
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Valor
Constante	0,0227376	0,0103384	2,2	0,028**
ΔRit	0,0108929	0,0070226	1,55	0,121
PPE_{it}	-0,0261848	0,0222339	-1,18	0,239
FCO_{it}	-0,9458902	0,010429	-90,7	0,000***
FCO_{it-1}	0,0181398	0,0136989	1,32	0,185
TA_{it-1}	-0,0222161	0,0215528	-1,03	0,303
POLS				
	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
Constante	0,0198639	0,0063572	3,12	0,002***
ΔRit	0,0172584	0,0090649	1,90	0,058*
PPE_{it}	-0,0431228	0,0172803	-2,50	0,013**
FCO_{it}	-0,9266639	0,0133858	-69,23	0,000***
FCO_{it-1}	0,0394281	0,0178066	2,21	0,027**
TA_{it-1}	0,0152396	0,026487	0,58	0,565
Teste F de Chow		Teste LM de Breusch-Pagan		Teste de Hausman
0,000		0,000		0,028

*** Significante a 1%

** Significante a 5%

* Significante a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados das regressões indicam que o coeficiente da variável explicativa “fluxo de caixa do período” foi significativo nos métodos de estimação efeitos fixos e efeitos aleatórios ao nível de significância de 1%. No método de estimação POLS, os coeficientes das variáveis explicativas “variação das receitas líquidas”, “imobilizado”, “fluxo de caixa do período” e “fluxo de caixa do período anterior” são significativamente diferentes de zero. A

partir dos resultados dos testes, o melhor método de estimação é o de efeitos fixos, no qual apenas uma variável apresentou coeficiente significativa.

Após a determinação do método mais adequado, foi aplicado o método de correção de White (1980) à heterocedasticidade para o método POLS no modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e para o método de efeitos fixos para o modelo Pae (2005). Os resultados das regressões são destacados na Tabela 8.

Tabela 8 – Resultados das regressões após a correção de White

Modelo Jones Modificado (1995)				
$TA_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_{2i}(PPE_{it}) + \varepsilon_{it}$				
POLS				
	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
Constante	-0,0298473	0,0201101	-1,48	0,138
$\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$	-0,1031474	0,0773488	-1,33	0,183
PPE_{it}	-0,0219064	0,004068	-5,39	0,000***
R²	0,0632			
Prob. > F	0,000			
Modelo Pae (2005)				
$TA_{it} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta_1(\Delta R_{it}) + \beta_2(PPE_{it}) + \beta_3(FCO_{it}) + \beta_4(FCO_{it-1}) + \beta_5(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it}$				
Método de Efeitos Fixos				
	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
Constante	0,0152389	0,0063418	2,40	0,018**
ΔR_{it}	0,0086938	0,0107965	0,81	0,423
PPE_{it}	-0,0060558	0,0238239	-0,25	0,800
FCO_{it}	-0,9508235	0,0233472	-40,73	0,000***
FCO_{it-1}	0,0138242	0,0082354	1,68	0,097*
TA_{it-1}	-0,0247394	0,0322926	-0,77	0,446
R²	0,9214			
Prob. > F	0,000			

*** Significante a 1%

** Significante a 5%

* Significante a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se o baixo poder explicativo do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), com R² de 0,0632. Destaca-se que das duas variáveis utilizadas no modelo, apenas “imobilizado” foi significativa ao nível de 1%. No entanto, mesmo o coeficiente não apresentando significância estatística, optou-se por manter a variável “variação das receitas menos os recebíveis” no modelo, seguindo procedimentos adotados por Lopes e Tukamoto (2007) e Bispo (2010), dada a significância da estatística-F de 1%. Os coeficientes das variáveis apresentaram o sinal esperado.

O modelo Pae (2005) apresenta poder explicativo melhor que o do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), com R² de 0,9214. Destaca-se que as

variáveis “fluxo de caixa do período” e “fluxo de caixa do período anterior” são estatisticamente diferentes de zero. Também para esse modelo, verifica-se que os coeficientes das variáveis explicativas apresentaram o comportamento esperado.

Apesar de reconhecer que o modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) apresenta baixo poder explicativo, inclusive com coeficientes não significantes, e que o modelo Pae (2005), apesar de apresentar um alto poder explicativo, também apresenta coeficientes não significantes, decidiu-se mantê-los para estimação do nível de gerenciamento de resultados a partir das acumulações discricionárias. Destaca-se que esses achados corroboram aquele apontado por Paulo (2007) ao investigar o poder explicativo dos modelos de estimação do nível de gerenciamento de resultados.

4.2 Análise descritiva do nível de gerenciamento de resultados contábeis

Buscando-se atingir o objetivo geral do estudo, foram estimadas as acumulações discricionárias para cada empresa-trimestre. Importa destacar que as fases ao redor da oferta pública de ações apresentam quantidades distintas de observações, pois, conforme apontado na metodologia, algumas empresas não disponibilizavam os dados das variáveis explicativas dos modelos utilizados.

A Figura 2 evidencia o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) na fase compreendida pelos dois trimestres anteriores aos trimestres vizinhos à oferta pública de ações (fase 1).

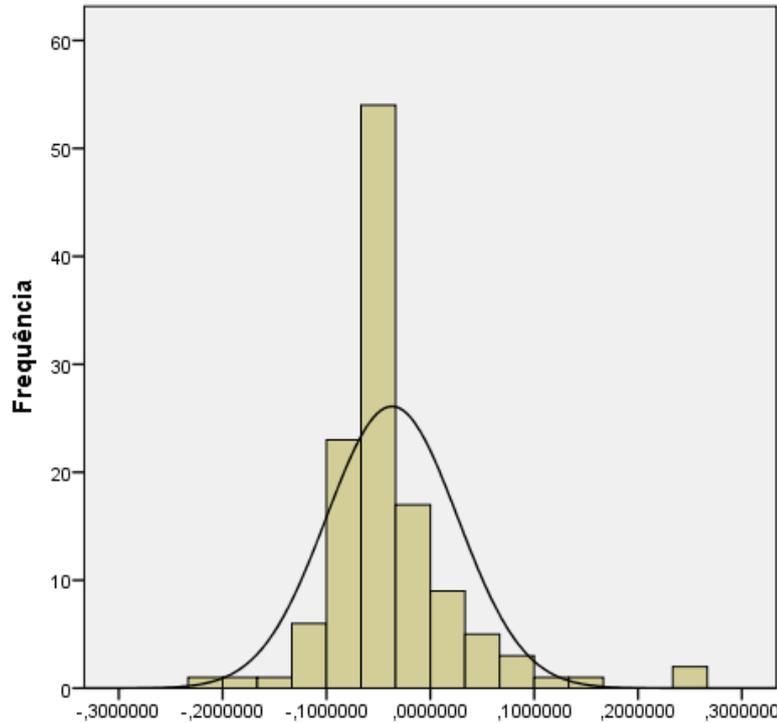


Figura 2 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (1995) na fase 1

A partir da Figura 2, verifica-se que há maior frequência de acumulações discricionárias negativas; ou seja, na fase 1 a maior parte das empresas procura reduzir seus resultados, diferentemente do apontado pela literatura, haja vista que os estudos apontam que nessa fase as empresas têm incentivos para gerenciar seus resultados com o objetivo de aumentá-los para obter um “bom” preço inicial das ações.

A Figura 3 apresenta o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) na fase compreendida pelos trimestres imediatamente anterior e posterior à oferta pública de ações (fase 2).

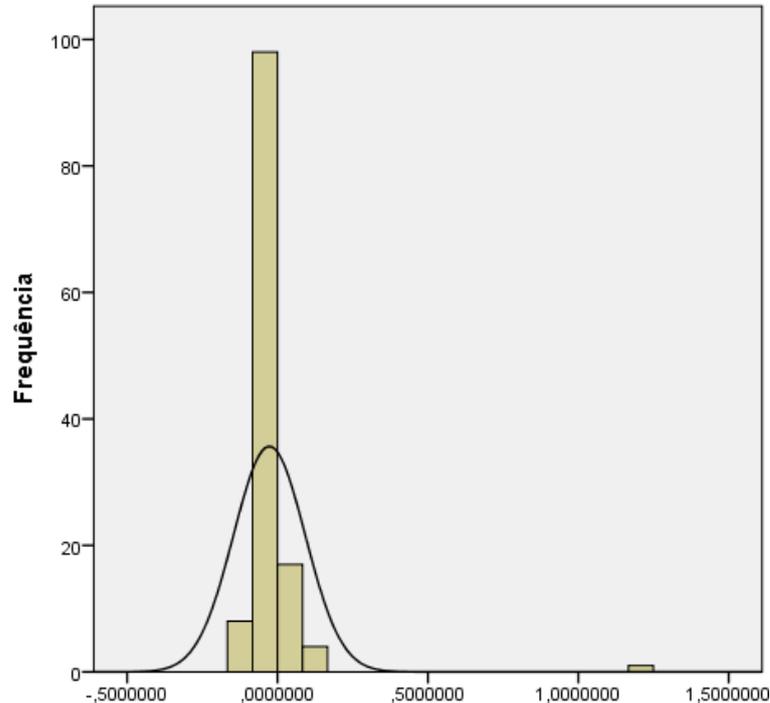


Figura 3 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (1995) na fase 2

Na Figura 3, observa-se que há maior frequência de acumulações discricionárias negativas; no entanto, a maior parte das acumulações está próxima de zero. Isso indica que as empresas buscam gerenciar menos resultados para reduzi-los, quando comparados com os da fase 1, tentando melhorá-los.

A Figura 4 evidencia o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) na fase compreendida pelos dois períodos subsequentes à oferta pública de ações e pelo período de vedação à negociação (fase 3).

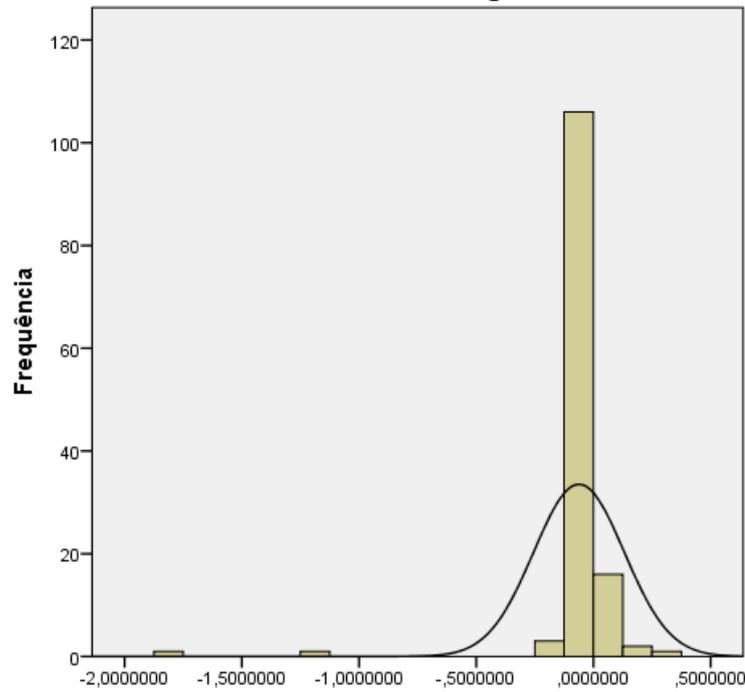


Figura 4 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (1995) na fase 3

Observa-se que as acumulações discricionárias na fase 3, assim como na fase 2, e quando comparadas com as fases 1, estão mais próximas de zero e com uma menor dispersão, o que indica que as empresas gerenciam seus resultados com menos intensidade.

A Figura 5 evidencia o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) na fase posterior ao período de vedação de negociação das ações da companhia (fase 4).

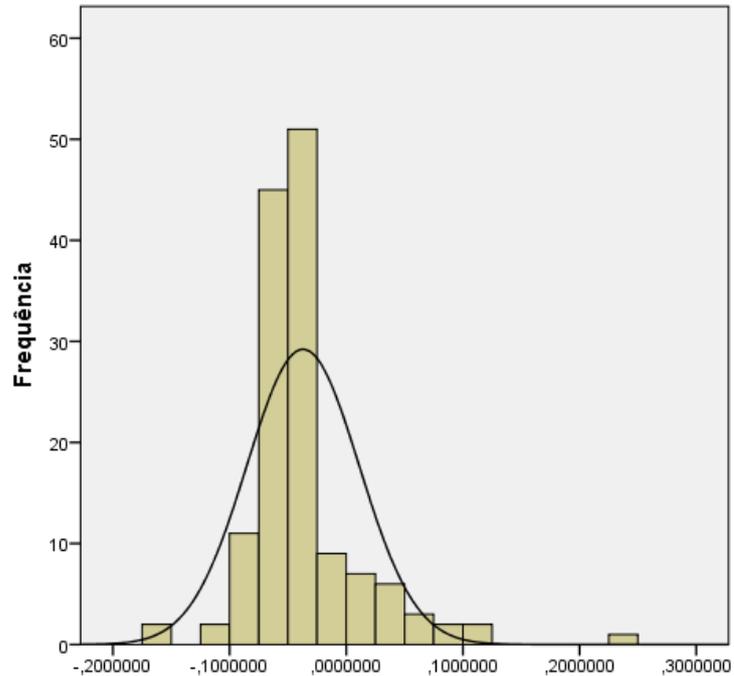


Figura 5 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (1995) na fase 4

Verifica-se que as acumulações discricionárias na fase 4 apresentam grande dispersão, assim como na fase 1, e diferentemente do apresentado nas fases 2 e 3; ou seja, sugere-se que as empresas gerenciam seus resultados contábeis mais intensamente nas fases 1 e 4.

Assim como apresentado para as acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), também foram observadas as acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) através de gráficos de dispersão. A Figura 6 destaca o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase compreendida pelos dois trimestres anteriores aos trimestres imediatamente ao redor da oferta pública de ações (fase 1).

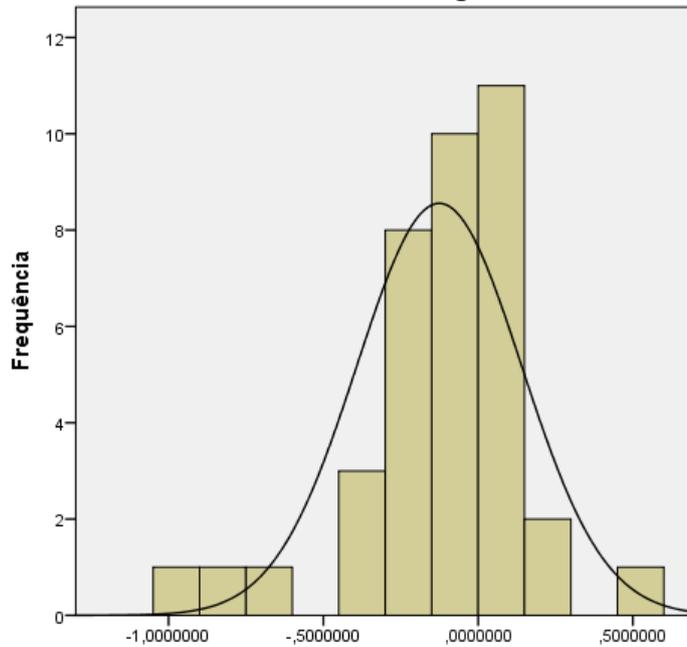


Figura 6 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase 1

Observa-se que há maior frequência de acumulações discricionárias negativas; ou seja, na fase 1, assim como apresentado pelas acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e ilustrado na Figura 2, a maior parte das empresas procura reduzir seus resultados.

A Figura 7 apresenta o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase compreendida pelos trimestres imediatamente anterior e posterior à oferta pública de ações (fase 2).

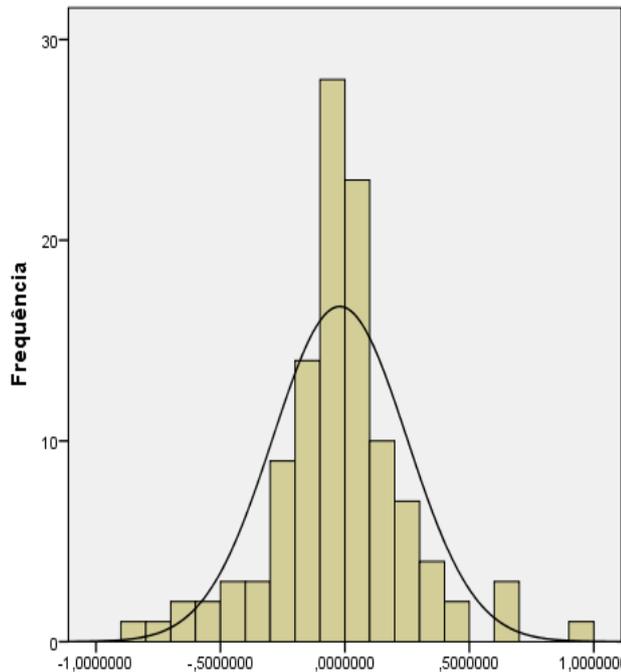


Figura 7 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae na fase 2

Verifica-se que há grande dispersão das acumulações discricionárias e maior frequência de acumulações discricionárias negativas, sendo que em sua maioria não estão próximas de zero, diferentemente do apresentado pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Observa-se um comportamento semelhante nas fases 1 e 2.

A Figura 8 evidencia o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase compreendida pelos dois períodos subsequentes à oferta pública de ações e pelo de vedação à negociação (fase 3).

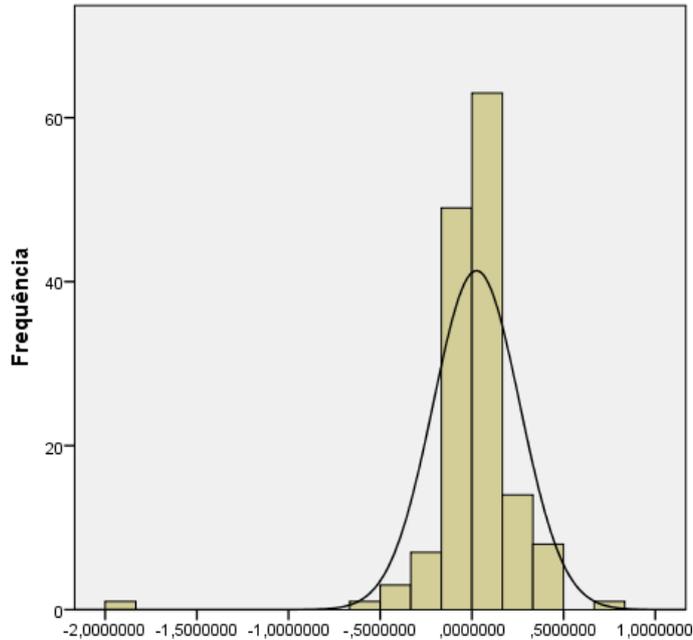


Figura 8 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase 3

Na Figura 8, observa-se que, assim como apresentado pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), as acumulações discricionárias na fase 3, quando comparadas com as da fase 1, estão mais próximas de zero e com uma menor dispersão, o que indica que as empresas gerenciam seus resultados com menos intensidade.

A Figura 9 evidencia o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) na fase posterior ao período de vedação de negociação das ações da companhia (fase 4).

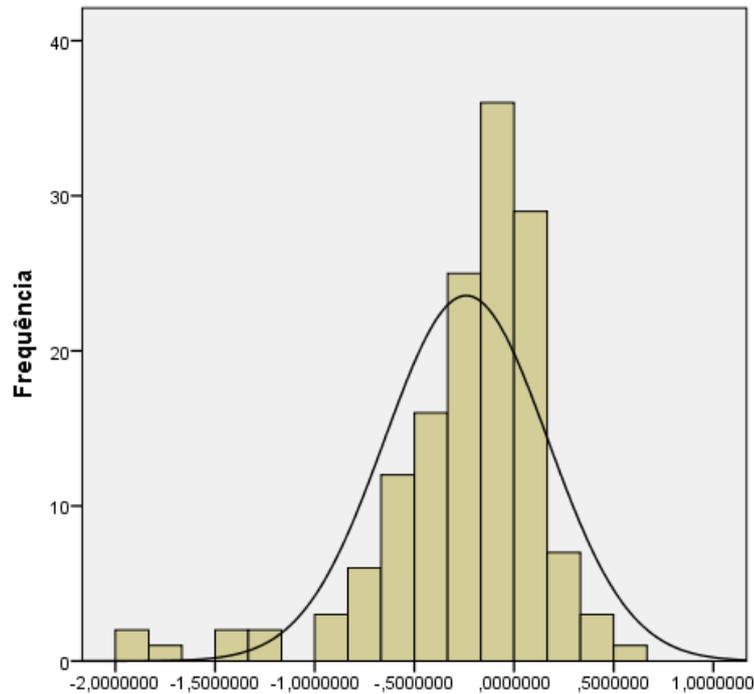


Figura 9 – Histograma das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Pae (2005) na fase 4

Observa-se que as acumulações discricionárias na fase 4 apresentam grande dispersão, assim como nas fases 1 e 2, e diferentemente do apresentado na fase 3; ou seja, sugere-se que as empresas gerenciem seus resultados contábeis mais intensamente nas fases 1, 2 e 4.

A Tabela 9 apresenta os dados descritivos do nível de gerenciamento de resultados contábeis na fase compreendida pelos dois trimestres anteriores ao trimestre que antecede a oferta pública de ações (fase 1), na fase compreendida pelos trimestres anterior e posterior à oferta pública de ações (fase 2), na fase de vedação à negociação das ações das companhias ou compreendida pelos dois trimestres logo após o trimestre imediatamente posterior à oferta pública de ações (fase 3) e na fase pós-vedação à negociação das ações das companhias compreendida pelos dois trimestres logo após o trimestre imediatamente posterior ao encerramento da vedação à negociação (fase 4).

Tabela 9 – Estatística descritiva dos níveis de gerenciamento de resultados

Modelo	Fase 1			Fase 2			Fase 3			Fase 4		
	N	Média	Desvio-padrão									
Jones Modificado (1995)	124	-0,04	0,06	128	-0,02	0,12	130	-0,06	0,19	141	-0,04	0,05
Pae (2005)	38	-0,09	0,27	113	-0,02	0,27	147	0,02	0,24	145	-0,14	0,41

Fonte: Dados da pesquisa.

Para o modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), em valores absolutos as médias das acumulações discricionárias são semelhantes, apresentando valor mais elevado na fase de vedação à negociação (fase 3), valor mais baixo na fase compreendida pelos trimestres imediatamente ao redor da oferta pública (fase 2) e valores iguais nas fases compreendidas pelos trimestres anteriores aos trimestres anterior e posterior ao período da oferta pública (fase 1) e ao de pós-vedação à negociação (fase 4). Para todas as fases, observou-se sinal negativo das acumulações discricionárias, podendo-se inferir que as empresas utilizam as acumulações discricionárias para reduzir seus resultados, e que essa prática é mais intensa na fase posterior à oferta pública de ações (fase 3).

Os resultados do modelo Pae (2005), diferentemente do apresentado pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), mostram que em valores absolutos as médias das acumulações discricionárias divergem consideravelmente das fases 1 e 4 para as fases 2 e 3, apresentando valor mais elevado na fase de pós-vedação à negociação (fase 4), em seguida na fase compreendida pelos trimestres anteriores aos trimestres anterior e posterior ao da oferta pública (fase 1) e valores absolutos iguais na fase compreendida pelos trimestres imediatamente ao redor da oferta pública (fase 2) e na fase de vedação à negociação (fase 3). Sugere-se que as empresas utilizam as acumulações discricionárias para diminuir seus resultados nas fases 1, 2 e 4, e que essa prática é mais intensa na fase posterior ao período seguinte ao de vedação de negociação das ações das companhias (fase 4). Nas fases 1 e 2 as empresas utilizam o poder discricionário para reduzir seus resultados. Na fase 1 o gerenciamento de resultados é mais intenso que na fase 2, sugerindo que as empresas procuram apresentar melhores resultados nos trimestres anterior e posterior ao da oferta pública de ações (fase 2). Ao gerenciar para reduzir seus resultados, sugere-se que as empresas buscam uma postura mais conservadora, sinalizando melhores práticas para o mercado ao redor da oferta pública de ações, corroborando com o apontado por Ball e Shivakumar (2005).

Destaca-se que os modelos apresentaram resultados distintos. Enquanto a partir do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) as companhias gerenciam mais intensamente na fase de vedação à negociação das ações (fase 3), a partir do modelo Pae (2005) é mais alto o nível de gerenciamento de resultados na fase posterior à vedação à negociação das ações da companhia (fase 4). No entanto, diferentemente do apontado pela literatura, a fase compreendida pelos dois trimestres anterior e posterior ao da

oferta pública (fase 2) não apresentou nível mais alto de gerenciamento de resultados nos dois modelos utilizados.

4.3 Análise dos testes para comparação das fases

Com o objetivo de testar as hipóteses levantadas no estudo, investigou-se se há diferença significativa nos níveis de gerenciamento de resultados das diversas fases ao redor da oferta pública de ações.

Inicialmente, aplicou-se o teste de normalidade dos dados de Kolmogorov-Smirnov, obtendo-se evidências para se rejeitar a hipótese da normalidade do nível de gerenciamento por fase anterior ou posterior ao período da oferta pública de ações. Assim, optou-se por aplicar o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis para investigar se o nível de gerenciamento de resultados é significativamente diferente entre as fases anterior e posterior ao período da oferta pública de ações.

A Tabela 10 apresenta os resultados do teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis para cada modelo utilizado para estimação das acumulações discricionárias.

Tabela 10 – Resultados do teste de Kruskal-Wallis para comparação do nível de gerenciamento de resultados das fases ao redor da oferta pública de ações

Fases	Modelo			
	Jones Modificado		Pae	
	Qui-quadrado	Sig.	Qui-quadrado	Sig.
1 e 2	0,120	0,730	4,378	0,036**
1 e 3	234,000	0,629	16,521	0,000***
1 e 4	0,025	0,874	2,108	0,147
2 e 3	1,036	0,309	5,321	0,021**
2 e 4	0,000	0,986	21,642	0,000***
3 e 4	0,702	0,402	54,157	0,000***

*** Significante a 1%

** Significante a 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

Para o modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), observa-se que não há diferença significativa no nível de gerenciamento de resultados das empresas nas diversas fases anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações. Contudo, deve-se destacar o baixo poder explicativo do modelo e que, das duas variáveis independentes do modelo, apenas uma se mostrou significativa.

Destaca-se que, para o modelo Pae (2005), os resultados dos testes de diferenças do nível de gerenciamento de resultados das fases ao redor da oferta pública de ações apontam que a fase compreendida pelos trimestres imediatamente anteriores àquele que antecede a oferta pública de ações (fase 1) e a fase compreendida pelos trimestres mais próximos à oferta pública de ações (fase 2) apresentaram níveis estatisticamente diferentes.

Ao nível de significância de 1% é possível afirmar que a fase compreendida pelos trimestres mais próximos à oferta pública de ações (fase 2) e a fase posterior ao período de vedação à negociação das ações das companhias (fase 4) apresentaram níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes.

Ainda sobre o modelo Pae (2005), pode-se afirmar que a fase compreendida pelos dois trimestres subsequentes à oferta pública de ações (fase 3) e pelo trimestre posterior ao período de vedação à negociação das ações das companhias (fase 4) também apresentou níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes ao nível de significância de 1%.

Também se observa que a fase compreendida pelos dois trimestres subsequentes à oferta pública de ações (fase 3) apresentou níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes daqueles apresentados na fase compreendida pelos trimestres imediatamente anteriores ao que antecede a oferta pública de ações (fase 1), na fase compreendida pelos trimestres mais próximos à oferta pública de ações (fase 2) e na fase posterior ao período de vedação à negociação das ações das companhias (fase 4).

4.4 Análise dos setores

Conforme apresentado na subseção 4.1, utilizou-se o método de efeitos fixos para estimação dos coeficientes do modelo Pae (2005). Em seguida, estimou-se o nível de gerenciamento de resultados por empresa-trimestre. A Tabela 11 apresenta a estatística descritiva do nível de gerenciamento de resultados por setor econômico para todo o período analisado; cuja média se refere aos níveis de gerenciamento de resultados nas fases ao redor da oferta pública de ações.

Tabela 11 – Estatística descritiva dos níveis de gerenciamento de resultados por setor econômico

Setor Econômico	Fase 1			Fase 2			Fase 3			Fase 4		
	N	Média	Desvio-padrão									
Bens Industriais	2	-0,41	0,03	5	-0,01	0,15	8	0,02	0,15	6	-0,25	0,29
Construção e Transporte	10	-0,20	0,42	28	-0,01	0,30	34	0,04	0,16	40	-0,24	0,43
Consumo Cíclico	6	-0,05	0,15	20	-0,03	0,27	30	0,02	0,19	29	-0,31	0,48
Consumo Não Cíclico	10	-0,12	0,22	27	-0,12	0,20	36	0,01	0,35	35	-0,13	0,30
Materiais Básicos	-	-	-	7	0,11	0,19	8	0,20	0,27	10	-0,22	0,24
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	0,03	-	5	0,16	0,16	8	-0,02	0,18	8	-0,02	0,10
Tecnologia da Informação	4	-0,02	0,09	9	0,23	0,32	10	0,06	0,13	8	-0,70	0,65
Utilidade Pública	5	-0,05	0,08	12	-0,14	0,22	13	-0,07	0,12	9	-0,16	0,10
Total	38	-0,09	0,27	113	-0,02	0,27	147	0,02	0,24	145	-0,14	0,41

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 11, observa-se que as empresas tendem a gerenciar seus resultados visando reduzi-los, e que essa prática é mais intensa nos setores Bens Industriais, Consumo Cíclico e Utilidade Pública. Também se verifica que os setores Materiais Básicos e Petróleo, Gás e Biocombustíveis gerenciam seus resultados com o objetivo de aumentá-los, e que o setor Materiais Básicos é o que apresenta o mais baixo nível de gerenciamento de resultados.

Diante do evidenciado na Tabela 11, e conforme apresentado na metodologia, a variável setor econômico foi introduzida no modelo Pae (2005), com o intuito de aumentar o seu poder explicativo. Os resultados obtidos após a introdução da variável são mostrados na Tabela 12.

Tabela 12 – Resultados da regressão do modelo Pae (2005) após a introdução das variáveis *dummies* de setor econômico

	Modelo Pae (2005)			
	Efeitos Aleatórios após correção de White			
	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
Constante	-0,0107406	0,0379328	-0,28	0,777
ΔR_{it}	0,0105535	0,0070176	1,50	0,133
PPE_{it}	-0,019581	0,022609	-0,87	0,386
FCO_{it}	-0,9463348	0,0104088	-90,92	0,000
FCO_{it-1}	0,0171709	0,0136916	1,25	0,210
TA_{it-1}	-0,0228017	0,0215376	-1,06	0,290
Construção e Transporte	0,0800401	0,040607	1,97	0,049**
Consumo Cíclico	0,0271242	0,041736	0,65	0,516
Consumo Não Cíclico	0,0084816	0,0405947	0,21	0,835
Materiais Básicos	0,0038989	0,050153	0,08	0,938
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,0038324	0,0526634	0,07	0,942
Tecnologia da Informação	0,0260217	0,0500239	0,52	0,603
Utilidade Pública	0,0234001	0,0468306	0,50	0,617
R²	0,9592			

Prob. > F	0,000
---------------------	--------------

** Significante a 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 12 é possível verificar que após a introdução das variáveis *dummies* de setor econômico no modelo Pae (2005), ocorreu um aumento do poder explicativo do modelo, com R^2 de 0,9592. No entanto, apenas o setor Construção e Transporte se mostrou significativo a 5%. Destaca-se que o setor Construção e Transporte foi o único a apresentar coeficiente significativo antes e depois da correção de White, utilizando o setor Bens Industriais como referência.

Considerando a significância do setor econômico Construção e Transporte, optou-se por analisar as empresas desse setor em separado, conforme explicitado na subseção 4.5.1.

Assim como feito para todas as empresas da amostra utilizando os modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005), e conforme apontado na metodologia, após o cálculo das acumulações totais – conforme apontado na seção 3.4.1 – e a coleta das variáveis explicativas, o modelo Pae (2005) para as empresas do setor Construção e Transporte foi testado a partir da análise de dados em painel por três métodos – efeitos fixos, efeitos aleatórios e POLS. Para a definição do método mais adequado para o conjunto de dados em painel utilizado, foram utilizados os testes F de Chow (1960), de Hausman (1978) e LM de Breusch Pagan (1980).

4.4.1 Setor econômico Construção e Transporte

A partir dos resultados dos testes, verificou-se que o melhor método de estimação é o POLS. A Tabela 13 apresenta o resultado da regressão para o modelo Pae (2005) após a correção de White, utilizando dados de 116 empresas-trimestre.

Tabela 13 – Resultado da regressão para o modelo Pae (2005) para as empresas do setor econômico Construção e Transporte

$TA_{it} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta_1(\Delta R_{it}) + \beta_2(PPE_{it}) + \beta_3(FCO_{it}) + \beta_4(FCO_{it-1}) + \beta_5(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it}$				
POLS				
	Coeficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
Constante	-0,0147199	0,0270683	-0,54	0,588
ΔR_{it}	0,0198446	0,0710448	0,28	0,781
PPE_{it}	-0,2662925	0,0738831	-3,60	0,000***
FCO_{it}	-0,4339402	0,0992527	-4,37	0,000***
FCO_{it-1}	0,5003664	0,1205587	4,15	0,000***
TA_{it-1}	0,1207551	0,0986476	1,22	0,224
R²	0,4584			
Prob. > F	0,000			

*** Significante a 1%

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados da Tabela 13, observa-se que os coeficientes das variáveis explicativas “imobilizado”, “fluxo de caixa do período” e “fluxo de caixa do período anterior” foram significativamente diferentes de zero, e que, além disso, os coeficientes das variáveis explicativas significantes apresentaram os sinais esperados. A variável “variação das receitas líquidas” apresentou coeficiente positivo. Conforme já apresentado, o sinal esperado do coeficiente poderia ser positivo ou negativo. Já o coeficiente da variável explicativa “acumulações do período anterior” não apresentou o sinal esperado.

Apesar do baixo poder explicativo do modelo Pae (2005) para as empresas do setor econômico Construção e Transporte, com R^2 de 0,4584, além de os coeficientes das variáveis explicativas do modelo não serem significantes, decidiu-se mantê-lo para estimação do nível de gerenciamento de resultados a partir das acumulações discricionárias.

A Tabela 14 mostra os dados descritivos dos níveis de gerenciamento de resultados contábeis das empresas do setor econômico Construção e Transporte na fase compreendida pelos dois trimestres anteriores ao que antecede a oferta pública de ações (fase 1), na fase compreendida pelos trimestres anterior e posterior à oferta pública de ações (fase 2), na fase de vedação à negociação das ações das companhias ou compreendida pelos dois trimestres seguintes ao imediatamente posterior à oferta pública de ações (fase 3) e na fase pós-vedação à negociação das ações das companhias compreendida pelos dois trimestres seguintes àquele imediatamente posterior ao encerramento da vedação à negociação (fase 4).

Tabela 14 – Estatística descritiva dos níveis de gerenciamento de resultados das empresas do setor econômico Construção e Transporte

Modelo	Fase 1			Fase 2			Fase 3			Fase 4		
	N	Média	Desvio-padrão									
Pae	10	-0,07	0,16	28	-0,05	0,14	34	0,04	0,14	39	-0,06	0,27

Fonte: Dados da pesquisa.

Para o modelo Pae (2005), em valores absolutos as médias das acumulações discricionárias foram semelhantes nas fases anterior e posterior ao período da oferta pública de ações, apresentando valores mais elevados nas fases 1 e 4. É possível afirmar que as empresas utilizam as acumulações discricionárias para diminuir seus resultados, e que essa

prática é mais intensa na fase anterior ao trimestre que antecede a oferta pública de ações (Fase 1).

Com o objetivo de testar as hipóteses levantadas no estudo, verificou-se se há diferença significativa nos níveis de gerenciamento de resultados das fases anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações.

Inicialmente, aplicou-se o teste de normalidade dos dados de Kolmogorov-Smirnov, obtendo-se evidências para se rejeitar a hipótese da normalidade dos dados. Assim, optou-se por aplicar o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis para investigar se os níveis de gerenciamento de resultados são significativamente diferentes entre as fases anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações para as empresas do setor Construção e Transporte.

A Tabela 15 apresenta os resultados do teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis para o modelo Pae (2005) utilizando as empresas do setor Construção e Transporte.

Tabela 15 – Resultados dos testes de Kruskal-Wallis para comparação dos níveis de gerenciamento de resultados das fases anterior e posterior ao período da oferta pública de ações das empresas do setor Construção e Transporte

Testes	Qui-quadrado	Sig.
1 e 2	0,491	0,484
1 e 3	0,014	0,905
1 e 4	1,353	0,245
2 e 3	0,065	0,799
2 e 4	0,796	0,372
3 e 4	1,798	0,180

Fonte: Dados da pesquisa.

Para o modelo Pae (2005), observa-se que não há diferenças significativas nos níveis de gerenciamento de resultados nas empresas de Construção e Transporte nas fases anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações. Contudo, destaca-se o baixo poder explicativo do modelo, mesmo com três variáveis explicativas significantes ao nível de 1%.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo geral investigar a prática de gerenciamento de resultados por parte das companhias nos períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações, já que a partir das “escolhas contábeis” os administradores podem agir discricionariamente, motivados a aumentar o preço das ações no momento imediatamente

anterior à oferta pública de ações, levantando a possibilidade da prática de gerenciamento de resultados contábeis em períodos próximos ao de sua realização.

Para a mensuração da prática do gerenciamento de resultados, foram utilizados os modelos Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e Pae (2005), a partir dos quais foram estimadas as acumulações discricionárias anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações. Dessa forma, as acumulações discricionárias foram consideradas *proxy* para gerenciamento de resultados.

O objetivo geral foi atendido por meio da aplicação da análise de dados em painel. Inicialmente foram aplicados os métodos de efeitos fixos, efeitos aleatórios e POLS, e em seguida foi definido o melhor método através dos testes *F* de Chow (1960), de Hausman (1978) e *LM* de Bresch e Pagan (1980).

Para complementação da análise dos dados, procurou-se verificar o aumento do poder explicativo do modelo Pae (2005) após a introdução da variável independente setor econômico, e, em seguida, analisou-se o comportamento do nível de gerenciamento de resultados nas fases anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações das empresas de Construção e Transporte.

O estudo levantou quatro hipóteses acerca do nível de gerenciamento de resultados nas fases anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações:

H₁: *O nível de gerenciamento de resultados contábeis é, significativamente, mais elevado nos momentos mais próximos (fase 2) à oferta pública de ações, do que nos trimestres imediatamente anteriores (fase 1) àquele que antecede a oferta;*

H₂: *As companhias estreadas na bolsa de valores procuram diminuir a variabilidade dos resultados contábeis nos dois períodos subsequentes (fase 3) à oferta pública de ações, quando comparados aos demais períodos investigados;*

H₃: *O nível de gerenciamento de resultados antes da oferta pública de ações (fase 2) é mais elevado do que no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (pós-lock-up);*

H4: Há uma tendência a reversão dos accruals no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (pós-lock-up), quando comparado com à fase 3 (lock-up).

Ao analisar os níveis de gerenciamento de resultados pelo modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), observou-se que não há diferença significativa nas fases anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações. Contudo, deve-se destacar o baixo poder explicativo do modelo, já que das suas duas variáveis independentes, apenas uma se mostrou significativa, o que pode ser considerado uma limitação do presente estudo.

Ao investigar os níveis de gerenciamento de resultados pelo modelo Pae (2005), observou-se que as acumulações discricionárias são negativas na fase compreendida pelos trimestres mais próximos à oferta pública de ações (fase 2), refutando-se os achados de Gioelli (2008) e Paulo, Cavalcante e Melo (2012) e corroborando os resultados de Paulo (2007), que não encontrou evidências de que as acumulações discricionárias são positivas no período da oferta pública. Ao encontrar médias negativas na fase compreendida pelos dois trimestres anteriores àquela que antecede a oferta pública de ações (fase 1), na fase compreendida pelos trimestres anterior e posterior à oferta pública de ações (fase 2) e na fase pós-vedação à negociação das ações das companhias compreendida pelos dois trimestres seguintes àquela imediatamente posterior ao encerramento da vedação à negociação (fase 4), os resultados corroboram os achados de Rodrigues (2013), o qual apontou que as empresas vinham gerenciando seus resultados nos trimestres anterior e posterior ao período da oferta pública de ações, com o objetivo de reduzi-los.

Ao se verificar que o nível de gerenciamento de resultados contábeis é mais elevado na fase 4, os resultados refutam os achados de Gioelli (2008), segundo o qual o nível de gerenciamento de resultados na fase 2 apresentados pelas empresas da amostra é mais elevado do que nas fases 1 e 4. No mesmo sentido, ao apresentar maiores médias absolutas dos níveis de gerenciamento de resultados nas fases 1 e 4, os achados refutam o apontado por Rangan (1998), o qual afirma que as fases 1 e 4 são as fases “sem incentivo”, em que as empresas devem apresentar os mais baixos níveis de gerenciamento de resultados.

Apesar da apresentação de níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes nas fases 1 e 2, rejeita-se a hipótese 1, de que o nível de gerenciamento de resultados contábeis é, significativamente, mais elevado nos momentos mais próximos (fase

2) à oferta pública das ações do que nos trimestres imediatamente anteriores (fase 1) àquele que antecede a oferta pública de ações, pelo fato de a média absoluta da fase 1 ser maior que a da fase 2. Esses resultados refutam os achados de Teoh, Welch e Wong (1998), Ball e Shivakumar (2008) e Gioelli (2008), os quais apontaram que na fase 2 as empresas gerenciam seus resultados com mais intensidade.

Já a hipótese 2, de que as companhias estreantes na bolsa de valores procuram diminuir a variabilidade dos resultados contábeis nos dois períodos subsequentes (fase 3) à oferta pública de ações, quando comparados aos demais períodos investigados, não pode ser rejeitada, pois a fase 3 é estatisticamente diferente das fases 1, 2 e 4. No entanto, vale destacar que apesar de se apresentarem médias com valores absolutos iguais nas fases 2 e 3, elas diferem ao serem negativa e positiva, respectivamente, revelando que as empresas gerenciam procurando reduzir os resultados na fase 2 e aumentar o resultado na fase 3, porém na mesma intensidade. Esse resultado corrobora o achado de Gioelli (2008), em que a fase 3 apresenta média positiva, e o refuta ao encontrar valores diferentes dos patamares das fases 1 e 4.

Apesar da apresentação de níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes nas fases 2 e 4, rejeita-se a hipótese 3, de que o nível de gerenciamento de resultados nos trimestres anterior e posterior ao período da oferta pública de ações (fase 2) é mais elevado do que no período posterior ao intervalo de vedação de negociação das ações da companhia (pós-*lock-up*), pois a média absoluta da fase 4 é maior que a da fase 2.

Devido ao fato de os níveis de gerenciamento de resultados serem estatisticamente diferentes nas fases 3 e 4, não se pode rejeitar a hipótese 4, de que há uma tendência a reversão dos *accruals* no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (pós-*lock-up*), quando comparado com a fase 3 (*lock-up*), pois a média absoluta da fase 4 é maior que a da fase 3. Dessa forma, pode-se afirmar que as empresas gerenciam com menos intensidade na fase 3 e realizam a reversão das acumulações dos períodos anteriores na fase 4, quando não há incentivo para a prática do gerenciamento de resultados.

Ao se analisar os níveis de gerenciamento de resultados pelo modelo Pae (2005) para as empresas de Construção e Transporte, foi possível observar que não há diferença significativa nos níveis de gerenciamento de resultados das empresas nas fases anteriores e posteriores ao período da oferta pública de ações. Contudo, deve-se destacar o baixo poder explicativo do modelo com R^2 de 0,4584.

É possível afirmar que as empresas gerenciam seus resultados contábeis, essa prática é mais intensa nas fases 1 e 4 e as empresas buscam com maior frequência reduzir seus resultados contábeis nos trimestres anterior e posterior ao período da oferta pública de ações. Também se pode afirmar que as empresas procuram reduzir a variabilidade dos resultados na fase 3 e que realizam a reversão das acumulações discricionárias na fase 4. Destaca-se também que a inclusão da variável independente setor econômico aumentou o poder explicativo do modelo Pae (2005).

Pode-se destacar que os modelos Jones Modificado (1995) e Pae (2005) apresentam problemas de estimação ao apresentarem parâmetros com baixa significância estatística. O modelo Jones Modificado apresentou baixo poder explicativo.

O presente estudo contribuiu com a discussão do tema gerenciamento de resultados e obteve evidências de que os investidores e os órgãos de fiscalização e regulação do mercado de capitais no Brasil devem buscar alternativas para detectar e/ou inibir práticas oportunistas da administração das companhias durante a oferta pública de ações.

Por fim, sugere-se, para pesquisas futuras, o acréscimo de outros modelos de estimação das acumulações discricionárias, devido ao baixo poder explicativo do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995); a comparação do contexto brasileiro com outros países emergentes; bem como a inclusão das ofertas de debêntures.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. E. F.; ALMEIDA, J. C. G. Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas de capital aberto auditadas pelas Big Four e demais firmas de auditoria. **Revista de Contabilidade e Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 62-74, maio/ago. 2009.

_____. *et al.* Earnings management and industry classification in Brazil: an exploratory investigation. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. **Anais eletrônicos**. São Paulo: USP, 2005. Disponível em <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br>>. Acesso em: nov. 2013.

AMARO, H. D.; BACHMANN, R. K. E.; FONSECA, M. W. Impairment e alisamento de resultados: um estudo em companhias do setor de energia elétrica listadas na BM&FBovespa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – SEMEAD, 16., 2013. São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2013.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Statistics for business and economics**. 7th ed. Ohio: International Thomson Publishing. 1999.

AVELAR, E. A.; SANTOS, T. S. Gerenciamento de resultados contábeis: uma análise das pesquisas realizadas no Brasil entre os anos de 2000 e 2009. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 15, n. 3, p. 19-33, 2010.

_____: COSTA, F.M. Efeito da troca da firma de auditoria no gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da Mackenzie**. v. 13, n. 5, p. 65-100, 2012.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 3, p. 159-178, 1968.

_____; SHIVAKUMAR, L. 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.

_____:_____. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 45, n. 2, p.324-349, Aug., 2008.

BAPTISTA, Evelyn Maria Boia. Gerenciamento de resultados e volatilidade histórica. In: **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro, Anpad, 2007. CD-ROM.**

_____. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. 2008. 303 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

_____. Ganhos em transparência versus novos instrumentos de manipulação: o paradoxo das modificações trazidas pela lei nº 11.638. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 234-239, 2009.

BARTH, M. E.; LANDSMAN W. R.; WAHLEN, J. M. Fair value accounting: effects on banks' earnings volatility, regulatory capital and value of contractual cash flows. **Journal of Banking and Finance**, v. 19, n. 2, p. 577-605, 1995.

BEAVER, W. H.; ENGEL, E. E. Discretionary behavior with respect to allowance for loan losses and the behavior of securities prices. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 177-206, 1996.

_____; MCNICHOLS, M. The characteristics and valuation of loss reserves of property casualty insurers. **Review of Accounting Studies**, v. 3, n.º 1/2, p. 73-95, 1998.

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

BECKER, C. L.; GATHER, U. The masking breakdown point of multivariate outlier identification rules. **Journal of the American Statistical Association**. v. 94, n. 447, p. 947-956. Sep. 1999.

BENEISH, M. D. Detecting GAAP violation: implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 3, n. 3, p. 271-309, 1997.

BIAGUÊ, P. B. M.; COSTA, F. M. Mudanças na distribuição de resultados intra anos: estudo de gerenciamento de resultados para pequenos lucros e pequenos prejuízos. *In*: CONGRESSO ANPCONT, 5., 2011, Vitória. **Anais ...**, Vitória: Anpcont, 2011. CD-ROM.

BISPO, O. N. de A. **Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras**. 2010. 145 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Ciências Econômicas, Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2010.

_____; LAMOUNIER, W. M. Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2011.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Empresas listadas**. 2013. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 27 out. 2013.

BONFIM, L. P. M.; SANTOS; PIMENTA JÚNIOR. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **RAUSP – Revista de Administração**, v. 42, p. 97-107, 2007.

BREUSCH, T.S.; PAGAN, A.R. The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **Review of Economic Studies**, Wiley Blackwell, v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980.

BURGSTHALER, D.; DICHEV, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p.99-129, dez. 1997.

CARDOSO, R. L.; MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil mediante decisões operacionais. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: Anpad, 2006. CD-ROM.

CHEN, K. Y.; LIN, K. L.; ZHOU, J. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. **Managerial Auditing Journal**, v. 20, n. 1, p. 86-104, 2005.

CHING, K.; FIRTH, M.; RUI, O. Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings in Hong Kong. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 2, n. 1, p. 73-98, 2006.

CHOW, G. C. Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions. **Econometrica**, v. 28, n. 3, p. 591-605, 1960.

COELHO, A. C. D.; LIMA, I. S. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e de capital aberto. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 44, n. 3, p. 207-221, 2009.

_____; LOPES, A. B. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Rev. adm. contemp.**, Curitiba , v. 11, n. 2, 2007 .

COLLINS, D. W.; KOTHARI, S. P. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, n. 2-3, p. 143-182, 1989.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L. Qualidade da auditoria e *earnings management: risk assessment* através do nível de *accruals* discricionários. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 19, n. 3, p. 69-93, 2008.

DEANGELO, L. E. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buy outs of public stockholders. **The Accounting Review**, v. 61, n. 3, p. 400-420, 1986.

DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n.2-3, p. 344-401, 2010.

_____; RICHARDSON, S. A.; TUNA, A. I. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. **Review of Accounting Studies**, v. 8, p. 355-385, June/September, 2003.

_____.; SKINNER, D. J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**. v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.

_____; SLOAN, R.G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting**

Review, v. 70, n. 2, p. 193-225. 1995.

DECOURT, R. F.; MARTINEWSKI, A. L.; PIETRO NETO, J. de. Existe gerenciamento de resultados nas empresas com ações negociadas na Bovespa? *In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 7., 2007. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2007. CD-ROM.

DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R., Earnings management to exceed thresholds. **Journal of Business**, v. 72, n. 1, p.1-33, 1999.

EASTON, P.; ZMIJEWSKI, M. Cross-sectional variance in the stock market response to accounting earnings measurements. **Journal of Accounting and Economics**, v. 11, p. 117-142, 1989.

FÁVERO, L. P. *et al.* **Análise de Dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FERREIRA, F. R. *et al.* Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 5, p. 488-501, 2012.

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

_____; PAULO, E.; PEREIRA, C. A. 2007. Estudo sobre o gerenciamento de resultados contábeis pelas companhias abertas e fechadas brasileiras. *In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS*, 1., 2007, Gramado. **Anais...** Gramado: Anpcont, 2007. CD-ROM.

GABRIEL, F.; CORRAR, L. J. Gerenciamento de resultados e de capital no sistema bancário brasileiro – uma investigação empírica nas aplicações em títulos e em valores mobiliários. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ** (online), v. 15, n. 2, p. 49-62, 2010.

GALDI, F. C., PEREIRA, L. M. Fair value dos derivativos e gerenciamento de resultados nos bancos brasileiros: existe manipulação? *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 7., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Ibmecc, 2007.

GIOIELLI, S. P. O. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa**. 2008. 107 f. Dissertação (Mestre em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

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

GRECCO, M. C. P. O efeito da convergência brasileira às IFRS no gerenciamento de resultados das empresas abertas brasileiras não financeiras. **BBR – Brazilian Business Review**, Vitória, v. 10, n. 4, art. 5, p.117-140, out./dez. 2013.

GUNNY, K. What are the consequences of real earnings management? **Working Paper**. Jan. 2005. Disponível em: <http://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker_papers/spring2005/Gunny_paper.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2013.

HAUSMAN, J.A. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, v.46, n.6, p. 1251-1271, 1978.

HEALY P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985.

_____; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p.363-383, 1999.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLANDA, A. P. **Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade nas companhias de capital aberto no Brasil**. 2012. 108 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2012.

JAGGI, B. *et al.* Earnings forecasts disclosure regulation and earnings management by IPO firms. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 26, n. 3, 2006.

JEANJEAN, T.; STOLOWY, H. Do accounting standards matters? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 27, n. 2, p. 480-494, 2008.

JOIA, R. M. **Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto**. 2012. 62 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 1, p. 193-228, 1991.

_____; _____; YANG, D. H. Joint tests of signaling and income smoothing through bank loan loss provisions. **Contemporary Accounting Research**, v. 21, n. 4, p. 843-884, 2004.

KANG, S.; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33, n. 2, p.353-367, 1995.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock markets, banks, and economic growth. **American Economic Review**, v. 88, n. 3, p. 537-556. Jun. 1998. Disponível em: <www.worldbank.org/research/interest/prr_stuff/working_papers/wp1690.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2011.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earning management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p.505-527, 2003.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2010.

_____; TUKAMOTO, Y. S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre companhias abertas brasileiras emissoras de ADR e não-emissoras de ADR. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 42, n. 1, p. 86-96, 2007.

MACHADO, M. C.; NAKAO, S. H. Diferenças entre o lucro tributável e o lucro contábil das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 3, p. 100-112, 2012.

MARTINEZ, A. L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 167 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

_____. Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do *income smoothing* no Brasil. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 2, n. 1, p. 9-25, 2006.

_____. Detectando o earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 19, n. 46, p.7-17, jan./abr. 2008.

_____; FARIA, M. P. Emissão de debêntures e earnings management no Brasil. **Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 1, p. 57-71, 2007.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATSUMOTO, A. S.; PARREIRA, E. M. Uma pesquisa sobre o gerenciamento de resultados contábeis: causas e consequências. **UnBContábil**, Brasília, v. 10, n. 1, p. 141-157, jan./jun. 2007.

MCKEE, T. **Earnings management**: an executive perspective. USA: Thomson, 2005.

MCNICHOLS, M. Research design issues in earnings management studies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, n. 4-5, p.313-345, 2000.

_____; WILSON, G. P. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, p.1-31, 1988.

MEHDI, I. K. El; SEBOUI, S. Corporate diversification and earnings management. **Review of accounting and finance**, v. 10, n. 2, p. 176-196, 2011.

MULFORD, C. W.; COMISKEY, E. E. **The financial numbers game: detecting creative accounting practices**. New York: John Willey Trade, 2002.

_____; SKINNER, D. J. Earnings momentum and earnings management. Michigan: **Working Paper University of Michigan and University of Illinois**, 1999.

NATIONAL ASSOCIATION OF CERTIFIED FRAUD EXAMINERS. **Cooking the books: what every accountant should know about fraud**. New York: Nasba, 1993.

NGO, A. D.; VARELA, O. Earnings smoothing and the underpricing of seasoned equity offerings. **Managerial Finance**, v. 38, n. 9, p.833-859, 2010.

OLIVEIRA, G. J. P.; BISPO, O. N. A. Qualidade da auditoria e gerenciamento de resultados contábeis em initial public offering (IPO). *In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – SEMEAD*, 12., 2009. São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2009.

PAE, J. Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Dordrecht, v. 24, n. 1, p. 5-22, fev. 2005.

PASTOR-LLORCA, M. J.; POVEDA-FUENTES, F. Earnings management and the long-run performance of Spanish initial public offering. Fevereiro, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880766>. Acesso em: 25 de novembro de 2013.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 469 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

_____; CAVALCANTE, P. R. N.; MELO, I. I. S. L. Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. **BBR – Brazilian Business Review**, Vitória, v. 9, n. 1, art. 1, p. 1- 26, jan./mar. 2012.

_____; CORRAR, L. J.; MARTINS, E. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 1, jan./mar. 2007.

_____; LEME, J. R. Gerenciamento de resultados contábeis e o anúncio dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, FURB, Blumenau, v. 5, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2009.

PETRONI, K. Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry. **Journal of Accounting and Economics**, v.15, p.485-508, 1992.

PIQUERAS, T. M. **Relação das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável (book-tax differences) e gerenciamento de resultados no Brasil**. 2010, 67 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.

RAMOS, M. G.; MARTINEZ, A. L. Governança corporativa e gerenciamento de resultados contábeis. **Revista Contemporânea em Contabilidade**. Florianópolis, ano 3, v. 1, n. 6, p. 143-164, jul./dez. 2006.

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

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

RODRIGUES, L. F. **Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012**. 2013. 100 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, 2013.

ROOSENBOOM, P.; VAN DER GOOT, T.; MERTENS, G. Earnings management and initial public offerings: evidence from the Netherlands. **The International Journal of Accounting**, v. 38, n. 3, p. 243-266, 2003.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings Management through Real Activities Manipulation. **Journal of accounting and Economics**, v. 42, p. 335-370, 2006.

SANTOS, E. S. Full IFRS x lei 11.638 (1ª fase) x lei 6.404: impacto esperado nos resultados de 2010 a partir das empresas que se anteciparam. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011.

SANTOS, J. S. G.; PEREIRA, C. C.; LUSTOSA, P. R. B. Impacto da projeção dos analistas de mercado nos resultados das IPO's brasileiras no período de 2004 a 2009. *In*: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA E CONTABILIDADE, 9., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2012.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, 1989.

SHEN, Z.; COAKLEY, J.; INSTEFJORD, N. Earnings management and IPO anomalies in China. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, March, 2011.

SILVA, R. L. M. **Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. 2013. 219 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SOUZA, A. T. Bolsa de valores como fonte de financiamento. **Revista FAE Business**, Rio de Janeiro, n. 6, ago. 2003. Disponível em: <www.fae.edu/publicacoes/fae_business.asp>. Acesso em: 27 set. 2012.

STOLOWY, H.; BRETON, G. Accounts manipulation: a literature review and proposed conceptual framework. **Review of Accounting and Finance**, v. 3, n. 1, p.5-12, 2004.

TAKAMATSU, R. T. **Accruals contábeis, persistência dos lucros e retorno das ações**. 2011. 106 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

TANG, T. Book-tax differences: a function of accounting-tax misalignment, earnings management and tax management empirical evidence from China. *In*: AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL MEETING, 2006, Washington DC. **Proceedings...**, Washington DC: American Accounting Association, 2006.

TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 6, , p. 1.935-1.974, Dec., 1998.

TRAPP, A. C. G. **A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados**. 2009. 141 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

TRUEMAN, B.; TITMAN, S. An explanation for accounting income smoothing. **Journal of Accounting Research**, v. 26 (Supplement), p. 127-139, 1988.

TUCKER, J. W.; ZAROWIN, P. A. Does income smoothing improve earnings informativeness? **The Accounting Review**, v. 81, n. 1, p.251-270, 2006.

VIEIRA, A. C. M.; OLIVEIRA, E. F. Abertura de capital das empresas no Brasil: o estudo de caso da Natura Cosméticos S. A. **Revista da Pós-Graduação Unifio**, [S.I.], p. 1-16, 2009. Disponível em: <<http://www.fieo.br/edifio/index.php/posgraduacao/article/viewFile/50/104>>. Acesso em: 25 set. 2012.

VIEIRA, R. B. **Impactos da implantação parcial das IFRS no Brasil**: efeitos na qualidade das informações contábeis das empresas de capital aberto. 2010. 75 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.

WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, p. 817-838, 1980.

**EMPRESAS QUE REALIZARAM OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES, DISTRIBUÍDAS
POR SEGMENTO DE LISTAGEM NA BM&FBOVESPA, NATUREZA DA OFERTA,
DATA DA OFERTA E SETOR ECONÔMICO – 2004/2013**

Ano	Empresa	Segmento de Listagem	Natureza da Oferta	Data da Oferta	Setor Econômico
2013	CPFL Renovav	Novo Mercado	Mista	19/07/2013	Utilidade Pública
2013	Smiles	Novo Mercado	Primária	29/04/2013	Consumo Cíclico
2013	Alupar	Nível 2	Primária	24/04/2013	Utilidade Pública
2013	Biosev	Novo Mercado	Primária	19/04/2013	Consumo Não Cíclico
2013	Senior Sol	Bovespa Mais	Mista	09/03/2013	Tecnologia da Informação
2013	Linx	Novo Mercado	Mista	08/02/2013	Tecnologia da Informação
2012	Unicasa	Novo Mercado	Mista	27/04/2012	Consumo Cíclico
2012	Locamerica	Novo Mercado	Mista	23/04/2012	Consumo Cíclico
2011	Abril Educa	Nível 2	Primária	26/07/2011	Consumo Cíclico
2011	Technos	Novo Mercado	Mista	01/07/2011	Consumo Cíclico
2011	Qualicorp	Novo Mercado	Mista	29/06/2011	Consumo Não Cíclico
2011	BR Pharma	Novo Mercado	Primária	27/06/2011	Consumo Não Cíclico
2011	Magaz Luiza	Novo Mercado	Mista	02/05/2011	Consumo Cíclico
2011	Time For Fun	Novo Mercado	Mista	13/04/2011	Consumo Cíclico
2011	IMC Holdings	Novo Mercado	Mista	09/03/2011	Consumo Cíclico
2011	QGEP PART	Novo Mercado	Primária	09/02/2011	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
2011	Autometal	Novo Mercado	Mista	07/02/2011	Bens Industriais
2011	Arezzo Co	Novo Mercado	Mista	02/02/2011	Consumo Cíclico
2010	Raia	Novo Mercado	Mista	20/12/2010	Consumo Não Cíclico
2010	HRT Petróleo	Novo Mercado	Mista	25/10/2010	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
2010	Renova	Nível 2	Primária	13/07/2010	Utilidade Pública
2010	Mills	Novo Mercado	Mista	16/04/2010	Construção e Transporte
2010	Ecorodovias	Novo Mercado	Mista	01/04/2010	Construção e Transporte
2010	OSX Brasil	Novo Mercado	Primária	22/03/2010	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
2010	Multiplus	Novo Mercado	Primária	05/02/2010	Consumo Cíclico
2009	Fleury	Novo Mercado	Primária	17/12/2009	Consumo Não Cíclico
2009	Direcional	Novo Mercado	Primária	19/11/2009	Construção e Transporte
2008	OGX Petroleo	Novo Mercado	Primária	13/06/2008	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
2008	Le Lis Blanc	Novo Mercado	Primária	29/04/2008	Consumo Cíclico
2008	Hypermarcas	Novo Mercado	Primária	18/04/2008	Consumo Não Cíclico
2008	Nutriplant	BOVESPA Mais	Primária	13/02/2008	Materiais Básicos
2007	Tempo Part	Novo Mercado	Mista	19/12/2007	Consumo Não Cíclico
2007	Laep	BDR	Primária	31/10/2007	Consumo Não Cíclico
2007	Helbor	Novo Mercado	Primária	29/10/2007	Construção e Transporte
2007	BR Brokers	Novo Mercado	Mista	29/10/2007	Construção e Transporte
2007	Agrenco	BDR	Primária	25/10/2007	Consumo Não Cíclico
2007	Marisa	Novo Mercado	Primária	22/10/2007	Consumo Cíclico
2007	Trisul	Novo Mercado	Primária	15/10/2007	Construção e Transporte

2007	Cosan Ltd**	BDR	Primária	17/08/2007	Consumo Não Cíclico
2007	Estacio Part	Nível 2	Mista	30/07/2007	Consumo Cíclico
2007	Providencia	Novo Mercado	Primária	27/07/2007	Materiais Básicos
2007	Springs	Novo Mercado	Mista	27/07/2007	Consumo Cíclico
2007	Triunfo Part	Novo Mercado	Mista	23/07/2007	Construção e Transporte
2007	Kroton	Nível 2	Mista	23/07/2007	Consumo Cíclico
2007	MRV	Novo Mercado	Mista	23/07/2007	Construção e Transporte
2007	Minerva	Novo Mercado	Mista	20/07/2007	Consumo Não Cíclico
2007	Tegma	Novo Mercado	Mista	03/07/2007	Construção e Transporte
2007	Marfrig	Novo Mercado	Mista	29/06/2007	Consumo Não Cíclico
2007	EZTec	Novo Mercado	Primária	22/06/2007	Construção e Transporte
2007	Log-In	Novo Mercado	Mista	21/06/2007	Construção e Transporte
2007	SLC Agricola	Novo Mercado	Mista	15/06/2007	Consumo Não Cíclico
2007	Wilson Sons	BDR	Mista	30/04/2007	Construção e Transporte
2007	Cremer	Novo Mercado	Mista	30/04/2007	Consumo Não Cíclico
2007	CR2	Novo Mercado	Primária	23/04/2007	Construção e Transporte
2007	Bematech	Novo Mercado	Mista	19/04/2007	Tecnologia da Informação
2007	Metal frio	Novo Mercado	Mista	13/04/2007	Bens Industriais
2007	JHSF Part	Novo Mercado	Primária	12/04/2007	Construção e Transporte
2007	Fer Heringer	Novo Mercado	Mista	12/04/2007	Materiais Básicos
2007	Even	Novo Mercado	Primária	02/04/2007	Construção e Transporte
2007	JBS	Novo Mercado	Mista	29/03/2007	Consumo Não Cíclico
2007	Ananguera	Nível 2	Mista	12/03/2007	Consumo Cíclico
2007	Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	12/02/2007	Consumo Não Cíclico
2007	Tecnisa	Novo Mercado	Mista	01/02/2007	Construção e Transporte
2007	Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	31/01/2007	Construção e Transporte
2007	PDG Realt	Novo Mercado	Mista	26/01/2007	Construção e Transporte
2006	Dufrybras	BDR	Secundária	20/12/2006	Consumo Cíclico
2006	Lopes Brasil	Novo Mercado	Secundária	18/12/2006	Construção e Transporte
2006	Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	11/12/2006	Tecnologia da Informação
2006	Odontoprev	Novo Mercado	Mista	01/12/2006	Consumo Não Cíclico
2006	Profarma	Novo Mercado	Mista	26/10/2006	Consumo Não Cíclico
2006	M.Diasbranco	Novo Mercado	Secundária	18/10/2006	Consumo Não Cíclico
2006	Santos Bras	Nível 2	Mista	13/10/2006	Construção e Transporte
2006	Klabinsegall	Novo Mercado	Mista	09/10/2006	Materiais Básicos
2006	MMX Miner	Novo Mercado	Primária	24/07/2006	Materiais Básicos
2006	Lupatech	Novo Mercado	Mista	09/05/2006	Bens Industriais
2006	CSU CardSyst	Novo Mercado	Mista	02/05/2006	Bens Industriais
2006	Equatorial	Nível 2	Mista	03/04/2006	Utilidade Pública
2006	Totvs	Novo Mercado	Mista	09/03/2006	Tecnologia da Informação
2006	Gafisa	Novo Mercado	Mista	17/02/2006	Construção e Transporte
2006	Copasa	Novo Mercado	Primária	08/02/2006	Utilidade Pública
2005	Cosan	Novo Mercado	Primária	18/11/2005	Consumo Não Cíclico
2005	Energias BR	Novo Mercado	Mista	13/07/2005	Utilidade Pública
2005	TAM S/A	Nível 2	Mista	14/06/2005	Construção e Transporte

2005	Localiza	Novo Mercado	Secundária	23/05/2005	Consumo Cíclico
2005	Renar	Novo Mercado	Primária	28/02/2005	Consumo Não Cíclico
2004	DASA	Novo Mercado	Mista	19/11/2004	Consumo Não Cíclico
2004	Grendene	Novo Mercado	Secundária	29/10/2004	Consumo Cíclico
2004	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	29/09/2004	Utilidade Pública
2004	ALL Amer Lat	Nível 2	Mista	25/06/2004	Construção e Transporte
2004	Gol	Nível 2	Mista	24/06/2004	Construção e Transporte
2004	Natura	Novo Mercado	Secundária	26/05/2004	Consumo Não Cíclico