

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –
FECAP**

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

SERGIO DE SOUZA

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NAS OFERTAS
SECUNDÁRIAS DE AÇÕES (SEO)**

São Paulo

2017

SERGIO DE SOUZA

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NAS OFERTAS
SECUNDÁRIAS DE AÇÕES (SEO)**

Artigo apresentada à Fundação Escola de Comércio
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a
obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Dr. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

S729g

Souza, Sergio de

Gerenciamento de resultados nas ofertas secundárias de ações (SEO) / Sergio de Souza. - - São Paulo, 2017.

35 f.

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Gerenciamento de resultados. 2. Ações (Finanças) 3. Oferta pública (Finanças) 4. Bolsa de Mercadorias & Futuros.

CDD 332.6322

Bibliotecária responsável: Elba Lopes CRB-8/9622

SERGIO DE SOUZA

**O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NAS OFERTAS SECUNDÁRIAS DE
AÇÕES (SEO)**

Artigo apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Adalto Barbacea Gonçalves
Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa

Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 28 de setembro de 2017.

Agradecimentos

A Deus, por me amar e dar-me vida, inteligência e vontade de avançar.

A minha mãe, Clarice e minha irmã, Ana Paula, pelo apoio constante, também nesse processo de obtenção desse título.

A meus amados filhos e netos por, mais uma vez, disporem do tempo que passaríamos juntos.

A Sônia, minha esposa, companheira, cúmplice, pelo precioso e presente apoio em tudo. Também abriu mão do tempo que poderíamos ter passado juntos e, como sempre, brindou-me com seu sorriso e com suas palavras de encorajamento

Resumo

Este estudo tem como objeto a investigação da prática do Gerenciamento de Resultados, através de companhias listadas na BM&FBovespa, que fizeram Ofertas Subsequentes de Ações, em inglês: *Seasoned Equity Offering*, SEO, no período de 01/04/2000 a 31/12/2016. Aplicando a metodologia anteriormente usada por Gioielli, Carvalho, e Sampaio (2013) foram coletados dados das demonstrações financeiras trimestrais do segundo trimestre de 2000 ao quarto trimestre de 2016. O Modelo de Jones Modificado com ROA foi o escolhido para a detecção do GR e os dados são analisados sob a forma de painel não balanceado. Em decorrência desse trabalho pode-se inferir que, na amostra e no método utilizados, as empresas não gerenciam seus resultados. Também foi possível detectar que algumas variáveis, ainda não utilizadas em estudos anteriores, podem explicar o Gerenciamento de Resultados. Espera-se, com esse trabalho, bem como com as sugestões dadas ao final, contribuir no progresso do tema e, também, para a diminuição da assimetria de informações.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; Ofertas secundárias de ações; Accruals discricionários; Modelo de Jones Modificado com ROA; Empresas listadas.

Abstract

The purpose of this paper is to investigate the practice of Earning Management (EM) through companies listed on the BM&FBovespa, which made Seed Equity Offer, SEO, from 01/04/2000 to 31/12/2016. Using a methodology previously used by Gioielli, Carvalho, and Sampaio (2013), data were collected from the quarterly financial statements for the second quarter of 2000 to the fourth quarter of 2016. The ROA Modified Jones Model was chosen for the EM detection and the data are analyzed in the form of unbalanced panel. As a result of this work, it can be inferred that, in the sample and method used, companies do not manage their earnings. It was also possible to detect that some variables, not yet used in previous studies, can explain the Earning Management. It is hoped, with this work, as well as with suggestions given at the end, to contribute to the progress of the topic and, also, to a decrease in the asymmetry of information.

Keyword: Earnings Management (EM); Seasoned Equity Offering, SEO; Discretionary Accruals; ROA Modified Jones Model; Companies Listed.

1 Introdução

No processo de atração de investidores, as demonstrações financeiras têm papel essencial. Nesta e em outras situações, as empresas, através de seus gestores, podem ter interesse em expor uma situação diferente da efetiva; a essa prática dá-se o nome de Gerenciamento de Resultados. O Gerenciamento de Resultados (GR) ocorre quando os administradores usam julgamento subjetivo, nos relatórios financeiros e na estruturação de transações para relatórios financeiros, para induzir a erro algumas partes interessadas, os stakeholders, sobre o desempenho da empresa, alterando resultados, especialmente no resultado do exercício e em operações de curto prazo, que dependem de julgamento contábil (Healy & Wahlen, 1999).

Por outro lado, há várias formas disponíveis para que as empresas obtenham recursos: empréstimos em instituições financeiras (financiamento por dívidas); emissão de debêntures ou de ações (financiamento por emissões); e, ainda, a opção interna de retenção de lucros (Sena, Azevedo, & Lucena, 2015). Caso a opção seja o mercado de capitais, devem ser seguidos os procedimentos para a oferta pública de ações. A primeira oferta pública de ações é chamada de Oferta Pública Inicial, em inglês: *Initial Public Offering*, IPO; e todas as posteriores são chamadas de Ofertas Subsequentes de Ações, em inglês: *Seasoned Equity Offering*, SEO (Ross, Westerfield, Jaffe, & Lamb, 2015). Guimarães, Bispo, Soares, e Marques (2013) acrescentam que o financiamento via mercado de capitais traz novos sócios para a empresa, conseqüentemente, novo financiamento para suas atividades e, ainda, compartilhamento dos riscos da operação com esses novos investidores.

Por conseqüência, surge a questão de pesquisa que orienta o presente trabalho: **há gerenciamento de resultados nas ofertas secundárias de ações (SEO)?**

O objetivo geral desta pesquisa é testar empiricamente a relação entre as ofertas secundárias de ações (SEO) e o gerenciamento de resultados (GR), ou seja, verificar as oscilações do GR nas proximidades do trimestre em que ocorre o SEO, em relação a situações fora desse período. Para tanto, serão utilizados dados das demonstrações financeiras do primeiro trimestre de 2000 ao quarto trimestre de 2016, referentes a 746 empresas, ativas e inativas, listadas na BM&FBovespa, bem como os dados de 163 ofertas secundárias de ações, de 109 empresas, ocorridas desde abril de 2000 a dezembro de 2016.

O estudo mostra-se relevante, pois a contabilidade exerce importante papel no desenvolvimento dos mercados de capitais (Martinez, 2001); as demonstrações financeiras influenciam as decisões de investimento e crédito dos stakeholders e é importante que sejam

geradas com transparência e confiabilidade, essenciais para o crescimento do mercado de capitais no país, ou seja, não havendo a percepção de que o resultado é a expressão da vontade dos gestores da companhia, o investidor poderá decidir por aumentar sua participação nesse mercado.

Espera-se, portanto, contribuir, mostrando se em determinados períodos ao redor da data do SEO o comportamento das companhias é diferente em relação ao das mesmas companhias fora desses períodos, bem como ao de outras companhias em qualquer período, porém sem SEO. Além disso, espera-se que este estudo contribua com os stakeholders no entendimento das práticas de GR, assim como na correta interpretação das oscilações dos resultados divulgados pelas corporações.

Há muitas informações importantes para análise nas demonstrações financeiras; dentre as principais está o resultado do exercício, evidenciado na Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), por ser um relevante indicativo de desempenho. Martinez (2001) afirma que parte desse resultado pode decorrer de ajustes contábeis de natureza discricionária e sem correlação com a realidade do negócio. O autor também afirma que isso não é necessariamente um problema, uma vez que a teoria contábil admite a hipótese de existirem resultados diversos, obtidos conforme o tratamento dado na origem da informação que, certamente, leva em conta a quais usuários ela se destina, porém, sob a ótica da assimetria da informação, o resultado pode não estar dentro dos parâmetros esperados por esses usuários da informação contábil. Paulo (2007) afirma que a assimetria da informação ocorre quando um ou mais agentes econômicos têm melhores informações sobre um ativo em relação a outros agentes.

Entretanto, segundo, Healy e Wahlen (1999), o GR não pode ser confundido com fraude, pois sua prática é prevista tanto pelas normas contábeis, como pela legislação tributária. Formigoni, Antunes, e Paulo (2009) afirmam que os julgamentos dos administradores, ao usar da discricionariedade sobre os números contábeis, influenciam as “escolhas oportunistas”, ou seja, aquelas que atendem aos seus interesses. Formigoni, Antunes, Paulo, e Pereira (2012) asseveram que a contabilidade, sob a perspectiva da Teoria da Agência, deve participar na limitação dos problemas, reduzindo a assimetria de informações entre o agente e o principal.

Coelho e Lopes (2007) argumentam que, enquanto os proprietários, adotando uma postura de eficiência econômica, buscam a maximização do valor da empresa, os gestores, atuando em consonância com seus próprios interesses, tendem a assumir posição oportunística, escolhendo práticas contábeis que lhes garantam a consecução desse objetivo.

Paulo (2007) afirma que, embora as empresas sejam compostas por pessoas que têm ciência que suas riquezas particulares dependem do sucesso dessa empresa na competição com outras, cada agente espera maximizar sua riqueza própria e não a de outros agentes relacionados com a empresa (stakeholders). De acordo com Coelho e Lopes (2007) a avaliação no grau de apropriações discricionárias é um método frequentemente utilizado pelos pesquisadores para a detecção de GR pelos gestores.

Marcelli (2013) argumenta que o aumento do número de empresas brasileiras no mercado de capitais fez com que os órgãos reguladores intensificassem suas ações para proteger os investidores contra essa prática de empresas que manipulam suas demonstrações financeiras em proveito próprio. Martinez (2013) e Erfurth e Bezerra (2012) constataam ter havido, na última década e em nível global, um significativo aumento da pesquisa acadêmica em GR, embora o tema não seja recente. Martinez (2013) constata, ainda, que os primeiros trabalhos publicados sobre esse tema datam da década de 1980, surgindo, a partir deles, as principais métricas de detecção de manipulações. Prado (2013) acrescenta que o desenvolvimento da pesquisa e, conseqüentemente, de ferramentas para diminuição da assimetria de informações, fortalecerá o emergente mercado de capitais brasileiro.

Após essa introdução, segue a revisão de literatura sobre GR e *accruals*. Na sequência é apresentada a metodologia da pesquisa e, também, as variáveis utilizadas. Em seguida são discutidos os resultados e, ao final, são destacadas as conclusões da pesquisa.

2 Referencial Teórico

2.1 Gerenciamento de Resultados

O GR, segundo Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013), é uma intervenção intencional nos relatórios financeiros, a fim de que os mesmos não representem a realidade do negócio; afirmam ainda que a detecção de GR é especialmente importante no momento de um IPO. Por analogia, podemos entender que o mesmo se aplica ao similar momento do SEO. As demonstrações financeiras são peças importantes nos processos de oferta de ações ao mercado e presume-se que, caso elas não reflitam a realidade do negócio, o investidor poderá pagar por essas ações um valor acima do valor justo.

Numa abordagem mais ampla, Martinez e Cardoso (2009) conceituam o gerenciamento de informações (não apenas o de resultados), como escolhas contábeis e tomada de decisões operacionais com o fim específico de gerar e divulgar demonstrações contábeis com resultados diferentes daqueles que seriam mostrados sem a adoção dessas práticas. Explicam que o objetivo desejado, o de gerenciar os números dos demonstrativos

financeiros, pode ser atingido através de decisões contábeis ou de decisões operacionais. Observam, ainda, que não há consenso sobre qual a melhor nomenclatura para a prática deste gerenciamento e que, no referido artigo, preferem denominá-lo *Gerenciamento de Informação Contábil*, por ser mais abrangente do que gerenciamento de resultado, visto que este último abrange somente as decisões dos gestores voltadas à melhor adequação do resultado, enquanto que aquele abrange também as decisões orientadas à adequação de toda a peça contábil ao objetivo desejado.

Complementarmente, Martinez (2013) identifica o GR como fruto da atividade de administradores, que usam de julgamento na divulgação de informações e na estruturação de transações, com o intuito de modificar os demonstrativos financeiros, para dar aos stakeholders uma percepção alterada das atividades da empresa, a fim de alcançar resultados esperados nos negócios que usem como base esses relatórios. Coelho e Lopes (2007) afirmam que a questão deve ser o quanto esses julgamentos e decisões estão alinhados com as expectativas do mercado.

Martinez (2001) sustenta que há várias modalidades de gerenciamento dos resultados contábeis, sendo três as principais: (a) *target earnings*, quando se gerencia para aumentar ou diminuir os resultados contábeis a fim de se atingir certas metas e referências; (b) *Income Smoothing*, quando se gerencia para reduzir a variabilidade dos resultados contábeis, ou seja, para se evitar excessiva variação; e (c) *big bath accounting*, quando se gerencia para reduzir o lucro corrente, de modo a aumentar o lucro futuro.

Quanto às motivações, Murcia e Wuerges (2011) sustentam que o GR pode ter várias razões econômicas, dentre elas:

- a. Aumentar lucros para aumentar remunerações;
- b. Aumentar lucros para manter projeções de analistas de mercado;
- c. Aumentar lucros para melhorar a relação Passivo x PL, no que se refere a *covenants* de dívidas;
- d. Diminuir lucros para diminuir os impostos, decorrentes, a pagar;
- e. Diminuir o lucro para não despertar atenção;
- f. Diminuir o lucro para coibir a entrada de concorrentes.

A Figura 1 ilustra essas motivações, segundo Murcia e Wuerges (2011):

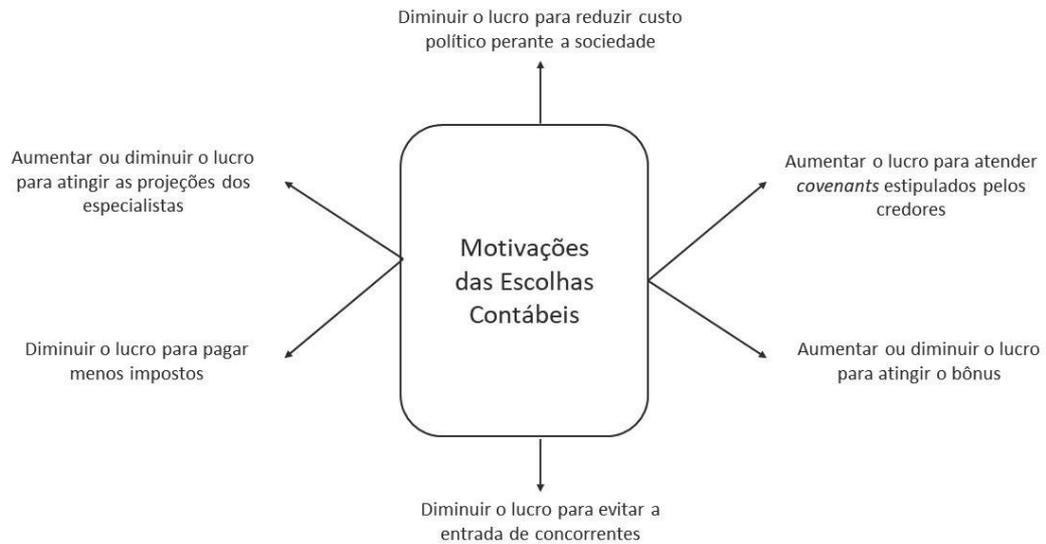


Figura 1. Motivações das escolhas contábeis

Fonte: Adaptado de “Accounting choices in the brazilian market: Voluntary disclosure versus earnings management”, de F. D.-R Murcia e A. Wuerges, 2011, *Revista Universo Contábil*, 7, pp. 28-44.

Healy e Wahlen (1999) também indicam as prováveis causas de os gestores optarem pelo GR: (a) para alterar a percepção de risco a respeito da empresa, induzindo os investidores a ter menores expectativas sobre lucros futuros; (b) para adequar os lucros aos interesses dos executivos que têm remunerações variáveis, contratualmente vinculadas aos resultados contábeis, bem como para adequar os lucros às necessidades de se obter melhores limites de crédito com prazos e custos mais atrativos ou, ainda, para adequação às cláusulas restritivas de proteção de credores; (c) para fugir de cláusulas restritivas ou para fugir da tributação.

Coelho e Lopes (2007) consideram que o GR poderá, também, estar ligado a instrumento de governança corporativa, para obter informação contábil com o objetivo de administrar conflitos de agência e de assimetria de informação entre os grupos de interesse na empresa. Analisam que o GR não ocorre apenas para aumentar o lucro efetivo, mas pode, ainda, ser usado para reduzi-lo, para administrar lucros de monopólios, bem como para demonstrar menor risco, ou seja, alisamento de lucros. Acrescentam, ainda, que pode também ocorrer que os gestores recém-admitidos se interessem por demonstrar prejuízos imediatamente anteriores à sua entrada para, no futuro mostrar lucros produzidos por sua eficiente gestão.

Paulo (2007) defende que a manipulação das informações, o GR, pode trazer prejuízos para diversos usuários da informação contábil, citando como exemplos os investidores, os analistas financeiros, as instituições de crédito e financiamento, entidades reguladoras do

mercado e de profissões contábeis, entidades fazendárias, entidades sindicais e entidades não governamentais. Por outro lado, afirma que, pelo menos em teoria, pode se considerar que o GR tem um papel econômico importante e que pode ser uma resposta a uma má regulamentação contábil.

Por fim, Gioielli et al. (2013) afirmam que a detecção do GR pode ser impossível, caso a análise seja feita apenas no balanço fiscal anual, uma vez que tanto a inflação como a reversão de resultados podem ser feitas dentro do mesmo exercício.

Mostrar, através das demonstrações financeiras, uma situação adequada para a oferta de ações, primária ou secundária, pode mover os administradores da companhia a praticar o GR para que essa oferta atinja os fins desejados e as ações da companhia sejam vendidas ao preço pretendido.

2.2 Accruals

Martinez (2013) afirma que há duas categorias em GR: GR por *accruals* (GRA) e GR por decisões operacionais (GRDO); sustenta que há diferenças fundamentais entre elas, especialmente o impacto no fluxo de caixa operacional e que, sabendo-se que o lucro pode ser dividido em duas unidades, fluxo de caixa e *accruals*, o gestor terá essas alternativas para produzir o GR. Garante que as decisões de cunho operacional têm impacto direto no fluxo de caixa, o que, via de regra, não acontece com os *accruals*. Da mesma forma, Cupertino (2013) divide o GR em duas categorias, enfatizando que o GRDO, é executado durante o exercício, de acordo com a concepção dos administradores sobre esse período, tanto da forma como as atividades serão desenvolvidas, como em relação ao resultado desejado; quanto ao GRA, destaca que esta prática acontece no período compreendido entre o encerramento do exercício e a divulgação dos relatórios financeiros. O autor destaca que o GRDO é uma forma *ex ante* de GR, enquanto que o GRA é *ex post*.

Há, segundo Martinez (2001), evidente confronto entre o regime de competência, em que o reconhecimento de receitas e despesas é feito de acordo com sua realização, e o regime de caixa, em que o reconhecimento ocorre com a movimentação nas contas de disponibilidades. Apesar disso, observa o autor, é importante o reconhecimento de despesas e receitas no regime de competência, bem como os acréscimos e decréscimos de ativos e passivos, pois são importantes para a determinação do desempenho das empresas, no exercício e de um exercício a outro(s). Dessa maneira, o autor conceitua *accruals* como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido, ou seja, os *accruals* (acumulações) seriam as contas de resultado que, embora tenham sido consideradas no cálculo do lucro, ou

prejuízo, não têm relação com as contas de disponibilidades. A Tabela 1 demonstra essa afirmação do autor.

Tabela 1
Acumulações (*accruals*)

Acumulações Totais	=	Lucro Líquido (-) Fluxo de Caixa Líquido Operacional
Lucro Líquido	=	Fluxo de Caixa Líquido Operacional + Acumulações

Coelho e Lopes (2007) concluem que a questão central das acumulações está na intenção de efetuar a apropriação. Caso ela seja feita para atender aos padrões contábeis ou, ainda, se é escolhida para a redução da assimetria informacional entre as partes interessadas, elas são não-discrecionárias; caso contrário, ou seja, se essa apropriação é feita para atender aos interesses dos gestores a fim de enganar as outras partes interessadas nas peças contábeis, são discrecionárias. A Tabela 2 exemplifica esta situação.

Tabela 2
Acumulações Totais

Acumulações Totais	=	Lucro Líquido (-) Fluxo de Caixa Líquido Operacional
Acumulações Totais	=	Acumulações não-discrecionárias + Acumulações discrecionárias

Por outro lado, Gioielli et al. (2013), dissertando sobre acumulações (*accruals*) totais, inferem que elas podem ser correntes e não correntes. Isso ocorre, pois nem todas as acumulações têm, na escrituração contábil, contas do ativo circulante ou do passivo circulante como contrapartida. Citam, como exemplos de ajustes por acumulações correntes, o reconhecimento de receitas de vendas anteriores à respectiva entrada do valor nas contas de disponibilidades, bem como o reconhecimento diferido de despesas em operações de adiantamento a fornecedores. Como exemplos de ajustes por acumulações não correntes, citam a depreciação desacelerada, a diminuição de taxas diferidas e a realização de ganhos incomuns à operação da empresa. Da mesma forma, Martinez (2001) esclarece que acumulações correntes são aquelas contas de resultado que têm, como contrapartida, contas do ativo circulante ou do passivo circulante, enquanto que as não correntes têm como contrapartida contas que não pertencem ao ativo circulante ou ao passivo circulante. Para o autor nada existe de errado no uso dos *accruals*, uma vez que são utilizados para que as demonstrações contábeis reflitam a situação econômica da empresa, independente da movimentação financeira. O problema, segundo ele, acontece quando o administrador aumenta ou diminui, indiscriminadamente, essas acumulações (*accruals*) com o objetivo de manipular o lucro para obter os fins desejados.

De acordo com Paulo (2007), os *accruals* discricionários são aqueles que manipulam o resultado contábil, enquanto que os *accruals* não-discricionários são aqueles inerentes à atividade da empresa. O autor afirma que a maior dificuldade nos métodos de detecção de GR está, justamente, na forma de decomposição dos *accruals*. A Figura 2 ilustra as acumulações discricionárias e não-discricionárias.

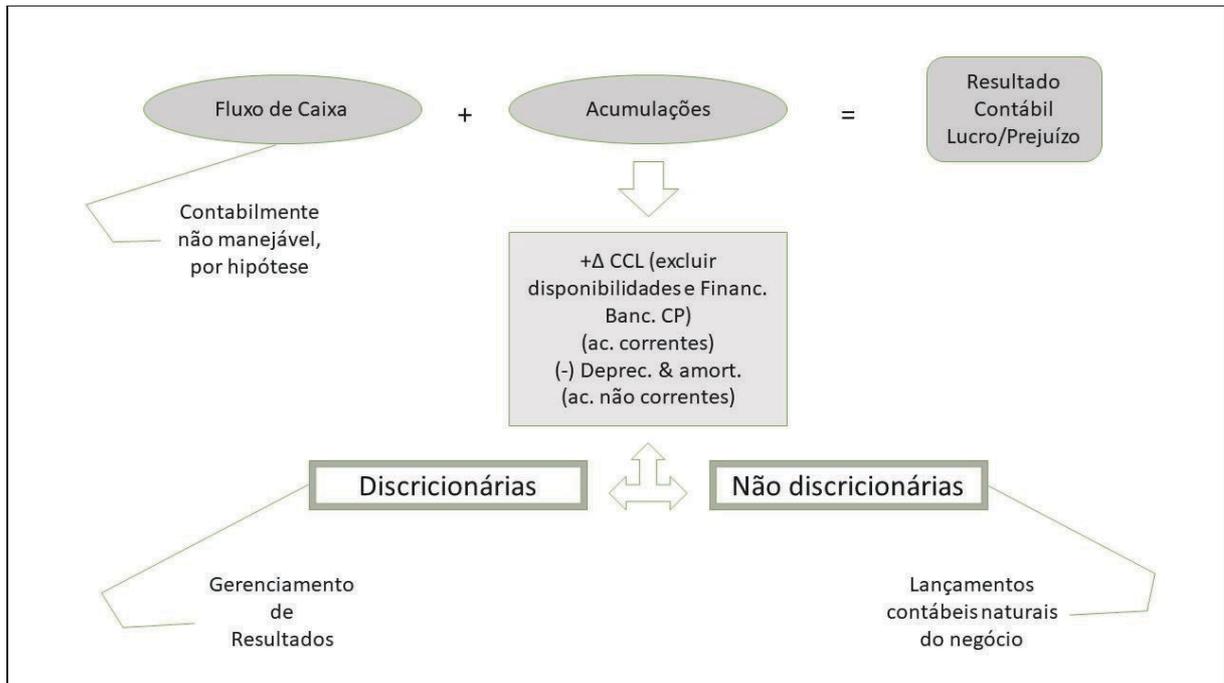


Figura 2. Composição do Lucro Líquido

Fonte: Adaptado de “Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras”, de A. L. Martinez, 2001, *Universidade de São Paulo*, p. 19.

Sobre as acumulações, Martinez (2001) afirma que a diferença entre os resultados apurados pelo regime de competência e o regime de caixa tende, no tempo, a ser zero, e que a diferença entre eles é o tempo de reconhecimento de receitas e despesas. Afirma, ainda, que esse fato apenas demonstra que o GR nada é além de outra maneira de tratar as diferenças entre os dois sistemas; é apenas uma questão de adequação e remanejamento de resultados na linha do tempo, de acordo com as conveniências dos administradores.

Gioielli et al. (2013) afirmam que, mesmo que a variação das acumulações for positiva e, portanto, sugerirem que os resultados encontrados sejam maiores que o do fluxo de caixa, elas, individualmente, não são evidência de GR. Os autores listam diversos métodos usados para separar as acumulações não-discricionárias (decorrentes da atividade normal da empresa) das discricionárias (aquelas usadas com a intenção de alterar os resultados contábeis segundo

a conveniência de seus gestores). Citam os métodos de Angelo (1986), Dechow, Sloan, e Sweeney (1995), Healy (1985), Kang e Sivaramakrishnan (1995), Kothari, Leone, e Wasley (2005) e Jones (1991), considerando que esses processos são similares a um estudo de evento. Acrescentam que para estimar as acumulações não correntes, usaram três métodos: o *Modelo de Jones*, o *Modelo de Jones Modificado* (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995), com ajustes sugeridos por Kothari, Leone, e Wasley (2005), e o *Modelo de Jones Modificado com ROA* (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995), com ajustes sugeridos por Kothari, Leone, e Wasley (2005).

2.3 As pesquisas sobre gerenciamento de resultados

Segundo Martinez (2013), a pesquisa sobre GR, embora recente, revela que o tema é vasto e diversificado. O autor acrescenta que no Brasil, assim como no mundo, há uma expansão na literatura sobre esse assunto, em função do maior acesso a dados econômicos e financeiros das empresas.

Gioielli et al. (2013) pesquisaram, usando as acumulações discricionárias correntes, a dinâmica do gerenciamento de resultado em torno da data do IPO em empresas investidas por fundos de *private equity/venture capital*. Concluíram, analisando oito trimestres, que o GR ocorre especialmente na fase do IPO, ou seja, dos três trimestres anteriores, ao segundo trimestre posterior ao IPO, e que a incidência de GR é significativamente menor nas empresas financiadas por *private equity/venture capital*.

Martinez (2013), em *survey* de literatura sobre GR, identifica implicações, motivações, incentivos e conclusões de vários trabalhos publicados sobre o tema.

Almeida-Santos, Verhagem, e Bezerra (2011), pesquisando sobre o GR por meio de despesas operacionais das companhias brasileiras abertas no setor de siderurgia e metalurgia, bem como se a governança corporativa nessas empresas é um incentivo ou contra incentivo para essa prática, encontraram evidências de GR por meio de decisões operacionais (GRDO).

Lopes e Tukamoto (2007), pesquisando sobre o GR e fazendo uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e as não emissoras, não encontraram evidências de diferença nos níveis de GR entre os dois tipos de companhias analisados.

Formigoni et al. (2009), em pesquisa sobre as diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável (*book-tax differences*), buscaram como explicação para essa diferença o gerenciamento de resultado contábil e/ou o gerenciamento de tributos ou nenhum deles. Os resultados obtidos não puderam explicar, através das hipóteses postas, as diferenças entre os dois tipos de lucro.

Paulo (2007), em pesquisa para a reflexão e discussão sobre a qualidade das informações contábeis, tendo como foco o estudo sobre a manipulação das informações contábeis, através de escolhas contábeis ou decisões operacionais, analisando especificamente os modelos operacionais da literatura corrente, normalmente utilizados nas pesquisas empíricas para identificar a prática discricionária dos gestores, concluiu, dentre outros resultados, que (a) os modelos não controlam adequadamente as mudanças causadas pelas condições econômicas; (b) não consideram as mudanças normais das atividades operacionais das empresas; (c) não controlam a variação de preços ao longo do tempo; (d) que as variáveis utilizadas para controlar o ambiente econômico podem estar contaminadas pelo GR; (e) que algumas variáveis conduzem à identificação de *accruals* discricionários, mesmo que tal prática não ocorra. Concluiu, portanto, que os modelos têm baixo poder explicativo, sendo o modelo Setorial o de menor capacidade preditiva para analisar os *accruals*. Por fim, propôs seu próprio modelo para a estimação de *accruals* que, embora considere complexo e não parcimonioso, seria capaz de cobrir as deficiências dos outros modelos analisados.

Nardi e Nakao (2009), em pesquisa com o objetivo de estudar a relação entre o GR e o custo da dívida das empresas brasileiras abertas, no período de 1996 a 2007, concluíram que o custo da dívida não influencia o GR, mas há relação positiva que mostra que o GR influencia o custo da dívida.

3 Metodologia

3.1 Medidas de gerenciamento de resultados

Gioielli et al. (2013) constata que o GR não é diretamente observável. Adicionalmente, Paulo (2007) discorre que a detecção do GR é obtida mediante a estimação dos *accruals* discricionários e apresenta os principais modelos utilizados nessa detecção. Gioielli et al. (2013) conceituam *accruals* (acumulações) como a diferença entre o lucro líquido e o caixa operacional líquido, acrescentando que essas acumulações podem ser correntes e não-correntes. Em concordância, Teoh, Welch, e Wong (1998) afirmam que, enquanto os *accruals* não correntes envolvem os ativos de longo prazo, como, por exemplo, a depreciação acelerada, a diminuição das taxas diferidas e a realização de ganhos incomuns, os *accruals* correntes envolvem os ativos e passivos circulantes, suportando operações cotidianas da empresa, como, por exemplo, o reconhecimento de receitas de vendas antes da entrada do respectivo valor em seu caixa, o reconhecimento a menor da provisão para devedores duvidosos e o reconhecimento diferido de despesas no adiantamento a fornecedores. Por ter

maior acesso às acumulações correntes sobre as não-correntes, continuam os autores, as primeiras são as mais utilizadas, pelos gestores, para o GR.

No presente estudo, assim como no de Gioielli et al. (2013) serão utilizadas as acumulações discricionárias correntes, como *proxy* do GR, buscando-se as mudanças não justificáveis. Os motivos de tal escolha são: (a) maior fragilidade à manipulação das contas de curto prazo; (b) a não-obrigatoriedade, na legislação brasileira, da divulgação trimestral de dados essenciais para o cálculo das acumulações não-correntes como, por exemplo, a depreciação dos ativos. Para Gioielli et al. (2013), quando não estão disponíveis as demonstrações de fluxo de caixa, o cálculo das acumulações é feito mediante a variação dos ativos circulantes, menos a variação dos passivos circulantes, observando-se que, para isso, é necessário que haja dois balanços consecutivos. Martinez (2013) anui com esta posição, acrescentando que a obrigatoriedade da Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) só passou a vigorar com o advento da Lei 11.638/2007 que, por sua vez, só produziu efeitos a partir de 2010.

Segundo Gioielli et al.(2013),o fato de haver acumulações positivas não significa que houve GR, uma vez que elas podem significar somente a existência de registros compatíveis e consistentes com o regime contábil de competência (*accrual basis*). O GR ocorre quando os gestores, usando da discricionariiedade, aumentam ou diminuem as acumulações a fim de não mostrar a verdadeira situação econômico-financeira da empresa. Por isso, para se constatar se houve ou não GR é necessário decompor as acumulações em não-discricionárias (regular, ordinária), decorrentes da atividade normal da empresa e utilizadas para melhor mensurar o resultado; e discricionárias (irregular, extraordinária), aquelas usadas para manipular os resultados. Vários modelos, em diversas metodologias, foram desenvolvidos para decompor as acumulações. Eles são citados por Gioielli et al. (2013), Martinez (2013) e Paulo (2007), que, dentre outros, citam os modelos de Angelo (1986), Dechow et al. (1995), Healy (1985), Kang e Sivaramakrishnan (1995), Kothari, et al. (2005) e Jones (1991). Para Gioielli et al. (2013) o que esses modelos reproduzem é similar a um estudo de evento, criando-se um grupo de controle, a partir do qual aspectos de natureza operacional e financeira são usados para a estimação das acumulações normais (não-discricionárias) para o grupo tratado. Depois disso, as acumulações normais (discricionárias – GR) são estimadas como sendo a diferença entre as acumulações observadas e as não discricionárias.

Nesse trabalho, usamos o *Modelo de Jones Modificado com ROA* (Retorno sobre Ativos), de Dechow et al. (1995), com ajustes sugeridos por Kothari et al. (2005). Sobre as

formas de detecção, Gioielli et al. (2013) afirmam que as acumulações não-discrecionárias (preditas) podem ser encontradas por séries de tempo ou em corte seccional.

Bartov, Gul, e Tsui (2000) e Subramanyam (1996) demonstram desempenho superior em aplicações em corte seccional do *Modelo de Jones Modificado*. Por essa razão, este estudo utiliza a análise em corte seccional para a estimação das acumulações (*accruals*) não discrecionárias.

Gioielli, Carvalho, e Sampaio (2013) demonstram a fórmula de cálculo das acumulações correntes (*Acumulações_Correntes* ou *AcC*) para a empresa *i* no tempo *t*, $AcC_{i,t}$, da seguinte forma:

$$AcC_{i,t} = (AC_{i,t} - AC_{i,t-1}) - (PC_{i,t} - PC_{i,t-1})$$

Onde:

$AC_{i,t}$ refere-se aos Ativos Circulantes da empresa *i* no trimestre *t*, excluindo-se as disponibilidades; e

$PC_{i,t}$ refere-se aos Passivos Circulantes na empresa *i* no trimestre *t*, excluindo-se os financiamentos de curto prazo.

O *Modelo de Jones Modificado com ROA*, um dos modelos utilizados para cálculo do GR, é descrito da forma abaixo, por Sincerre, Sampaio, Fama, e Santos (2015):

$$\frac{Acumulações_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 (ROA_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$AT_{i,t-1}$ é o Ativo Total da empresa *i* no trimestre *t-1*;

$RL_{i,t}$ são as receitas líquidas da empresa *i* no trimestre *t*;

$CR_{i,t}$ são as contas a receber da empresa *i* no trimestre *t*;

$ROA_{i,t}$ é o retorno sobre os ativos da empresa *i* no trimestre *t*.

3.2 Fases do SEO

Para o estudo do processo de GR em SEO, esse estudo, assim como os estudos de Domingos, Ponte, e Paulo (2015), Gioielli et al. (2013), Rangan (1998) e Wongsunwai (2013), utiliza quatro fases ao redor da data do SEO, conforme demonstrado na Tabela 3 e na Figura 3:

Tabela 3
Fases Pesquisadas

Fase	Observações	Expectativa
<i>Pré-SEO</i>	Duas observações trimestrais, calculadas com base nos dois balanços precedentes ao último antes do SEO	Baixos níveis de manipulação de resultados (Gioielli et al., 2013)
<i>SEO</i>	Duas observações trimestrais, calculadas com base no balanço imediatamente anterior ao SEO e no balanço imediatamente posterior	Forte possibilidade de gerenciamento nesse período (Rangan, 1998)
<i>Lockup</i>	Duas observações trimestrais, referentes aos dois balanços imediatamente posteriores ao balanço do trimestre em que aconteceu o SEO	Possibilidade de GR em função da necessidade de manutenção do preço da ação, pois os insiders pretendem vendê-las. (Rangan, 1998)
<i>Pós Lockup</i>	Duas observações trimestrais, referentes aos balanços do terceiro e quarto trimestres imediatamente posteriores ao balanço do trimestre em que ocorreu o SEO	Não há mais incentivo para GR (Gioielli et al., 2013), portanto menor possibilidade de GR

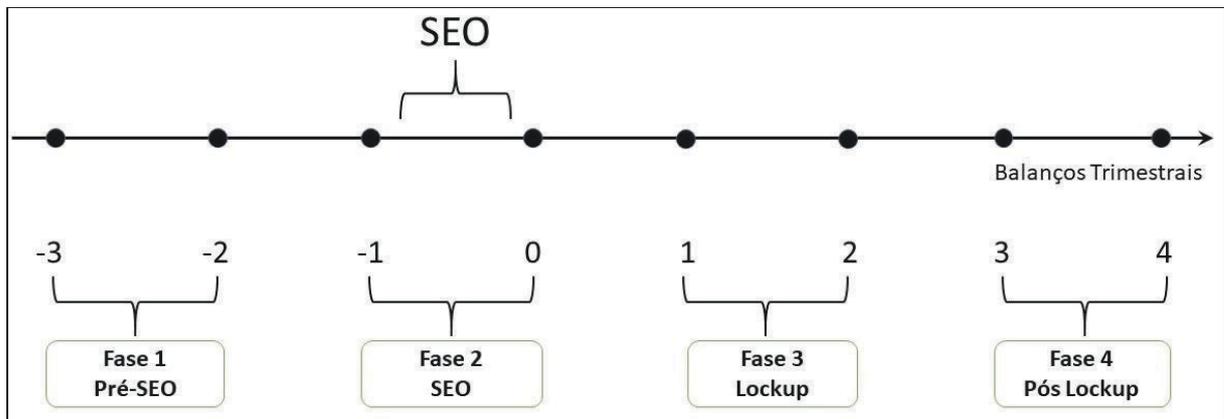


Figura 3. Fases da Pesquisa

Fonte: Adaptado de “Gerenciamento de resultados contábeis em Ofertas Públicas de Ações”, de S.R.M. Domingos et al, 2015, *XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, p. 4.

Segundo Rangan (1998), a tendência à manipulação de resultados é mais forte no trimestre imediatamente anterior à oferta de ações, por ser este o trimestre em que os administradores esperam que a empresa tenha excelente julgamento na análise de seus demonstrativos financeiros. Acrescente-se que a reversão de resultados gerenciados no período imediatamente posterior à oferta pode motivar processos contra a empresa e seus administradores, sem prejuízo de sanções financeiras e operacionais (Gioielli et al., 2013).

3.3 Variáveis utilizadas

Neste trabalho é utilizado o *Modelo de Jones Modificado com ROA* e as variáveis de controle para a heterogeneidade da empresa estão demonstradas na Tabela 4:

Tabela 4

Lista de variáveis utilizadas

Variável	Descrição
<i>GR</i>	É o resultado obtido, em cada observação trimestral, na aplicação do <i>Modelo de Jones Modificado com ROA</i> .
<i>Tamanho_{i,t}</i>	É o logaritmo natural dos ativos totais da empresa <i>i</i> no trimestre <i>t</i> (em milhares de reais).
<i>Crescimento_i</i>	É a variação da receita operacional bruta da empresa <i>i</i> , entre os trimestres <i>t-1</i> e <i>t</i> .
<i>Alavancagem_{i,t}</i>	Alavancagem da empresa <i>i</i> no trimestre <i>t</i> , calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e os ativos totais.
<i>ROA_{i,t}</i>	Retorno sobre os ativos da empresa <i>i</i> entre os trimestres <i>t-1</i> e <i>t</i> , calculado como a razão entre o lucro líquido e os ativos totais, no mesmo trimestre.
<i>Varp_Estoques_{i,t}</i>	É a variação dos estoques da empresa <i>i</i> entre os trimestres <i>t-1</i> e <i>t</i> , ponderados pelos ativos totais no final do período <i>t-1</i> .
<i>Auditorb4</i>	Variável <i>dummy</i> que assume o valor um, se a empresa <i>i</i> teve suas demonstrações financeiras auditadas por uma das líderes no mercado de auditoria; e zero, caso contrário. Nesse trabalho as líderes de mercado, no período de 2000 a 2002, são as denominadas <i>Big Five</i> (Arthur Andersen, Pricewaterhouse, Ernst & Yong, Deloitte Touche Tohmatsu e KPMG) e de 2003 a 2016, com a saída da Arthur Andersen do mercado, são as denominadas de <i>Big Four</i> . Como na maior parte do período havia quatro (e não cinco) principais empresas, foi usado o <i>b4</i> no nome da variável.
<i>PreSEO</i>	Variável <i>dummy</i> que assume, na fase Pré-SEO, o valor um, se a empresa efetuou seu processo de SEO na fase SEO (Figura 3); e zero, caso contrário.
<i>SEO</i>	Variável <i>dummy</i> que assume, na fase SEO, o valor um, se a empresa efetuou seu processo de SEO (Figura 3), nessa fase; e zero, caso contrário.
<i>Lockup</i>	Variável <i>dummy</i> que assume, na fase Lockup, o valor um, se a empresa efetuou seu processo de SEO na fase SEO (Figura 3); e zero, caso contrário.
<i>PosLockup</i>	Variável <i>dummy</i> que assume, na fase Pós-Lockup, o valor um, se a empresa efetuou seu processo de SEO na fase SEO (Figura 3); e zero, caso contrário.
<i>Setores</i>	Dezenove variáveis <i>dummy</i> que assumem o valor um, caso a empresa esteja enquadrada no respectivo setor; e zero, caso contrário. São utilizadas para identificar se há GR predominantemente em alguns desses setores. São utilizados os setores definidos no banco de dados Economática®.

Quanto às variáveis financeiras, Hochberg (2012) considera que empresas de maior porte possuem demonstrações financeiras mais complexas, podendo, assim, usar esse aspecto a seu favor no GR. Por outro lado, por serem constantemente monitoradas pelo mercado, a possibilidade de GR tende a reduzir-se. Dessa maneira, não fica evidente qual sinal esperar associado à variável $Tamanho_{i,t}$. A mesma autora continua, afirmando que empresas com maior crescimento são ambientes mais propícios à evidenciação de nível mais elevado de acumulações discricionárias, especialmente se o modelo de decomposição de *accruals* contiver imprecisão. Han, Kang, Salter, e Yoo (2010), Othman e Zeghal (2006), Silva, Weffort, Flores e Silva (2014) e Stubben (2010) entendem que o crescimento da empresa pode estimular gestores a assumirem maiores riscos e, conseqüentemente, a optar pelo GR. Desta forma, espera-se um sinal positivo para $Crescimento_{i,t}$.

Nardi, Silva, Nakao e Valle, (2009) e Rodriguez-Perez e Hemmen (2010) observam que acréscimos nas dívidas incentivam os gestores a manipular resultados. Morsfield e Tan (2006) pontuam que empresas altamente alavancadas, também com o intuito de evitar a violação de cláusulas contratuais de dívida, possuem alto incentivo a manipular o resultado, embora sofram, por parte dos credores, um evidente maior controle. Diante disso, não há perspectiva definida para $Alavancagem_{i,t}$. A variável $ROA_{i,t}$ controla esse viés potencial e, segundo Kothari et al. (2005) o cálculo dos *accruals* discricionários torna-se mais confiável ao se incluir essa variável. Jones, Krishnan, e Melendrez (2008), Kothari et al. (2005), McNichols (2000) e Silva et al. (2014) afirmam que empresas mais rentáveis estão propensas ao GR. Mesmo assim, não há perspectiva definida para o sinal dessa variável.

Bispo e Lamonier (2015) destacam que as empresas podem demonstrar crescimento em seus estoques como ferramenta para GR. Acrescentam, ainda, que o não reconhecimento de itens como desperdício de materiais, mão de obra e outros insumos de produção, no próprio exercício onde ocorreram, e lançando-os no exercício seguinte, é uma forma de contribuição para a não redução do lucro do período. Richardson et al. (2005) afirma que os estoques normalmente são avaliados com métodos subjetivos e, por isso, há propensão de gerenciamento. Desta forma, espera-se um sinal positivo para $Varp_Estoques_{i,t}$.

Martinez e Reis (2010) constataram não haver evidências de que a auditoria feita por uma *Big Four* iniba a ação dos gestores no GR. Silva e Bezerra (2010) não encontraram evidências que a troca da firma de auditoria esteja diretamente relacionada com os níveis de GR. (Gioielli et al., 2013) deduzem que a qualidade do auditor é determinante para a redução do GR. Espera-se um sinal negativo para a variável $Auditor\ B4$.

3.4 Amostra

Os dados para essa pesquisa foram obtidos em três fontes: (1) da ferramenta Economática® foram extraídas as demonstrações financeiras de 746 empresas, ativas e inativas, do primeiro trimestre de 2000 ao quarto trimestre de 2016; (2) do site da BM&FBovespa foram extraídos os dados de 287 observações de ofertas públicas de ações, IPO e SEO, ocorridas de janeiro de 2004 a junho de 2017; (3) do site da CVM foram extraídos os dados das ofertas públicas de ações, ocorridas de janeiro de 2000 a dezembro de 2016. A amostra das ofertas secundárias de ações, após as primeiras exclusões, é composta de 163 observações, de 109 empresas. A amostra inicial das demonstrações financeiras é composta de 50.728 observações, ou seja, 746 empresas em 68 trimestres, porém nem todas as empresas têm informações válidas em todos os trimestres, isto é, seja por não ter suas ações listadas na BM&FBovespa (pré ou pós listagem) ou por não apresentar demonstrações financeiras trimestrais, em não havendo informações, o valor informado é zero para as variáveis coletadas através do banco de dados Economática®.

Domingos et al. (2015) alertam que as instituições financeiras e seguradoras aderem a regras contábeis distintas; logo as excluímos da amostra, além das empresas de investimento imobiliário, pelo mesmo motivo, num total de 6.120 observações, de 90 empresas, com 30 SEO. Pelo fato de só ser possível aplicar o modelo a observações em que a variável dependente GR fosse diferente de zero ou vazio, foram excluídas 28.579 observações sem dados de demonstrações financeiras trimestrais, ou nos casos em que, justamente por não haver demonstrações financeiras no trimestre anterior, não foi possível calcular a variável GR no trimestre, mesmo com demonstrações publicadas, pois algumas variáveis usam a variação entre um trimestre e o subsequente. A amostra final contempla 16.029 observações de demonstrações financeiras, de 481 empresas, em 67 semestres. As 133 observações de SEO deram origem a 207 observações dummy na fase *Pré-SEO*; 221, na fase *SEO*; 221, na fase *Lockup*; e 216, na fase *Pós-Lockup*. As fases das depurações da amostra estão demonstradas na Tabela 5:

Tabela 5
Evolução da Amostra

Histórico	Empresas	Tri.	Observ.	Qt.IPO	Qt.SEO	PreSEO	SEO	Lockup	PosLock
Economática	746	68	50.728						
BM&FBovespa				157	130				
CVM				17	39				
Exclusão – Observações 2017				-3	-6				
Exclusão – IPO				-171					
Total parcial	746	68	50.728	0	163	325	325	325	325
Exclusão - Financ./ Seguros/Imobil.	-90		-6.120		-30	-60	-60	-60	-60
Exclusão - Empresas s/ valor GR	-175	-1	-28.579			-58	-44	-44	-49
Total	481	67	16.029	0	133	207	221	221	216

3.5 Hipóteses

Segundo Teoh et al. (1998), o processo de oferta de ações dá aos administradores tanto motivação, quanto oportunidade, para o GR. A assimetria de informação entre investidores e os emissores é muito grande. Rao (1991) afirma haver pouca cobertura da mídia para as empresas antes da oferta de ações. Desta forma, a principal fonte de informação para os investidores é o prospecto, porém este costuma conter demonstrações financeiras de poucos anos anteriores à oferta. O efeito disso é que os investidores não podem traçar um perfil totalmente confiável, não podendo, portanto, avaliar se a empresa optou pelo GR. Esse é o estímulo que os administradores usam para gerenciar resultados, a fim de inflar o preço de oferta. Paralelamente, Rangan (1998) afirma que esses estímulos são mais fortes a partir do primeiro trimestre anterior à oferta, ou seja, já na fase SEO. Dessa forma, escolhe-se a primeira hipótese como:

H₁: As empresas envolvidas em processo de SEO mostram, na fase *Pré-SEO*, um índice de GR semelhante ao daquelas que não estão em processo de SEO.

Gioielli et al. (2013) alertam que a análise das demonstrações financeiras em intervalos anuais pode subestimar o GR, visto que tanto a inflação, quanto a reversão poderiam ocorrer no mesmo exercício fiscal. Com a decisão de manusear demonstrações financeiras trimestrais, espera-se detectar, quando houver, os indícios de GR. Rangan (1998) afirma que a inflação de resultados, costumeiramente, acontece no período imediatamente anterior a uma oferta pública, a fim de aumentar, ao máximo, as possibilidades de obter

melhores preços na oferta. Entretanto, o prazo dessa manipulação pode ser mais longo, pois há alguns impedimentos específicos para a venda de ações durante o período de *lock up* (em geral, 180 dias). Assim sendo, os *insiders* podem querer vender suas ações após esse período e, portanto, instar os administradores a manter a manipulação até conseguir seu objetivo. Outro aspecto a analisar é que, por razões de reputação, as empresas podem querer reverter o GR logo após o período de oferta pública. Por conseguinte, espera-se constatar GR não somente no período imediatamente anterior ao SEO, mas, também, até o final do período de *lock up*. Gioielli et al. (2013) definem quatro fases de dois trimestres para, em seguida, estimar o GR para cada uma dessas fases. Isto posto, escolhe-se a segunda hipótese como:

H₂: As empresas envolvidas em processo de SEO mostram, nas fases *SEO* e de *Lock-up*, um índice maior de GR em relação àquelas que não estão em processo de SEO.

Segundo Domingos et al. (2015) após a fase de restrição à venda das ações, não há mais incentivo para que os administradores mantenham o GR, uma vez que não há mais impeditivos para que, tanto eles como os controladores, disponham de suas ações ainda em condições favoráveis. À vista disso escolhe-se a terceira hipótese como:

H₃: As empresas envolvidas em processo de SEO mostram, na fase *Pós-Lockup*, um índice de GR equivalente ao daquelas que não estão em processo de SEO.

3.6 Modelo de regressão

Para investigar as hipóteses **H₁**, **H₂** e **H₃**, foi desenvolvido um só modelo de regressão em painel, com outras variáveis de controle, em que a variável dependente é o nível de GR para a empresa *i* no tempo *t*, $GR_{i,t}$ que é a medida das acumulações discricionárias correntes para a empresa *i* no tempo *t*. As variáveis de interesse são $PreSEO_{i,t}$, $SEO_{i,t}$, $Lockup_{i,t}$ e $PosLockup_{i,t}$, variáveis *dummy* que assumem o valor um quando ocorre o respectivo evento em cada uma dessas fases, conforme demonstrado, anteriormente, na Tabela 3 e na Figura 3. O modelo de regressão a utilizar é o que se demonstra a seguir:

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PreSEO_{i,t} + \beta_2 SEO_{i,t} + \beta_3 Lockup_{i,t} + \beta_4 PosLockup_{i,t} + \beta_5 Tamanho_{i,t} + \beta_6 Crescimento_{i,t} + \beta_7 Alavancagem_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Varp_Estoques_{i,t} + \beta_{10} Auditorb4_i + Dummies_Setores + \varepsilon_{i,t}$$

Os modelos são estimados e usam o *método dos mínimos quadrados ordinários* (MQO/OLS) e, também o *método de efeitos aleatórios* e o *método de efeitos fixos*. Para garantir erros-padrão robustos será, também, usado o procedimento de White (1980).

3.7 Estatísticas descritivas e correlações

As estatísticas descritivas são demonstradas na Tabela 6. O Patrimônio Líquido, a Receita Operacional Bruta, o Lucro Líquido e o Imobilizado estão em milhões de reais. A variável Tamanho é o logaritmo natural dos Ativos Totais. Observa-se, nas três situações, que a proximidade entre média e mediana só ocorre na variável Tamanho, que está em LN; nas outras constata-se alta dispersão, em grande parte por causa dos outliers.

É possível, também, observar, em relação às que fizeram SEO, que são, utilizando-se a média, empresas com Patrimônio Líquido, Receita Operacional Bruta, Lucro Líquido, Imobilizado, ROA e Variação de Estoques maiores e que, ainda, têm menor média de alavancagem.

Parece haver a indicação de que a maioria das empresas da amostra opta por ter suas demonstrações financeiras auditadas por uma das líderes do mercado de auditoria, o que é mais fortemente demonstrado nas empresas que fizeram SEO.

Nas empresas sem SEO não há, logicamente, dados para as variáveis *PreSEO*, *SEO*, *Lockup* e *PosLockup*, razão pela qual não constam informações, assim como é impossível haver mediana e estatística *t* para variáveis dummy que, igualmente, não têm demonstração de dados nesta tabela.

Tabela 6
Estatísticas descritivas e características financeiras das empresas

Variável	Todas: N=16.029			Sem SEO: N=15.203			Com SEO: N=826			Estat. t
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	
Patrim. Líquido	2.596	498	13.350	2.354	463	12.047	7.061	1.843	27.692	0,00
Receita Op. Bruta	1.322	39	7.005	1.166	33	6.313	4.193	611	14.501	0,00
Lucro Líquido	176	12	1.348	153	11	1,222	598	79	2,753	0,00
Imobilizado	2.683	241	15.646	2.434	231	14.528	7.274	743	29.057	0,00
GR	-20,322	0,00699	328,47	-19,205	0,09008	334,44	-40,869	-0,2503	185,85	0,06
Tamanho	14,026	14,180	1,9465	13,950	14,090	1,9391	15,433	15,340	1,4943	0,00
Crescimento	0,39	0,48	2,96	0,39	0,48	3,05	0,37	0,51	0,68	0,92
Alavancagem	1,1312	0,6300	5,7793	1,1592	0,6300	5,9327	0,6146	0,6000	0,1904	0,01
ROA	-2,3679	3,0000	57,381	-2,6999	2,9000	58,857	3,7434	4,6900	9,7679	0,00
Varp_Estoques	0,002768	0,0000	0,031123	0,002585	0,0000	0,031354	0,006144	0,0000	0,026299	0,00
AuditorB4	0,6942	1,0000	0,46074	0,68335	1,0000	0,46518	0,8947	1,0000	0,30716	0,00
PreSEO	0,012914		0,11291				0,25061		0,43362	
SEO	0,013788		0,11661				0,26755		0,44295	
Lockup	0,013788		0,11661				0,26755		0,44295	
PosLockup	0,013476		0,11530				0,26150		0,43972	

A Tabela 7 mostra a correlação entre as variáveis do modelo; em geral, as correlações são baixas, exceto em Alavancagem x ROA, -0,5792, e Alavancagem x Tamanho, -0,1948. Além dessas, constata-se a já esperada correlação, em grau médio, entre o tamanho das empresas e a contratação das empresas líderes no mercado de auditoria.

Tabela 7
Matriz de correlação para variáveis independentes

	Tamanho	Crescim.	Alavanc.	ROA	Estoques	Auditor
Tamanho	1,0000	-0,0145	-0,1948	0,2038	0,0022	0,4612
Crescimento		1,0000	0,0017	-0,0017	0,0192	-0,0133
Alavancagem			1,0000	-0,5792	-0,0095	-0,0570
ROA				1,0000	0,0332	0,1053
Estoques					1,0000	0,0224
Auditor						1,0000

A Tabela 8 mostra a correlação entre a variável dependente GR com as outras variáveis do modelo, exceto com os setores de atividade, pela tabela do banco de dados Economática®. A maior correlação é com a variação na conta de Estoques, como esperado, uma conta do Circulante. Não havia expectativa quanto à variável *Tamanho* e a correlação mostrou-se negativa; também não havia expectativa quanto às variáveis *Alavancagem* e *ROA*, e elas se mostraram positivas. Esperava-se que a correlação com as variáveis *Crescimento* e *Varp_Estoques* fosse positiva, e ela mostrou-se negativa. Confirmaram-se as expectativas com a variável *AuditorB4*, que se mostrou negativa.

Tabela 8
Correlação das variáveis independentes com a variável dependente (GR)

Tamanho	Crescimento	Alavancagem	ROA	Varp_Estoques
-0,0136	-0,0293	0,0046	0,0090	-0,9992
AuditorB4	PreSEO	SEO	Lockup	PosLockup
-0,0013	-0,0102	-0,0138	-0,0030	-0,0029

4 Resultados e Discussão

A Tabela 9 mostra as estatísticas descritivas da variável GR, em todas as empresas da amostra, nas que fizeram SEO, e nas que não fizeram. O número apresentado para o GR, nessa tabela, é calculado em porcentagem do GR em relação aos Ativos Totais. A amostra total consiste em 16.029 observações, sendo 826 de empresas que fizeram SEO e 15.203 das

que não fizeram. Para a amostra completa, a média é de 0,16%, enquanto que para a amostra das que fizeram SEO é de 0,02% e das que não fizeram é de 0,17%.

Tabela 9
Estatísticas descritivas variável GR

Amostra	N	Média	Desvio Padrão	25° Percentil	Mediana	75° Percentil
Todas as observações	16.029	0,16397%	3,174408%	0,000149%	0,002665%	0,0188877%
Empresas com SEO	826	0,01718%	0,139392%	0,000032%	0,000505%	0,0044869%
Empresas sem SEO	15.203	0,17195%	3,259157%	0,000162%	0,002845%	0,020460%
Diferença		0,15477%				

A Tabela 10 mostra a média da variável GR nas quatro fases, oito trimestres do SEO. Observa-se, preliminarmente, um nível maior de GR na fase Pré-SEO, ao contrário das expectativas iniciais, caindo um pouco na fase SEO.

Tabela 10
Média por fase na variável GR

Amostra	Sem SEO		Pré-SEO		SEO		Lockup		Pós-Lockup	
	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média	N	Média
Com SEO	826	0,0172%	207	0,0241%	221	0,0190%	221	0,0106%	216	0,0128%
Sem SEO	15.203	0,1720%								

De acordo com o que foi definido na metodologia, foi escolhido o *Modelo de Jones Modificado com ROA* (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995, com ajustes sugeridos por Kothari, Leone, & Wasley, 2005) para detecção e estimação de GR. Foram calculadas as acumulações totais, o modelo foi testado, escolhendo-se a análise de dados em painel usando três métodos: efeitos fixos, efeitos aleatórios e WLS. A variável dependente é o nível de GR, com base no *Modelo de Jones Modificado com ROA*, para a empresa i no trimestre t . A amostra, após depuração descrita na Tabela 5, é composta de 16.029 observações, de 481 empresas em 67 semestres, e tem 133 SEOs feitos na BM&FBovespa no período que compreende o segundo semestre de 2000 ao quarto trimestre de 2016. Na aplicação do método de efeitos fixos, foram excluídas pelo software, por colinearidade, todas as *dummies* de setores econômicos; no modelo de efeitos aleatórios, foi omitida a *dummy* setor de Veículos e Peças. Foram consideradas as estatísticas (t ou z) para dar robustez aos modelos. Os resultados do modelo completo são mostrados na Tabela 11.

Tabela 11
Análise de regressão em painel – Todas as observações

Variáveis	Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios			WLS	
	Coefficient e	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	
PreSEO	-12,6196	0,4714	-29,1384	0,1062	-13,3677	0,0159 **	
SEO	-2,8446	0,8741	-18,2914	0,3090	-9,0653	0,1045	
Lockup	9,3796	0,4541	-2,6752	0,8810	2,2927	0,6554	
PosLockup	15,5294	0,1866	11,2443	0,5540	1,0284	0,8437	
Tamanho	-36,9378	0,0343 **	-1,1883	0,4517	0,6666	0,1962	
Crescimento	-2,1065	0,2183	-1,6119	0,0251 **	-2,4328	3,14e-05 ***	
Alavancagem	-0,7898	0,5236	0,3384	0,7586	-0,3506	0,7402	
ROA	-0,0420	0,8414	0,1087	0,1785	0,1312	0,0030 ***	
Varp_Estoques	-523,8780	0,0101 **	-653,9590	9,28e-025 ***	-321,3590	6,19e-15 ***	
AuditorB4	-0,9458	0,9054	-3,1908	0,5652	-2,8760	0,1105	
Agro-Pesca					21,0967	0,0171 **	
Alim.Bebidas					11,2087	0,0527 *	
Construção			-48,6034	0,0001 ***	-59,9599	1,26e-12 ***	
Energ.Elétrica					12,2987	0,0288 **	
Máq.Indls.			-42,5139	0,0652 *	-22,7294	0,0788 *	
Outros					11,0332	0,0521 *	
SoftDados			-419,9420	0,0401 **	-424,9010	0,0000 ***	
Têxtil					10,6548	0,0803 *	
Intercepto	485,6310	0,0448 **	-4,1869	0,8437	-24,3660	0,0031 ***	
Dummies Trim.	Sim		Sim		Sim		
Observações	8.694		8,694		8.694		
R ²	0,063346				0,980293		
Teste F (Efeitos Fixos), Teste Chi-quadrado (Efeitos Aleatórios) e Teste F (método mínimos quadrados)							
Valor p	0,105897		187,69		15444,49		
Teste Durbin-Watson para Efeitos Fixos e Teste LM de Breusch-Pagan para Efeitos Aleatórios							
	2,232525	P	0,0331035				

Nota. Legenda: Estatisticamente significante a: ***1%; **5%; *10%

Os coeficientes para a variável de interesse *Pré-SEO* são negativos nos três métodos, porém estatisticamente significante, a 5%, somente no método WLS. Também são negativos nos três modelos os coeficientes para a variável de interesse *SEO*, porém nenhum é estatisticamente significante. Quanto às variáveis de interesse *Lockup* e *Pós-Lockup*, mostram-se positivas na maioria dos coeficientes, exceto a *Lockup* no método de efeitos aleatórios, porém em nenhum deles se mostram estatisticamente significantes.

Quanto às demais variáveis, *Tamanho*, para a qual não se tinha expectativa de sinal, mostrou-se estatisticamente significativa a 5%, com sinal negativo, no método de Efeitos Fixos; *Crescimento*, para o qual se esperava sinal positivo, mostrou-se estatisticamente significativa a 5%, com sinal negativo, no método de Efeitos Aleatórios e significativa a 1%, com sinal negativo, no método WLS; *ROA*, para o qual não havia expectativa, mostrou-se estatisticamente significativa a 1%, com sinal positivo, no método WLS; *Varp_Estoques*, para a qual se esperava sinal positivo, mostrou-se estatisticamente significativa a 5%, com sinal negativo, no método de Efeitos Fixos, a 1%, também com sinal negativo, nos métodos de Efeitos Aleatórios e WLS.

Quanto aos setores investigados, mostraram-se estatisticamente significantes: Agro-Pesca, a 5% em WLS; Alimentos e Bebidas, a 10% em WLS; Construção, a 1% em Efeitos Aleatórios e WLS; Energia Elétrica, a 5% em WLS; Máquinas Industriais, a 10% em Efeitos Aleatórios e WLS; Software e Dados, a 5% em Efeitos Aleatórios e a 1% em WLS; Têxtil, a 10% em WLS. Todos os métodos usaram 8.694 observações.

Portanto, usando-se todas as observações, rejeitam-se as hipóteses **H₁**, **H₂** e **H₃**, pois o GR só é explicado estatisticamente significativo na fase *Pré-SEO*, apenas no método WLS, porém não se esperava que o fosse nessa fase.

Na amostra parcial, somente com as observações relativas a demonstrações financeiras nas quatro fases do SEO, há 826 observações, de 87 empresas (que fizeram SEO) em 67 semestres, e tem 133 SEOs feitos na BM&FBovespa no período que compreende o segundo semestre de 2000 ao quarto trimestre e 2016. Na aplicação do método de efeitos fixos, foram excluídas pelo software, por colinearidade, todas as *dummies* de setores econômicos; no modelo de efeitos aleatórios, foi omitida a *dummy* setor de Veículos e Peças. Foram consideradas as estatísticas (t ou z) para dar robustez aos modelos. Os resultados do modelo completo são mostrados na Tabela 12.

Tabela 12
Análise de regressão em painel – Empresas com SEO

Variáveis	Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios		WLS	
	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor
PreSEO	-34,4419	0,1201	-37,7933	0,3472	-7,3621	0,6655
SEO	-13,8909	0,8541	-23,0441	0,5766	-5,0374	0,7721
Lockup	6,8236	0,9030	-10,5597	0,7955	6,7557	0,6952
PosLockup	7,9910	0,8966	-4,5670	0,9096	4,2136	0,8018
Tamanho	-44,8154	0,0998 *	-2,1529	0,8221	3,1530	0,3489
Crescimento	-35,6029	0,0173 **	-36,0220	0,0059 ***	-14,1843	0,005 ***
Alavancagem	-171,221	0,2458	-37,5472	0,6072	4,2203	0,8596
ROA	-3,6022	0,1704	-1,6280	0,3008	0,1901	0,6896
Varp_Estoques	-1892,10	0,1625	-1645,06	6,31e-06 ***	-1145,26	6,85e-08 ***
AuditorB4	76,8391	0,0356 **	8,4825	0,8085	6,3596	0,7179
Construção			-151,917	0,003 ***	-115,283	0,0002 ***
Máq.Indls.			-151,670	0,0098 ***		
Outros			-75,8942	0,0888 *		
Intercepto	739,246	0,1201	122,495	0,4572	-64,1546	0,2880 ***
Dummies Trim.	Sim		Sim		Sim	
Observações	493		493		493	
R ²	0,089008				0,170715	
Teste F (Efeitos Fixos), Teste Chi-quadrado (Efeitos Aleatórios) e Teste F (método mínimos quadrados)						
Valor p	0,0001532		72,43		1,34 e-13	
Teste Durbin-Watson para Efeitos Fixos e Teste LM de Breusch-Pagan para Efeitos Aleatórios						
	2,461375	P	0,0710			

Os coeficientes para as variáveis de interesse *Pré-SEO*, *SEO*, *Lockup* e *Pós-Lockup* não são estatisticamente significantes, em nenhum dos três métodos.

Quanto às outras variáveis, *Tamanho* mostrou-se estatisticamente significativa a 10%, com sinal negativo, no método de Efeitos Fixos; *Crescimento* mostrou-se estatisticamente significativa a 5%, com sinal negativo, no método de Efeitos Fixos e estatisticamente significativa a 1%, com sinal negativo, nos métodos de Efeitos Aleatórios e WLS; *Varp_Estoques* mostrou-se estatisticamente significativa a 1%, com sinal negativo, nos métodos de Efeitos Aleatórios e WLS.

Quanto aos setores investigados, mostraram-se estatisticamente significantes: Construção, a 1% em Efeitos Aleatórios e WLS; Máquinas Industriais, a 1% em Efeitos Aleatórios. Todos os métodos usaram 493 observações. O método WLS mostrou um R² ajustado de 0,170715.

Portanto, usando-se a pesquisa nas observações em que houve SEO, ou seja, em suas quatro fases, rejeitam-se as hipóteses **H₁**, **H₂** e **H₃**, pois o GR não é estatisticamente explicado

por nenhuma das variáveis de interesse, e quando o é (*Pré-SEO*), não cumpre o estipulado na hipótese.

Através dos resultados do modelo proposto por esse trabalho, analisado sob três métodos diferentes: Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e WLS, com todas as observações e, também, somente com as observações de demonstrações financeiras onde houve SEO têm-se os seguintes resultados com relação às hipóteses propostas:

Rejeita-se H_1 , pois não foi demonstrado que as empresas envolvidas em processo de SEO mostram, na fase *Pré-SEO*, um índice de GR semelhante ao daquelas que não estão em processo de SEO;

Rejeita-se H_2 , pois não foi demonstrado que as empresas envolvidas em processo de SEO mostram, nas fases *SEO* e *Lock-up*, um índice maior de GR em relação àquelas que não estão em processo de SEO;

Rejeita-se H_3 , pois não foi demonstrado que as empresas envolvidas em processo de SEO mostram, na fase *Pós-Lockup*, um índice de GR equivalente ao daquelas que não estão em processo de SEO.

5 Conclusão

Dentre os muitos papéis dos pesquisadores nas áreas de contabilidade e finanças, está o de ocupar-se para que o mercado disponha de ferramentas e informações para que, nas operações de financiamento de empresas, haja mais transparência, com a diminuição da assimetria de informação, para que as transações sejam feitas em melhores, e reais, bases. As pesquisas feitas para que o GR seja melhor entendido e, conseqüentemente, mais facilmente detectado, passaram a ter maior intensidade a partir dos anos 1980 e, no Brasil, a partir do início dos anos 2000. Vários modelos foram criados para a detecção dessa prática e vários estudos aperfeiçoam a prática de detecção.

Alguns estudos tentaram a detecção através de demonstrações financeiras anuais, mas não tinham a abrangência necessária, pois os gestores poderiam inflar e reverter o GR dentro do próprio exercício. Por isso, a prática de se usar demonstrações financeiras trimestrais passou a ser adotada.

Assim como em outros estudos, foram analisadas as demonstrações financeiras trimestrais de empresas que efetuaram oferta pública de ações na BM&FBovespa, em quatro fases de dois trimestres cada, as quais chamamos, da mesma forma que Gioielli et al. (2013) e Domingos, Ponte, e Paulo (2015) de *Pré-SEO*, *SEO*, *Lock-up* e *Pós-Lockup*.

Foi utilizado o *Modelo de Jones Modificado com ROA* para a detecção de acumulações discricionárias, e inferiu-se haver GR nas demonstrações financeiras, porém, só em uma das fases, a *Pré-SEO*, com significância estatística, a 5%.

Outros estudos sobre GR mostraram resultados diversos. O uso de períodos, metodologias e objetos diferentes pode explicar os diferentes resultados. Como exemplo de objetos diferentes, pode-se citar a pesquisa de GR em Ofertas Públicas Iniciais, IPO, que tem uma dinâmica diferente das Ofertas Subsequentes de Ações, SEO, sendo uma das diferenças fundamentais o fato de que, nos IPOs não há, em geral, demonstrações financeiras disponíveis para análise anterior ao evento.

A conclusão, e uma das contribuições, do presente estudo, dentro da amostra e do método utilizados, é de que não há gerenciamento de resultados nas Ofertas Subsequentes de Ações, SEO.

Esse estudo também inferiu, usando métodos estatísticos que permitem robustez nos resultados, que há variáveis que, com significância estatística, conseguem explicar a dinâmica do GR. Dentre essas variáveis pode-se citar: *Tamanho* (a 5% de significância), *Crescimento* (a 1% e 5%), *ROA* (a 1%), *Variação dos Estoques* (a 1% e 5%) e, também, os setores onde o GR ocorre. Essa pode ser considerada, também, uma das contribuições do presente estudo.

Sugere-se que, em futuras pesquisas nesse tema, o GR, sejam usados diversos tamanhos de amostra, de setores específicos, em periodicidade trimestral e anual, para não confundir GR com sazonalidade, bem como que sejam usados, ao mesmo tempo, outros métodos além do aqui utilizado, *Jones Modificado com ROA*, e que sejam incluídos, na mesma amostra, IPO e SEO. Além disso, deve-se pesquisar se o crescimento de determinados setores ou empresas não pode induzir a conclusões de que há GR; bem como diferenciar as empresas que têm auditoria trimestral em suas demonstrações financeiras das que têm somente a auditoria anual.

Referências

- Almeida-Santos, P. S., Verhagem, J. A., & Bezerra, F. A. (2011). Gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais e a governança corporativa: Análise das indústrias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 55–74.
- Angelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitute: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, 61(3), 400–420.
- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (2000). Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), 421–452.

[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00015-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00015-5)

- Bispo, O. N. de A., & Lamonier, W. (2015). Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras. *Universidade Federal De Minas Gerais*, p. 17. <https://doi.org/10.13140/RG.2.1.2862.4807>
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(spe2), 121–144. <https://doi.org/10.1590/S1415-6552007000600007>
- Cupertino, C. M. (2013). *Gerenciamento De Resultados Por Decisões Operacionais No Mercado Brasileiro De Capitais* (Tese de Doutorado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management.pdf. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Domingos, S. R. M., Ponte, V. M. R., & Paulo, E. (2015, julho). Gerenciamento de Resultados Contábeis em Oferta Pública de Ações. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 15. Recuperado de <http://www.congressousp.fipecafi.org/anais/artigos152015/231.pdf>
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2012). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *BASE - Revista de Administração E Contabilidade Da Unisinos*, 10(1), 32–42. <https://doi.org/10.4013/base.2013.101.03>
- Formigoni, H., Antunes, M. T. P., & Paulo, E. (2009). Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: Uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 6(1), 44–61.
- Formigoni, H., Antunes, M. T. P., Paulo, E., & Pereira, C. A. (2012). Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 9(1), 41–52. <https://doi.org/10.4013/base.2012.91.04>
- Gioielli, S. P. O., Carvalho, A. G. de, & Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 32–68.
- Guimarães, N. G. T., Bispo, O. N. de A., Soares, M. V. M., & Marques, V. A. (2013). Impact of the register of seasoned offerings in the returns of shares of the companies listed in the Bovespa Segment. *Revista Universo Contábil*, (31), 45–62. <https://doi.org/10.4270/ruc.2013212>
- Han, S., Kang, T., Salter, S., & Yoo, Y. K. (2010). A cross-country study on the effects of national culture on earnings management. *Journal of International Business Studies*, 41(1), 123–141. <https://doi.org/10.1057/jibs.2008.78>
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107.

- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *American Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Hochberg, Y. V. (2012). Venture capital and corporate governance in the newly public firm. *Review of Finance*, 16(2), 429–480. <https://doi.org/10.1093/rof/rfr035>
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Jones, K. J., Krishnan, G., & Melendrez, K. D. (2008). Do Models of Discretionary Accruals Detect Actual Cases of Fraudulent and Restated Earnings? An Empirical Analysis. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 499–531. <https://doi.org/10.1506/car.25.2.8>
- Kang, S.-H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing Earnings Management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353. <https://doi.org/10.2307/2491492>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- Lopes, A. B., & Tukamoto, Y. S. (2007). Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. *Rausp - Revista de Administração da USP*, 42(1), 86–96.
- Marcelli, R. (2013). Gerenciamento de resultados em companhias brasileiras do setor da construção civil (Dissertação de Mestrado). Fundação Escola de Comércio, Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, SP, Brasil
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras* (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review*, 10(4), 1–31.
- Martinez, A. L., & Cardoso, R. L. (2009). Gerenciamento da Informação Contábil no Brasil Mediante Decisões Operacionais. *Revista Eletrônica de Administração*, 15(3), 600–626. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Martinez, A. L., & Reis, G. M. R. (2010). Rodízio das firmas de auditoria e o gerenciamento de resultados no Brasil. *RCO – Revista de Contabilidade E Organizações*, 4(10), 48–64.
- McNichols, M. F. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4–5), 313–345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00018-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00018-1)
- Morsfield, S. G., & Tan, C. E. L. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? *Accounting Review*, 81(5), 1119–1150. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.1119>
- Murcia, F. D.-R., & Wuerges, A. (2011). Accounting choices in the brazilian market:

voluntary disclosure versus earnings management. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 28–44. <https://doi.org/10.4270/ruc.2011211>

Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77–100. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>

Nardi, P. C. C., Silva, R. L. M. da, Nakao, S. H., & Valle, M. R. do. (2009). A Relação Entre Gerenciamento De Resultados Contábeis E O Custo De Capital Das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 5(4), 6–26. <https://doi.org/10.4270/ruc.2009428>

Othman, H. Ben, & Zeghal, D. (2006). A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 406–435.

Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados (volume I)*. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil

Prado, E. de A. (2013). *Gerenciamento de resultados em empresas listadas no Brasil: Análise dos mecanismos internos e externos de Governança Corporativa*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Escola de Comércio, Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, SP, Brasil

Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101–122. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00033-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00033-6)

Rao, G. R. (1991). *The relation between stock returns and earnings: a study of newly-public firms*. *Bureau of Economic and Business Research*1. Recuperado de <https://www.ideals.illinois.edu/bitstream/handle/2142/32480/relationbetweens91126raog.pdf?sequence=2>

Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437–485. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.04.005>

Rodriguez-Perez, G., & Hemmen, S., van, (2010). Debt, diversification and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 138–159. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.10.005>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Lamb, R. (2015). *Administração Financeira* (10a ed.). Porto Alegre: AMGH.

Sena, A. S. de, Azevedo, A. C. de, Fº, & Lucena, W. G. L. (2015, maio-junho). Ofertas subsequentes de ações (SEO) no mercado acionário brasileiro: Um estudo com base no Teste de Pettitt. *Anais do IX Congresso Anpcont*, São Paulo, SP, Brasil, 9. Recuperado de <https://www.ideals.illinois.edu/bitstream/handle/2142/32480/relationbetweens91126raog.pdf?sequence=2>.

Silva, A. F., Weffort, E. F. J., Flores, E. da S., & Silva, G. P. da. (2014). Earnings

management and economic crises in the brazilian capital market. *Revista de Administração de Empresas*, 54(3), 268–283. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020140303>

Silva, J. O. da, & Bezerra, F. A. (2010). Análise do Gerenciamento de resultados e o rodízio de firmas de auditoria nas empresas de capital aberto. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 12(36), 304–321.

Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Fama, R., & Santos, J. O. dos. (2015). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade e Finanças USP*, 27(72), 291-305.

Stubben, S. R. (2010). Discretionary revenues as a measure of earnings management. *Accounting Review*, 85(2), 695–717. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.2.695>

Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 249–281. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X)

Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.

White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817-838.

Wongsunwai, W. (2013). The effect of external monitoring on accrual-based and real earnings management: Evidence from venture-backed initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 296–324. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01155.x>