

Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras

Resumo

Estudos internacionais tiveram como objetivo pesquisar a prática de gerenciamento de resultados contábeis em períodos que antecedem uma Oferta Pública Subseqüente de Ações (SEO). Nesses estudos constata-se que nos períodos anteriores à SEO existem fortes evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* discricionários, contribuindo, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nos períodos que antecedem a emissão. Sendo assim, essa pesquisa teve por objetivo verificar se as empresas brasileiras que realizaram SEO no período de 1999 até 2008, gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar o lucro, elevando, assim, o lucro por ação nos períodos próximos da nova oferta. Especificamente, objetivou-se examinar o comportamento econômico-financeiro das empresas e os níveis de *accruals* discricionários antes e depois da SEO. Como metodologia de pesquisa, foram utilizados indicadores econômico-financeiros e o modelo econométrico proposto por Jones (1991) para a estimação dos *accruals* discricionários. Os resultados da pesquisa apontaram que, quanto à avaliação dos indicadores de desempenho não existem evidências significativas para poder afirmar que há uma maior tendência das empresas apresentarem melhor desempenho nos anos que antecedem a SEO, comparativamente com o desempenho de períodos posteriores. Na amostra pesquisada não se obteve resultados estatísticos significativos para comprovar que a média dos *accruals* discricionários no ano que antecede a SEO é mais elevada que aquela apresentada nos anos posteriores, não sendo possível confirmar se as empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente.

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

1. Introdução

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

Há determinadas situações nas quais a Regulamentação Contábil é flexível, permitindo que os gestores utilizem a sua discricionariedade na definição dos critérios contábeis que serão adotados, prejudicando assim a qualidade da informação financeira divulgada ao usuário externo. Dessa forma, quando se utiliza o modo discricionário na definição dos critérios contábeis, surge a assimetria informacional, que está presente na relação entre o gestor e o usuário da informação contábil. Essa discricionariedade pode, por vezes, ter como a finalidade maximizar os próprios interesses dos gestores, os quais poderão tirar vantagens ao gerenciar as informações contábeis que serão divulgadas ao mercado.

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

mas em função de outros incentivos que os levem a desejar reportar um resultado do período de forma predeterminada.

Estudos como o de Spiess e Affleck-Graves (1995), Loughran e Ritter (1997) e Teoh, Wong e Rao (1998) tiveram como objetivo pesquisar esse tipo de prática no contexto internacional. Nas pesquisas, foi verificado se os ajustes nos *accruals* discricionários por meio de escolhas contábeis, em períodos que antecedem uma Oferta Pública Subsequente de Ações (*Seasoned Equity Offering* – SEO), podem explicar a baixa performance em longo prazo das empresas que se engajam nesse tipo de operação. Foram encontradas evidências de gerenciamento de resultados envolvendo os *accruals* nos períodos anteriores à SEO, contribuindo, assim, para o acréscimo nos lucros da empresa nestes períodos e para lucros e retorno das ações abaixo do previsto após a emissão das ações.

Neste contexto, a expectativa para este estudo foi mostrar que as empresas que se engajam em SEO têm incentivos para aumentar seus lucros em exercícios precedentes à nova oferta, diminuindo esse incentivo em exercícios seguintes. O objetivo geral do estudo baseou-se em verificar se as empresas brasileiras que realizaram SEO no período de 1999 até 2008 gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar o lucro, elevando, assim, o lucro por ação nos períodos próximos da nova oferta. Especificamente objetivou-se (1) examinar o comportamento de indicadores econômico-financeiros das empresas antes e depois da SEO; e (2) aferir o nível de *accruals* discricionários das empresas nos períodos próximos de uma SEO. Diante disso, o problema que se procurou elucidar diz respeito à seguinte questão: ***As empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente a fim de valorizar suas ações em períodos próximos de uma SEO?***

O estudo está estruturado da seguinte maneira: a seguir discute-se a fundamentação teórica da pesquisa; o tópico 3 aborda os procedimentos metodológicos; na sequência, o tópico 4 apresenta os resultados obtidos pela pesquisa empírica. As conclusões e sugestões para futuras pesquisas encontram-se no tópico 5.

2. Referencial Teórico

2.1 Gerenciamento de resultados contábeis

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

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

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

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

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

Deve-se ressaltar que é crucial entender que gerenciamento de resultados contábeis não é o mesmo que fraude contábil. Nesse sentido, Dechow e Skinner (2000) esclarecem que gerenciamento de resultados ocorre quando há manipulação das informações no âmbito das normas e dos princípios contábeis geralmente aceitos, enquanto fraude é uma manipulação que viola as normas e os princípios contábeis e se configura como uma prática inaceitável.

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

Para Martinez (2001), apesar de serem muitos os incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis, é possível classificá-los em: (a) motivações vinculadas ao mercado de capitais; (b) motivações contratuais; (c) motivações regulamentares e custos políticos; e (d) motivações por plano de incentivo.

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

A pesquisa de Martinez (2001) evidenciou algumas modalidades de gerenciamento de resultados contábeis a partir de determinadas motivações dos gestores (Quadro 1):

Quadro 1. Modalidades de gerenciamento de resultados contábeis

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

Fonte: adaptado de Martinez (2001).

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

2.2 Relevância dos *accruals* no processo de gerenciamento de resultados contábeis

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis, por meio do Pronunciamento Conceitual Básico (CPC, 2008) afirma que, as demonstrações contábeis são preparadas conforme o regime contábil de competência. Segundo esse regime, os efeitos das transações entre Receitas, Despesas e outros eventos são reconhecidos quando ocorrem, sendo lançados nos registros contábeis e reportados nas demonstrações contábeis dos períodos a que se referem. Ou seja, reconhece-se a Receita de acordo com a sua realização, e no mesmo período confrontam-se as Despesas necessárias para efetivação daquela Receita.

No regime de competência, o reconhecimento das Receitas e das Despesas, bem como os relativos acréscimos ou decréscimos de Ativos e Passivos, torna-se a base para a mensuração do desempenho da empresa. Todavia, esse desempenho é diretamente influenciado pelas escolhas e pelos ajustes contábeis realizadas pelos gestores (STICKNEY; WEIL, 2001).

De acordo com Galdi (2008), os ajustes advindos do regime de competência (*accruals*) impactam tanto as Receitas quanto os Custos/Despesas e podem ser classificados como *accruals* de Receitas e *accruals* de Despesas. Desse modo, os *accruals* ajustam o reconhecimento dos fluxos de caixa no tempo para que o lucro contábil reflita melhor o desempenho da empresa do que o fluxo de caixa.

Para Colauto e Beuren (2006), a expressão *accruals* tem sido usada no sentido de provisões ou estimativas contábeis. Genericamente, representam os elementos do resultado que, embora pelo regime de caixa já tenham sido efetivados, ainda não se atribuem dentro do período de apuração ou do regime de competência. Assim, os gestores podem estar predispostos a influenciar os resultados financeiros da empresa com o intuito de minimizar a perda de riqueza, utilizando-se da possibilidade de escolhas contábeis alternativas resultantes da flexibilidade das normas e princípios contábeis geralmente aceitos.

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

Chen, Lin e Zhou (2005) explicam que, no momento da evidenciação de resultados, os *accruals* suprem os gestores de oportunidades para se engajarem em operações de gerenciamento de resultados contábeis. A flexibilidade de gerência das políticas contábeis decorrentes do regime de competência pode possibilitar aos gestores maior ação oportunista para gerenciar os resultados das empresas. Portanto, os *accruals* podem ser considerados como todas as contas de resultado que participaram no cálculo do lucro, mas que não provocaram a movimentação de disponibilidades.

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

Grande parte do gerenciamento de resultados contábeis é baseado nos *accruals*, pois eles abrangem consideráveis parcelas das decisões contábeis. Paulo, Martins e Corrar (2007) ressaltam que nem todo *accrual* é evidência de prática de manipulação das informações

contábeis e que o que se avalia é a utilização anormal do montante de *accruals*, controlando-se os demais fatores econômicos e financeiros. Como visto, algumas contas contábeis podem ser mais suscetíveis à manipulação dos gestores (*accruals* discricionários) que outros componentes, enquanto outros componentes podem ser simplesmente bons indicadores do passado ou futuro sobre as condições dos negócios da empresa (*accruals* não-discricionários).

Ainda, conforme Teoh, Welch e Wong (1998a), têm-se as seguintes divisões: *accruals* correntes e *accruals* não-correntes. Os correntes são ajustes envolvendo Ativos e Passivos Circulantes que alimentam as operações no dia a dia das empresas. Por exemplo, os gerentes podem alterar os *accruals* correntes antecipando o reconhecimento de Receitas a Receber (antes mesmo de o dinheiro ser recebido), retardando o reconhecimento de Despesas e assumindo uma baixa Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa. Em contraste, os não-circulantes são ajustes envolvendo Ativos líquidos de longo prazo. Estes ajustes podem ser realizados, por exemplo, desacelerando a Depreciação e diminuindo os Impostos Diferidos.

Assim, muito embora o lucro publicado se baseie na estrutura contábil, o fenômeno de *feedback*, ou seja, a reação dos acionistas e potenciais investidores com relação ao lucro publicado, afeta a escolha das políticas contábeis a serem empregadas pelos gestores. Uma das formas disso ocorrer é por meio dos componentes discricionários dos *accruals*, que permitem à administração escolher como tratar o evento contábil.

2.3 Estrutura de capital – financiamento por meio de SEO

De acordo com a teoria do *pecking order*, a escolha ótima da estrutura de capital das empresas priorizará o financiamento por lucros retidos, seguido por dívidas e, em último caso, a emissão de ações (MYERS, 1984). Porém, dentre essas escolhas, o autofinanciamento nem sempre é suficiente, sendo necessária a incorporação de capital externo para financiar os projetos de investimentos. Esses recursos externos podem ser captados por meio de dívidas ou emissão de ações. Por muitas vezes, em detrimento do uso de dívidas, a captação é efetivada com a abertura de capital da empresa, emitindo-se ações junto no mercado de capitais.

Para Chen, Lin e Zhou (2005) a abertura de capital é considerada o maior evento corporativo para uma companhia que pretende obter fundos. Se uma empresa estiver ofertando suas ações ao público pela primeira vez, ela estará realizando uma *Initial Public Offering* – IPO; se ela já tiver ações comercializadas no mercado e emitir mais para a venda, então se trata de uma *Seasoned Equity Offering* – SEO.

Teoh, Wong e Rao (1998) encontraram evidências de que os investidores, ingenuamente, exageram positivamente em suas análises quanto aos resultados das empresas em momentos que antecedem uma SEO, ignorando informações relevantes contidas nas demonstrações contábeis antes da oferta.

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

Canuto e Ferreira Júnior (1999) comentam que, apesar de ser mais vantajoso para as empresas se financiarem por meio da emissão de novas ações, os riscos para o comprador das ações podem ser considerados elevados, em razão dos seguintes problemas provocados por assimetria de informação (Quadro 2):

Quadro 2. Problemas provocados por assimetria de informação

Seleção adversa	Risco moral (<i>moral hazard</i>)
Ocorre porque é difícil para o mercado distinguir entre uma empresa que está levantando capital para dar continuidade a um projeto de investimento rentável e uma que teve dificuldade de levantar recursos no mercado de crédito. Além do risco que a empresa corre de ter suas ações desvalorizadas pelo mercado, problemas de seleção adversa também impedem que os riscos sejam neutralizados através de um amplo processo de diversificação dos portfólios dos indivíduos.	Os problemas de risco moral ocorrem porque os gestores das empresas, por terem de dividir seus esforços com os acionistas através de dividendos, sentem-se mais estimulados a desviar-se dos interesses das empresas. Ademais, existe um problema de <i>free-rider</i> associado ao fato de que os acionistas que buscam monitorar os gestores beneficiam todos os outros com o melhor desempenho das empresas.

Fonte: Adaptado de Canuto e Ferreira Júnior (1999)

Diante do exposto e, visto que o processo de SEO é tão importante para as operações financeiras, o próximo tópico abordará os procedimentos metodológicos utilizados para consecução dos resultados da pesquisa.

3. Procedimentos Metodológicos

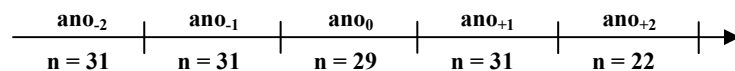
3.1 Classificação da pesquisa

Nesta pesquisa, utilizou-se uma abordagem positiva, empregando como técnica de investigação o estudo descritivo. Para Raupp e Beuren (2003, p. 81), “a pesquisa descritiva configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, não é tão preliminar como a primeira nem tão aprofundada como a segunda”.

3.2 Seleção e tratamento da amostra

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

- (1) os dados coletados se referem às emissões subseqüentes entre os anos de 1999 e 2008, totalizando 144 observações/ano;
- (2) os dados contábeis utilizados foram aqueles divulgados anualmente, ao fim de cada exercício social, sendo obtidos nos sites da Comissão de Valores Mobiliários, da BM&F Bovespa, sites institucionais e banco de dados Economatica®;
- (3) consideraram-se aquelas SEO de empresas que disponibilizaram suas demonstrações contábeis consecutivamente em pelo menos três anos anteriores e dois anos posteriores à SEO;
- (4) foram excluídas as ofertas realizadas por instituições financeiras; e
- (5) realizou-se a separação dos períodos a serem estudados, estabelecendo-se como ano₀ o período da SEO. Antes da emissão, tem-se o ano₋₂ e ano₋₁; após tem-se o ano₊₁ e ano₊₂ (Figura 1).



Fonte: elaborado pelo autor

Figura 1. Períodos estudados e respectivas observações/ano (n)

3.3 Métodos para comparação do desempenho econômico-financeiro antes e depois da SEO

Pretendeu-se estudar o desempenho econômico-financeiro das companhias no período anterior à SEO e compará-lo com o período posterior à SEO, levando-se em consideração indicadores de rentabilidade e de análise de ações. A finalidade é testar a seguinte hipótese:

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

Com o auxílio dos indicadores de rentabilidade, foram avaliados os resultados auferidos pelas companhias em relação a parâmetros que melhor revelassem suas dimensões.

Já os indicadores de análise de ações foram utilizados para avaliar os reflexos do desempenho das companhias sobre suas ações, visto que as cotações de mercado são frequentemente sensíveis aos resultados desses indicadores, podendo-se estabelecer inclusive tendências futuras sobre sua maximização. O Quadro 3 expõe esses indicadores.

Quadro 3. Indicadores de rentabilidade e de análise de ações

$LPA_{it} = \frac{LL_{it}}{NAE_{it}}$	Ilustra o lucro auferido por cada ação (LPA_{it}) emitida pelas companhias, ou seja, quanto do lucro líquido (LL_{it}) obtido em determinado período compete a cada ação (NAE_{it}).
$MARG.EBITDA_{it} = \frac{EBITDA_{it}}{REC_{it}}$	Ilustra a margem EBITDA (<i>earnings before interests, taxes, depreciation and amortization expenses</i>), que é a relação entre o lucro antes dos juros, impostos e despesas de depreciação e amortização com a receita líquida operacional do período (REC_{it}). São esperados maiores níveis de gerenciamento de resultados para companhias com menores níveis de rentabilidade para a margem de $EBITDA_{it}$.
$ROA_{it} = \frac{LL_{it}}{AT_{it}}$	O <i>Return on Assets</i> (ROA_{it}) mostra a relação do retorno produzido, medido pelo lucro líquido (LL_{it}), com o total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos (AT_{it}). Este indicador mensura a rentabilidade conjunta dos recursos próprios e de terceiros aplicados na empresa.

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2009).

Por conseguinte, na pesquisa, adotou-se o teste t para a diferença entre duas médias aritméticas, conforme explicitado por Levine et al. (2008). Por meio deste teste, busca-se determinar se as médias de duas populações são significativamente diferentes entre si. O intuito foi comprovar se há diferença, estatisticamente significativa, entre as médias aritméticas dos indicadores de Margem EBITDA, LPA e ROA, antes e depois da SEO. Contudo, antes de realizar o teste propriamente dito, deve-se verificar se as variâncias das duas populações são equivalentes ou não. Para tanto, Levine et al. (2008) sugerem que seja realizado o teste F de variância agrupada:

$$F = \frac{\sigma_1^2}{\sigma_2^2} \quad (1)$$

em que

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

σ_2^2 = variância do indicador depois da SEO.

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

Em seguida deve-se testar a hipótese nula de que não existe diferença entre as médias aritméticas das duas populações. Caso a hipótese nula de igualdade das médias não seja rejeitada, conclui-se que as médias do indicador selecionado são estatisticamente iguais para os períodos anterior à SEO e posterior à SEO.

Levine et al. (2008) informam que para determinado nível de significância, α , em um teste bicaudal, rejeita-se a hipótese nula caso a estatística do teste t calculada seja maior do que o valor crítico da cauda superior da distribuição t , ou caso a estatística do teste t calculada seja menor do que o valor crítico da cauda inferior da distribuição t . Assim, sugere-se que o t calculado seja dado por:

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

em que

$$\sigma_p^2 = \frac{(n_1 - 1)\sigma_1^2 + (n_2 - 1)\sigma_2^2}{(n_1 - 1) + (n_2 - 1)} \quad (3)$$

sendo

- \bar{X}_1 = média aritmética dos valores do indicador antes da SEO;
- \bar{X}_2 = média aritmética dos valores do indicador depois da SEO;
- μ_1 = média aritmética da população 1;
- μ_2 = média aritmética da população 2;
- σ_p^2 = variância agrupada dos valores, antes e depois da SEO;
- n_1 = tamanho da amostra antes da SEO; e
- n_2 = tamanho da amostra depois da SEO.

3.4 Método para identificar os níveis de *accruals* discricionários

Nos estudos relacionados ao tema de gerenciamento de resultados contábeis, o desafio de qualquer modelo econométrico é encontrar a melhor estimativa do valor dos *accruals* discricionários. Assim, para saber se as empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente, a fim de valorizar suas ações em períodos próximos de uma SEO, tomou-se como base metodológica os estudos realizados por Jones (1991), Loughran e Ritter (1997), Rangan (1998) e Teoh, Welch e Wong (1998a). Diante disso, pretende-se testar a seguinte hipótese:

H₀: Existem evidências significativas de que as empresas brasileiras que realizaram SEO apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários nos anos que antecedem a emissão.

Para estimar os *accruals* discricionários das empresas em determinado período, foi utilizada a equação sugerida por Jones (1991) (Equação 4). Nesta equação o entendimento é que os volumes dos *accruals* correntes que serão necessários dependem da Receita, e os *accruals* não-correntes dependem do montante do Ativo Imobilizado. É importante observar que, para estimar os *accruals* não-correntes pelo modelo de Jones (1991), apenas computam-se as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão, ignorando a existência de quaisquer outros *accruals* não-correntes.

$$\frac{ACT_i}{AT_{i,t-1}} = \hat{\alpha}_i \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_{1i} \left(\frac{\Delta REC_i}{AT_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_{2i} \left(\frac{AP_i}{AT_{i,t-1}} \right) + v_i \quad (4)$$

em que

$$\frac{ACT_i}{AT_{i-1}} = \frac{(\Delta AC_i - \Delta DISP_i) - (\Delta PC_i - \Delta FCP_i) - (DEP_i, AMORT_i, EXAUST_i)}{AT_{i,t-1}} \quad (5)$$

sendo

- ACT_i = *accruals* totais da empresa i ;
- $AT_{i,t-1}$ = ativo total da empresa i no período $t-1$;
- ΔREC_i = receitas operacionais líquidas da empresa i no período t menos as receitas de $t-1$;
- AP_i = ativo permanente da empresa i ;
- ΔAC_i = ativo circulante da empresa i no período t menos o ativo circulante do período $t-1$;
- $\Delta DISP_i$ = disponibilidades da empresa i no período t menos as disponibilidades do período $t-1$;
- ΔPC_i = passivo circulante da empresa i no período t menos o passivo circulante do período $t-1$;
- ΔFCP_i = financiamentos de curto prazo da empresa i no período t menos os financiamentos de curto prazo do período $t-1$;
- $DEP_i, AMORT_i, EXAUST_i$ = despesas de depreciação, amortização e exaustão da empresa i ;
- $\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_{1i}, \hat{\beta}_{2i}$ = coeficientes estimados na regressão; e
- v_i = termo de erro da regressão.

Uma vez que o modelo seja implementado, a magnitude dos valores estimados para o termo de erro (v_i) é que vai informar como estão se comportando os *accruals* discricionários (AD_i) de uma empresa. Isso corrobora as explicações de Coelho e Lopes (2007). Segundo

eles, supõe-se que os ajustes contábeis regulares são função do tamanho dos Ativos que os geram, bem como estão associados ao incremento das Receitas. Desvios a estes comportamentos são captados pelo erro da estimativa, o que resultará em *accruals* discricionários. Logo, $AD_i = v_i$.

De acordo com Martinez (2001), apenas nos casos em que o valor do termo de erro (*accruals* discricionários) for considerado nulo ($v_i \cong 0$), não se constatará o gerenciamento de resultados contábeis praticado pelas empresas. Quando os *accruals* discricionários das empresas assumirem valores positivos ($v_i > 0$), haverá indícios de que as empresas estão gerenciando seus resultados contábeis com a finalidade de aumentar seus lucros. Quando os *accruals* discricionários assumirem valores negativos ($v_i < 0$) haverá indícios de que as empresas estão gerenciando seus resultados contábeis com a finalidade de diminuir seus lucros.

Em termos absolutos, quanto maior o valor assumido por v_i em determinado período, comparados aos valores de v_i dos outros períodos, haverá indícios de que naquele período as empresas estão utilizando maiores níveis de *accruals* discricionários, os quais podem caracterizar operações de gerenciamento de resultados contábeis.

Destaca-se que as variáveis das equações anteriores são deflacionadas pelo Ativo Total do período anterior, de modo a deixá-las padronizadas, procurando-se suprimir o efeito tamanho e reduzir o problema da heterocedasticidade, isto é, de uma variância não constante em função da existência de valores contábeis muito discrepantes ao longo da amostra.

3.5 Inferência estatística

Após os dados sobre as variáveis relevantes terem sido coletados, o método econométrico utilizado foi o Corte Transversal (*cross-section*). Os Dados em Corte Transversal são dados em que uma ou mais variáveis foram coletadas no mesmo ponto do tempo, que nesse caso trata-se do ano₋₂, ano₋₁, ano₀, ano₊₁ e ano₊₂. Por meio dos Dados em Corte Transversal, foram estimados os *accruals* discricionários de cada ano.

Para avaliar a normalidade do termo de erro, foi considerada a significância estatística do teste de Kolmogorov-Smirnov (K-S). Conforme Bussab e Morettin (2002), o teste determina se os valores da amostra podem, razoavelmente, ser considerados como provenientes de uma população com distribuição normal. Quanto à heterocedasticidade de v_i , todas as regressões foram estimadas utilizando-se as variâncias e erros-padrão consistentes para heterocedasticidade de White

Por conseguinte, em relação aos parâmetros do modelo de estimação dos *accruals* discricionários, teoricamente, o sinal esperado da variação das Receitas é difícil de ser previsto, uma vez que as Receitas estão relacionadas ao aumento dos *accruals*, tanto para elevar quanto para diminuir os lucros. Para a variação do Ativo Permanente, espera-se que o sinal do coeficiente seja negativo em todas as regressões, pois é positivamente correlacionado com as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão, as quais representam uma parte dos *accruals* que diminuem o lucro (LOPES; TUKAMOTO, 2007).

4. Análise dos Resultados

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

Quanto aos Ativos Permanentes, estes tiveram aumento médio de 44,19%. Esse valor está aproximadamente a meio ponto percentual da mediana encontrada, indicando que os valores extremos não influenciam esta medida de tendência central. Esta situação aparentemente homogênea dos dados, no entanto, não é conclusiva, visto que as empresas da amostra apresentam valores médios de Ativos Permanentes acima de 58,74% em relação aos valores contabilizados dos Ativos Totais do início do ano. Portanto, espera-se que, ao aumentar os permanentes, haja também um aumento das Despesas de Depreciação, o que tem impacto negativo no valor dos *accruals* totais. Ademais, com o crescimento médio dos *accruals* correntes, notou-se também crescimento médio dos Passivos Circulantes e baixo crescimento médio dos Financiamentos de Curto prazo, o que contribui para que os *accruals* totais sejam positivos.

Ressalta-se que, ao analisar o desvio-padrão da variação média das Receitas ($\sigma = 0,3947$) e da variação média dos permanentes ($\sigma = 0,2511$), evidenciou-se a heterogeneidade das empresas contidas na amostra. Empresas de diferentes portes e segmentos demandam estruturas individualizadas para suas operações, o que pode influenciar consideravelmente a estimação e análise dos *accruals* discricionários.

Com o objetivo de comparar os resultados obtidos pelas empresas, realizou-se a análise de indicadores de desempenho econômico-financeiro antes e depois da SEO. A Tabela 1 apresenta os resultados obtidos.

Tabela 1. Teste *t* para a diferença de médias dos indicadores econômico-financeiros

Indicador	Resultados	Anos -2 e -1 → Anos 0, +1 e +2	Ano -2, -1 e 0 → Ano +1 e +2
LPA	<i>F</i> calculado	1,422	4,018
	<i>F</i> crítico <i>uni-caudal</i>	1,480	1,524
	<i>t</i> calculado	-0,390	-1,159
	<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>	1,976	1,977
Margem EBITDA	<i>F</i> calculado	1,120	0,886
	<i>F</i> crítico <i>uni-caudal</i>	1,477	0,673
	<i>t</i> calculado	0,422	0,194
	<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>	1,976	1,983
ROA	<i>F</i> calculado	0,640	2,142
	<i>F</i> crítico <i>uni-caudal</i>	0,668	1,524
	<i>t</i> calculado	0,266	-0,814
	<i>t</i> crítico <i>bi-caudal</i>	1,977	1,977

Fonte: dados da pesquisa, 2010

Conforme a Tabela 1, os resultados para a diferença entre as médias sinalizaram que o LPA médio dos anos -2 e -1 apresentou variâncias homogêneas quando comparados com o LPA médio dos anos 0, +1 e +2 (F calculado < F crítico *uni-caudal*). Comprovou-se também que não há evidências estatísticas para rejeitar a hipótese nula de médias equivalentes entre os períodos, visto que a estatística *t* calculada está na área de não rejeição da hipótese nula (t calculado < t crítico *bi-caudal*).

Além disso, foi realizado o teste *t* para verificar se as médias obtidas nos anos -2, -1 e 0 seriam diferentes daquelas obtidas nos anos +1 e +2. Constatou-se que as variâncias foram estatisticamente diferentes, mas as médias não apresentaram o mesmo comportamento. Apesar de valores tão distintos para o LPA, antes e depois da SEO, o resultado do teste *t* não rejeitou a hipótese nula de igualdade entre as médias dos dois períodos. Assim, não se pode afirmar que, em média, as empresas emissoras de novas ações apresentam valores de LPA diferentes para o período anterior e posterior a SEO.

Em seguida, ao calcular a Margem EBITDA, também era esperado que essa fosse maior no ano que precede a emissão subsequente. Isso porque, Loughran e Ritter (1997) encontraram evidências de que, antes da SEO, as empresas são propensas a gerenciarem seus

resultados com a finalidade de melhorar esse indicador. Entretanto, quando realizado o teste t para a diferença entre as médias dos anos -2 e -1 em relação aos anos 0, +1 e +2, foram encontradas evidências estatísticas de não rejeição da hipótese nula de igualdade das médias.

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

Quanto ao ROA, de acordo com Loughran e Ritter (1997), existe a possibilidade de os gestores gerenciarem os resultados contábeis com a finalidade de também melhorar esse indicador. Na pesquisa desses autores, ficou constatado estatisticamente que o ROA médio das empresas que emitem novas ações é maior nos anos que antecedem a emissão, com o consequente decréscimo nos anos posteriores. No caso brasileiro, essa situação não ocorreu.

Notou-se que a média do ROA são estatisticamente iguais nos anos -2 e -1 comparativamente com os anos 0, +1 e +2. Logo, o ROA das empresas que se engajam em operações de SEO não apresenta diferenças entre os valores anteriores e posteriores à emissão de ações. Ao realizar os testes F e t para os anos -2, -1 e 0 em relação aos anos +1 e +2, verificou-se que os resultados apresentaram variâncias diferentes entre os períodos, mas ainda assim, as médias continuaram a evidenciar comportamento estatisticamente equivalente.

Após analisar todos esses resultados, encontraram-se evidências significativas para rejeitar a hipótese (H_a) de que as companhias que realizaram SEO apresentaram melhor desempenho econômico-financeiro nos anos que precederam a nova emissão de ações.

Para dar continuidade ao estudo, foram estimadas, pelo Modelo Jones (1991), cinco regressões para Cortes Transversais utilizando todas as observações/ano (Tabela 2). O intuito foi verificar se, por meio dessa técnica, evidenciava-se a prática de gerenciamento de resultados contábeis, com a intenção de aumentar o lucro no ano que antecedia a SEO.

Tabela 2. Resultados de cada regressão/ano para o Modelo Jones (1991)

Coefficientes	S. Esp.	Ano. ₋₂	Ano. ₋₁	Ano. ₀	Ano. ₊₁	Ano. ₊₂
α	?					
Coef,		-0,0039	0,1066	0,0691	0,1137	-0,0024
Estatística-t		-0,1270	2,1508	2,0492	2,1635	-0,1143
p-value		0,89	0,04**	0,05**	0,03**	0,91
β_1	+/-					
Coef,		0,0410	0,0743	0,0187	0,1790	0,1605
Estatística-t		1,1860	0,8781	0,2114	2,0428	33,0901
p-value		0,24	0,38	0,83	0,05**	0,00*
β_2	-					
Coef,		-0,0767	-0,2625	-0,1824	-0,2295	-0,0798
Estatística-t		-1,0559	-2,8628	-2,9433	-2,5345	-1,9275
p-value		0,30	0,00*	0,00*	0,01*	0,06***
R^2 ajustado		0,019	0,316	0,246	0,279	0,906
Estatística-F		1,2931	7,9401	5,5769	6,8332	102,369
p-value		0,29	0,00*	0,00*	0,00*	0,00*
N		31	31	29	31	22

*, **, ***: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente. S. Esp.: Sinal esperado dos coeficientes.

Fonte: dados da pesquisa, 2010.

No ano.₋₂ os resultados não são significativos, devido ao baixo poder de explicação do modelo e os coeficientes das variáveis explicativas não serem estatisticamente diferentes de zero ($p\text{-value} > 10\%$). Levando-se em consideração os níveis de significância adotados na pesquisa, não existem evidências estatísticas para rejeitar ou não rejeitar as hipóteses estabelecidas, visto que para este ano o modelo não foi capaz de estimar corretamente o valor dos *accruals* discricionários.

Nota-se que, para os anos -1, 0, +1 e +2, o coeficiente β_2 apresentou significância estatística e seu sinal está de acordo com o esperado, já que a variável AP_i evidencia que é positivamente correlacionada com as Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão, sendo este o principal direcionador destas despesas, portanto espera-se que o sinal desse coeficiente seja sempre negativo.

Para os anos -1, 0, +1 e +2, o coeficiente β_1 apresentou sinal positivo, evidenciando que é positivamente correlacionado com os ACT_i . Entretanto, em -1 e 0, o coeficiente β_1 não foi significativo (*p-value* 0,38 e 0,83, respectivamente). Apesar de o parâmetro β_1 não apresentar significância estatística, decidiu-se conservar a variável ΔREC_i . Na pesquisa de Lopes e Tukamoto (2007), foi mantida a variável ΔREC_i mesmo quando ela apresentou coeficiente estatisticamente igual a zero. É importante salientar que, no estudo de Lopes e Tukamoto (2007), a significância da estatística-*F* também foi satisfatória, o que os motivou a manter a variável, embora reconhecendo os riscos de novos problemas de mensuração estarem sendo incorporados.

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

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

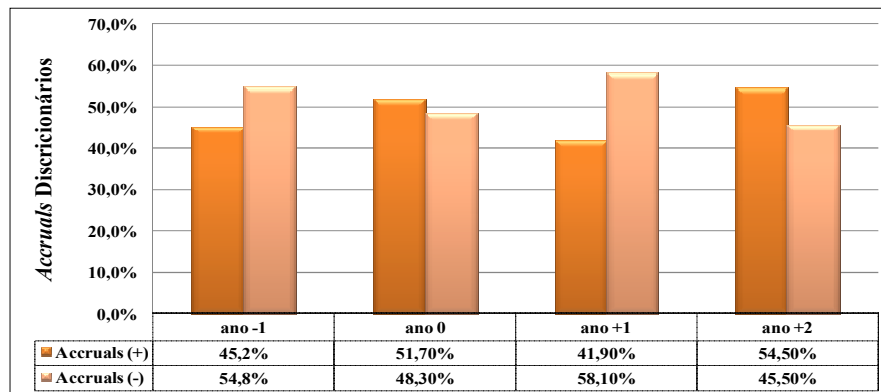
O aumento significativo do coeficiente β_1 está ligado ao crescimento médio dos *accruals* correntes desse ano. Em +1, as empresas apresentaram, por exemplo, volume médio de Contas a Receber maior do que no ano₀, o que sugere a possibilidade de aumento do montante que será provisionado para se prevenir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

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

Os resultados obtidos para o ano₊₂ evidenciaram significativa melhora no ajustamento da regressão, comparando-se com os anos anteriores. Ambos os parâmetros, β_1 e β_2 , apresentaram significância estatística. Nota-se que o coeficiente β_1 apresentou maior discrepância de valores nos anos +1 e +2. Isso leva a entender que, devido a grande variação média positiva da Receita, houve maior impacto no valor dos *accruals* totais.

Em +2 foi registrada a maior variação média das receitas (R\$ 0,329) em relação a todos os outros anos da amostra (R\$ 0,162). Esse fato pode representar um aumento nas atividades operacionais das empresas, o que leva a maiores valores de Receitas. Entretanto, aumento significativo nas Receitas também pode ser devido a atitudes discricionárias dos gestores. Estes podem reconhecer Receitas de forma antecipada relativas a atividades em que deveriam ser reconhecidas em data futura, por exemplo, aquelas advindas de serviços executados em que o pagamento é realizado por percentagem de atividade completada. Assim, os gestores podem fazer antecipações para aumentar as Receitas do período corrente, proporcionando informações melhores sobre as atividades e o desempenho da empresa.

Analisando-se os resultados encontrados para os valores dos *accruals* discricionários no período estudado, tem-se o seguinte comportamento (Figura 2):



Fonte: dados da pesquisa, 2010.

Figura 2. Comportamento dos *accruals* discricionários no período estudado

Pode-se verificar que, no ano₋₁, 54,8% das empresas apresentaram *accruals* discricionários negativos e 45,2%, *accruals* discricionários positivos. Todavia, apesar de a maioria das empresas apresentarem *accruals* discricionários negativos, verificou-se que aquelas que apresentaram *accruals* discricionários positivos tiveram valor médio desses *accruals* de 0,0738, enquanto o valor médio dos negativos foi -0,0608. Esse fato intrigante fez com que o lucro, em porcentagem dos ativos totais, crescesse em média 1,5% em relação ao ano₋₂.

Para o ano₀ os resultados apontam que 48,3% das empresas apresentaram *accruals* discricionários negativos e 51,7%, *accruals* discricionários positivos. Em comparação com o ano₋₁, o nível de *accruals* discricionários foi aparentemente menor. Entretanto, apesar de a média para o ano₋₁ ser de 0,0667 e para o ano₀, de 0,0535, não se pode afirmar que houve diferença estatística entre elas. Isso ficou comprovado ao se realizar o teste *t* para a diferença entre as médias, o qual apresentou *t* calculado de 1,150, enquanto o *t* tabelado foi 2,001. Portanto, rejeita-se a hipótese nula de que os *accruals* discricionários do ano que antecede a SEO são mais elevados que no próprio ano da emissão.

Pelos resultados obtidos no ano₊₁, 58,1% das empresas apresentaram *accruals* discricionários negativos e 41,9%, *accruals* discricionários positivos. O valor médio dos *accruals* discricionários positivos (0,1024) supera o dos negativos (-0,0739), o que levou ao crescimento da variação média do lucro de toda a amostra.

Quanto aos valores dos *accruals* discricionários, constata-se que, no ano₊₂, 45,5% das empresas apresentaram valores negativos, enquanto 54,5% deles apresentaram valores positivos. Ressalta-se que, no ano₊₂, a média dos *accruals* discricionários, em termos absolutos (0,0320), foi a menor dentre os anos pesquisados, o que caracteriza menor discricionarieidade por parte das companhias estudadas. Soma-se a isso o fato de as

companhias apresentarem *accruals* discricionários no intervalo de -0,075 a 0,075, enquanto nos outros anos esse intervalo foi de aproximadamente de -0,15 a 0,15.

Diante dos resultados médios obtidos na amostra pesquisada, não se obtiveram resultados estatísticos significativos para comprovar que a média dos *accruals* discricionários nos anos que antecedem a emissão é mais elevada que aquela apresentada nos anos 0, +1 e +2. Logo, existem evidências significativas para rejeitar a hipótese H_b . Apesar da média dos *accruals* discricionários antes da SEO ser igual a 0,0667 e nos anos após a SEO igual a 0,0625, não se confirmou a diferença de médias entre os períodos. Isso foi comprovado pelo teste t para a diferença entre médias, o qual apresentou t calculado $< t$ crítico bi-caudal.

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

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

5. Considerações Finais

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

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

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

Em seguida, optou-se por estimar os *accruals* discricionários das empresas, na intenção de verificar, por meio dessa técnica, se havia resultados tendenciosos para a prática de gerenciamento de resultados para aumentar o lucro nos anos próximos da SEO.

A estimação dos *accruals* discricionários foi realizada por meio do modelo Jones (1991). As regressões foram estimadas em cortes transversais para os cinco períodos pesquisados (ano₋₂, ano₋₁, ano₀, ano₊₁ e ano₊₂). O que se depreendeu de toda a análise é que os valores dos *accruals* discricionários oscilaram entre os períodos analisados. Entretanto, na amostra pesquisada, não se obtiveram resultados estatísticos significativos para confirmar a hipótese H_b .

Portanto, não foi possível comprovar que a média dos *accruals* discricionários nos anos que antecedem a emissão é mais elevada que aquela apresentada nos anos posteriores. Isso ficou confirmado com o teste *t* para a diferença de médias dos *accruals* discricionários antes e após a SEO, o qual apresentou um *t* calculado $< t$ crítico bi-caudal.

Retomando-se o problema de pesquisa estabelecido: “*As empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis positivamente a fim de valorizar suas ações em períodos próximos de uma SEO?*” Para a amostra pesquisada, não foi possível confirmar a ocorrência do gerenciamento de resultados próximo da emissão de novas ações para esse fim. Apesar de alguns resultados apresentarem uma tendência de gerenciamento nos anos próximos de uma SEO, isso não foi confirmado estatisticamente.

Contudo, essas afirmações devem ser analisadas com cautela, visto que as seguintes limitações foram encontradas no decorrer do estudo: (1) número pequeno de empresas que realizaram SEO no decorrer dos anos pesquisados; e (2) falta de algumas informações para estimar os *accruals* discricionários em períodos menores, por exemplo, trimestralmente.

Como sugestão para futuras pesquisas, destaca-se a seguinte: buscar evidências de gerenciamento de resultados em ofertas públicas subseqüentes por meio de variáveis que reflitam outras mudanças contábeis, como: estimativas de valores residuais de ativos, provisões para garantia de produtos, estimação de valores para a baixa contábil de estoques e valor de mercado de determinados investimentos.

Referências

- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BUSSAB, Wilton O.; MORETTIN, Pedro. A. **Estatística básica**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- CANUTO, Otaviano; FERREIRA JÚNIOR, Reynaldo R. Assimetria de informações e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano? **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 2, p. 7-42, 1999. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1949/2325>>. Acesso em: 27 jul. 2010.
- CHAN, Konan; JEGADEESCH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. **Earnings quality and stock returns: the evidence from accruals**. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=259691>>. Acesso em: 10 mar. 2009
- CHEN, Ken. Y.; LIN, Kuen-Lin; ZHOU, Jian. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. **Managerial Auditing Journal**, Bradford, v. 20, n. 1, p. 86-104, Jan./Mar. 2005.
- COELHO, Antônio C. D.; LOPES, Alexsandro B. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 11, p. 121-144, 2007. Edição especial, 2.
- COLAUTO, Romualdo D.; BEUREN, Ilse M. Um estudo sobre a influência de *accruals* na correlação entre o lucro contábil e a variação de capital circulante líquido de empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 10, n. 2, p. 95-116, abr./jun. 2006.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (Brasil). **Pronunciamento conceitual básico**. estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis. 2008. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2008.
- DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 14 n. 2, p. 235-250, June 2000.
- GALDI, Fernando C. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** 2008. 119 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.bv.fapesp.br/dissertacoes-teses/8050/estrategias-investimento-aco-es-baseadas-analise-demonstracoes/>>. Acesso em: 28 fev. 2010

- JONES, Jennifer. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 29, n. 2, p. 193-228, Autumn 1991.
- LEVINE, David M. *et al.*. **Estatística: teoria e aplicações**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.
- LOPES, Alessandro B.; TUKAMOTO, Yhurika S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n.1, p. 86-96, jan./mar. 2007.
- LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay R. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. **The Journal of Finance**, New York, v. 52, n. 5, p. 1823-1850, Dec. 1997.
- MARTINEZ, Antônio L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 150 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- MOHANRAN, Partha. S. How to manage earnings management? 2003. Disponível em: <<http://www.docstoc.com/docs/7175242/HOW-TO-MANAGE-EARNINGS-MANAGEMENT1>>. Acesso em: 10 out. 2009.
- MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, New York, v. 39, n. 3, p. 575-592, July 1984.
- PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu; CORRAR, Luiz J. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 47, n. 1, p. 46-59, jan./mar. 2007.
- RANGAN, Srinivasan. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 50, n.1, p. 101-122, Oct. 1998.
- RAUPP, Fabiano M.; BEUREN, Ilse M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, Ilse M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003. p. 77-97.
- SANTOS, Ariosvaldo dos; PAULO, Edilson. Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 3, n 1, p. 13-31, jan./jun. 2006.
- SPIESS, Katherine D.; AFFLECK-GRAVES, John. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 38, n. 3 , p. 243-267, July 1995.
- STICKNEY, Clyde P.; WEIL, Roman L. **Contabilidade financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos**. São Paulo: Atlas, 2001
- SUNDER, Shyam. Knowing what others know: common knowledge, accounting and capital markets. **Journal of Management Accounting Research**, Sarasota, v. 16, n. 4, p. 305-319, Dec. 2002.
- TEOH, Siew H.; WELCH, Ivo; WONG, T.J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **The Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 50, n. 1 ,p. 63-99, Oct.1998a.
- TEOH, Siew H.; WONG, T.J.; RAO, Gita R. Are accruals during initial public offerings opportunistic? **Review of Accounting Studies**, Boston, v. 3, n. 1-2 , p. 175-208, Mar. 1998.
- TRAPP, Adriana C. Garcia. **A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis**. 2009. 133 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08072009-160920/>>. Acesso em: 20 fev. 2010