

**Gerenciamento de Resultados Contábeis em Oferta Pública de Ações**

**Sylvia Rejane Magalhães Domingos**

*Universidade Federal do Ceará*

**Vera Maria Rodrigues Ponte**

*Universidade Federal do Ceará*

**Edilson Paulo**

*Universidade Federal da Paraíba*

**Resumo**

O estudo teve como objetivo geral investigar a prática de gerenciamento de resultados por parte das companhias nos períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações (IPO). A amostra do estudo compreendeu as companhias que realizaram oferta pública de ações entre 2004 e 2013. Para realização do estudo, foram coletados dados financeiros trimestrais das empresas da amostra. O gerenciamento de resultados foi investigado numa perspectiva temporal, seguindo metodologia adotada por Gioielli (2008), que investigou o gerenciamento das informações contábeis pelas empresas em processo de IPO e também em que momento ao redor desse processo essa prática é mais intensa. Para atender aos objetivos desta pesquisa foram estimadas as acumulações discricionárias por meio dos modelos Jones Modificado (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995) e Pae (2005), através de dados em painel. Os resultados encontrados nesta pesquisa sugerem que as empresas gerenciam seus resultados contábeis, que essa prática é mais intensa nas fases compreendidas pelos trimestres anteriores aos trimestres anterior e posterior ao período da oferta pública e pelos trimestres de pós-vedação à negociação das ações da companhia e que procuram com mais frequência reduzir seus resultados contábeis ao redor da oferta pública de ações. O presente estudo busca contribuir com a discussão do tema gerenciamento de resultados, apresentando evidências de comportamento discricionário aos investidores e os órgãos de fiscalização e regulação do mercado de capitais no Brasil, assim estes podem buscar alternativas para detectar e/ou inibir práticas oportunistas da administração das companhias durante a oferta pública de ações.

**Palavras chave:** Gerenciamento de Resultados; Oferta Pública; Companhias Abertas.

## **1 INTRODUÇÃO**

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

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

A oferta pública inicial de ações é o processo de abertura do capital de uma empresa em bolsa de valores, sendo bastante complexo e oneroso (como, por exemplo, despesas com coordenadores, honorários advocatícios e de auditoria e taxas de arquivamento na Comissão de Valores Mobiliários – CVM e na bolsa de valores), com vantagens e desvantagens, bem como obstáculos a ser transpostos, além de uma série de normas e regras que devem ser observadas (Vieira & Oliveira, 2009). Bonfim, Santos e Pimenta(2007) alertam que os processos de abertura de capital demandam altos custos, associados ao processo e à necessidade de elevar significativamente o nível de qualidade das informações contábeis divulgadas.

Segundo Paulo (2007), a informação contábil é influenciada por critérios alternativos de mensuração/evidenciação, conhecidos por escolhas contábeis, facultando ao gestor a opção entre normas e práticas permitidas pela regulação vigente. Dessa forma, o resultado, principal produto da informação contábil, pode decorrer de ajustes contábeis de natureza discricionária, bem como não ter qualquer relação com a realidade dos fatos. Nesse momento ocorre o gerenciamento de resultados, no intuito de que estes sejam favoráveis aos executivos, independentemente dos ajustes discricionários utilizados em sua apuração.

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

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

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

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

Diante do exposto, este trabalho tem como objetivo verificar a prática de gerenciamento de resultados contábeis em períodos próximos as ofertas públicas primárias, secundárias e mistas de ações no mercado de capitais brasileiro.

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

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1. Gerenciamento de resultados contábeis e a oferta pública de ações**

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

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

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

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

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

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

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

Ao considerar sinônimos a manipulação de resultados contábeis e o gerenciamento de resultados contábeis, Paulo (2007) define manipulação como a utilização de ações

discricionárias, por parte dos administradores, para alterar a interpretação da realidade econômica e financeira da empresa.

Em um contexto de oferta pública de ações, Oliveira e Bispo (2009) apontam que muitas empresas acreditam que o preço de suas ações será maximizado se o lucro líquido crescer a uma taxa anual constante. Dessa forma, procuram adotar políticas e procedimentos contábeis para divulgar o lucro com vistas a alcançar esse objetivo ou divulgar dados de lucro por ação que maximizem a demanda por suas ações.

## **2.2. Estudos anteriores**

Teoh, Welch and Wong (1998) examinaram se as empresas do mercado acionário dos EUA gerenciam seus resultados de modo a obter melhores termos em sua primeira subscrição de ações. Concluíram que as firmas que vêm realizando a IPO possuem valor relativamente mais alto de acumulações correntes, quando comparadas com outras do mesmo setor, e que as acumulações discricionárias são boas preditoras para o desempenho das ações nos três anos subsequentes.

Rangan (1998) estudou o efeito do gerenciamento de resultados no desempenho subsequente das ações de companhias que fizeram SEO. O autor verificou que as companhias apresentavam resultados inflados no trimestre próximo ao anúncio da SEO e no trimestre subsequente.

Com o mesmo objetivo do estudo de Teoh *et al.* (1998), mas utilizando empresas do Reino Unido, Ball and Shivakumar (2008) concluíram que, em média, as empresas gerenciam seus resultados contábeis para elevar o nível dos lucros antes de uma IPO, de forma a obter ganhos na oferta pública.

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

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

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

Investigando oferta pública de títulos mobiliários no mercado acionário brasileiro, Paulo, Cavalcante e Melo (2012) analisaram a qualidade das informações contábeis pela ótica do gerenciamento de resultados, com o intuito de verificar se há diferenças significativas nos

números contábeis em companhias que realizaram oferta pública de ações e debêntures entre 2000 e 2006. Os resultados evidenciam que a oferta pública não afeta significativamente os números contábeis, sugerindo, assim, que a qualidade das informações contábeis não é influenciada pela emissão de ações e debêntures, diferentemente do encontrado em estudos com empresas dos EUA (Teoh *et al.*, 1998), britânicas (Ball & Shivakumar, 2008) e brasileiras (Gioielli, 2008).

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

Observa-se que os estudos com as empresas brasileiras apontam em dois sentidos: a oferta pública influencia a prática de gerenciamento de resultados (Gioielli, 2008; Paulo, 2007), e a oferta pública não influencia a prática de gerenciamento de resultados (Bispo, 2010; Paulo, Cavalcante, & Melo, 2012; Rodrigues, 2013). Por outro lado, os estudos internacionais (Ball & Shivakumar, 2008; Rangan, 1998; Teoh *et al.*, 1998) concluem que as empresas que realizam oferta pública de ações gerenciam seus resultados mais intensamente em períodos próximos à oferta.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra e procedimento de coleta de dados

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

**Tabela 1 – Definição da amostra**

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

Fonte: Dados da pesquisa.

#### 3.2 Definição das hipóteses

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

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

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

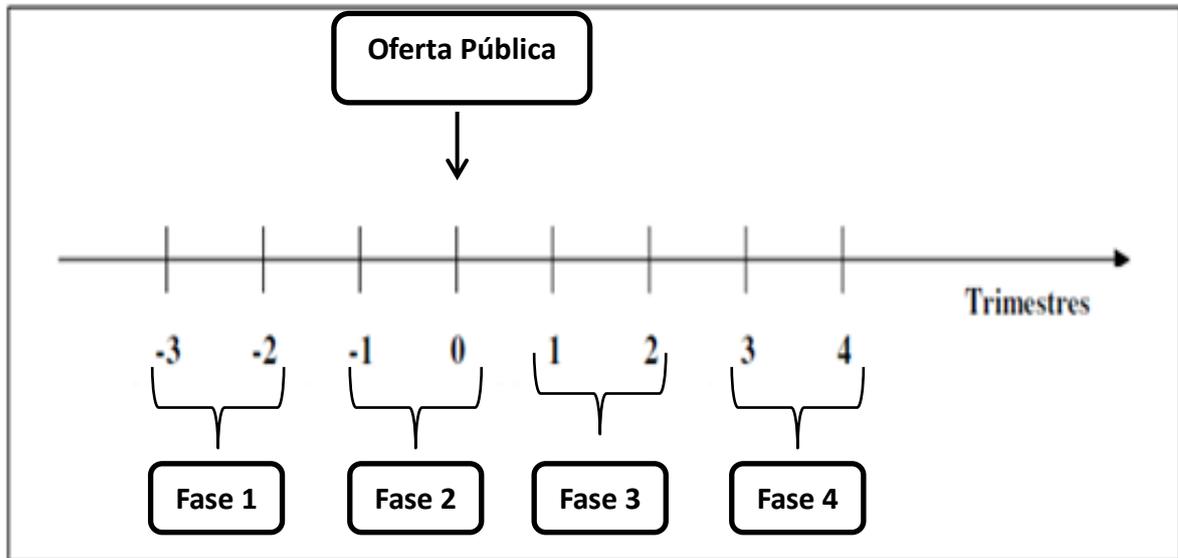


Figura 1 – Fase no estudo de gerenciamento de resultados nos trimestres anterior e posterior à IPO

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

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

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

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

A fase 3, ou período pré-expiração da cláusula *lock-up* (ou vedação à negociação), diz respeito aos dois trimestres seguintes ao trimestre imediatamente posterior ao período da IPO. No Brasil, os regulamentos dos três segmentos de listagem da BM&FBovespa estabelecem que, nos seis meses subsequentes à primeira distribuição pública de ações da companhia, o acionista controlador e os administradores não podem vender e/ou ofertar à venda quaisquer das ações e derivativos de que eram titulares imediatamente após a efetivação da distribuição (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros [BM&FBovespa], 2013). A busca discricionária dos gestores pela redução da variabilidade dos lucros caracteriza a prática do *income smoothing*. Barth, Landsman e Wahlen (1995) demonstram que os preços das ações refletem um prêmio pelos riscos associados à variabilidade dos resultados e que os gestores podem

reduzir os custos de capital usando seu poder discricionário na estimação de certos componentes de resultado, para reduzir a sua variabilidade. Dessa forma, espera-se que na fase 3 as empresas estreadas pratiquem o *income smoothing*, definindo-se a segunda hipótese do estudo, abaixo enunciada:

**Hipótese 2:** As companhias estreadas na bolsa de valores procuram diminuir a variabilidade dos resultados contábeis nos dois períodos subsequentes (fase 3) ao da oferta pública de ações, quando comparados aos demais períodos investigados.

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

**Hipótese 3:** O nível de gerenciamento de resultados antes da oferta pública de ações (fase 2) é mais alto do que no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (*pós-lock-up*).

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

**Hipótese 4:** Há uma tendência à reversão dos *accruals* no período posterior ao de vedação de negociação das ações da companhia (*pós-lock-up*), quando comparado com a fase 3 (*lock-up*).

### 3.3 Procedimentos estatísticos

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

As três abordagens mais comuns para análise de dados em painel são o *Pooled Ordinary Least Squares – POLS* (Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados), o *Fixed-Effects Model* (Modelo de Efeitos Fixos) e o *Random Effects* (Modelo de Efeitos Aleatórios) (Fávero, Belfiori, Silva, & Chan, 2009). A escolha do modelo mais adequado para cada análise de conta se baseou na comparação realizada pelos testes de Hausman (1978), *F* de Chow (1960) e *LM* de Breusch and Pagan (1980).

Após a definição do método mais adequado, fez-se necessária a aplicação da correção de White (1980), com o objetivo de reduzir a heterocedasticidade dos resíduos e a sua autocorrelação serial, as quais poderão advir da heterogeneidade dos dados ou até mesmo das variáveis escolhidas.

Considerando-se que o estudo tem como objetivo geral investigar o gerenciamento de resultados nas fases ao redor da oferta pública, foi necessário obter as acumulações

discricionárias por fase ao redor da oferta pública de ações, e, após observada a normalidade dos dados, foi realizado o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis, para avaliação das hipóteses do estudo.

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

Para verificação da hipótese 2, de que as companhias estreatantes na bolsa de valores procuram diminuir a variabilidade dos resultados contábeis nos dois períodos subsequentes à oferta pública de ações, quando comparados aos demais períodos investigados, foi comparada a fase 3 com as fases 1, 2 e 4.

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

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

## 4. RESULTADOS

### 4.1 Análise da escolha dos modelos de regressão

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

Após a determinação do método mais adequado, foi aplicado o método de correção de White (1980) à heterocedasticidade para o método POLS no modelo Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) e para o método de efeitos fixos para o modelo Pae (2005). Os resultados das regressões são destacados na Tabela 2.

**Tabela 2 – Resultados das regressões após a correção de White**

<b>Modelo Jones Modificado (1995)</b>				
$TA_{it} = \alpha_i + \beta 1i(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta 2i(PPE_{it}) + \varepsilon_{it}$				
POLS				
	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-Valor</b>
Constante	-0,0298473	0,0201101	-1,48	0,138
$\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$	-0,1031474	0,0773488	-1,33	0,183
$PPE_{it}$	-0,0219064	0,004068	-5,39	0,000***
R <sup>2</sup>	0,0632			
Prob. > F	0,000			
<b>Modelo Pae (2005)</b>				
$TA_{it} = \alpha(1/At-1) + \beta 1(\Delta Rit) + \beta 2(PPE_{it}) + \beta 3(FCO_{it}) + \beta 4(FCO_{it-1}) + \beta 5(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it}$				
Método de Efeitos Fixos				
	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-Valor</b>

Constante	0,0152389	0,0063418	2,40	0,018**
$\Delta Rit$	0,0086938	0,0107965	0,81	0,423
$PPEit$	-0,0060558	0,0238239	-0,25	0,800
$FCOit$	-0,9508235	0,0233472	-40,73	0,000***
$FCOit-1$	0,0138242	0,0082354	1,68	0,097*
$TAit-1$	-0,0247394	0,0322926	-0,77	0,446
R <sup>2</sup>	0,9214			
Prob. > F	0,000			

\*\*\* Significante a 1% \*\* Significante a 5% \* Significante a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se o baixo poder explicativo do modelo Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995), com R<sup>2</sup> de 0,0632. Destaca-se que das duas variáveis utilizadas no modelo, apenas “imobilizado” foi significativa ao nível de 1%. No entanto, mesmo o coeficiente não apresentando significância estatística, optou-se por manter a variável “variação das receitas menos os recebíveis” no modelo, seguindo procedimentos adotados por Lopes e Tukamoto (2007) e Bispo (2010), dada a significância da estatística-*F* de 1%. Os coeficientes das variáveis apresentaram o sinal esperado.

O modelo Pae (2005) apresenta poder explicativo melhor que o do modelo Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995), com R<sup>2</sup> de 0,9214. Destaca-se que as variáveis “fluxo de caixa do período” e “fluxo de caixa do período anterior” são estatisticamente diferentes de zero. Também para esse modelo, verifica-se que os coeficientes das variáveis explicativas apresentaram o comportamento esperado.

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

#### 4.2 Análise descritiva do nível de gerenciamento de resultados contábeis

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

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

**Tabela 3 – Estatística descritiva dos níveis de gerenciamento de resultados**

Modelo	Fase 1			Fase 2			Fase 3			Fase 4		
	N	Média	Desvio-padrão									
Jones Modificado (1995)	124	-0,04	0,06	128	-0,02	0,12	130	-0,06	0,19	141	-0,04	0,05

Pae (2005)	38	-0,09	0,27	113	-0,02	0,27	147	0,02	0,24	145	-0,14	0,41
------------	----	-------	------	-----	-------	------	-----	------	------	-----	-------	------

Fonte: Dados da pesquisa.

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

Os resultados do modelo Pae (2005), diferentemente do apresentado pelo modelo Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995), mostram que em valores absolutos as médias das acumulações discricionárias divergem consideravelmente das fases 1 e 4 para as fases 2 e 3, apresentando valor mais elevado na fase de pós-vedação à negociação (fase 4), em seguida na fase compreendida pelos trimestres anteriores aos trimestres anterior e posterior ao da oferta pública (fase 1) e valores absolutos iguais na fase compreendida pelos trimestres imediatamente ao redor da oferta pública (fase 2) e na fase de vedação à negociação (fase 3). Sugere-se que as empresas utilizam as acumulações discricionárias para diminuir seus resultados nas fases 1, 2 e 4, e que essa prática é mais intensa na fase posterior ao período seguinte ao de vedação de negociação das ações das companhias (fase 4). Nas fases 1 e 2 as empresas utilizam o poder discricionário para reduzir seus resultados. Na fase 1 o gerenciamento de resultados é mais intenso que na fase 2, sugerindo que as empresas procuram apresentar melhores resultados nos trimestres anterior e posterior ao da oferta pública de ações (fase 2). Ao gerenciar para reduzir seus resultados, sugere-se que as empresas buscam uma postura mais conservadora, sinalizando melhores práticas para o mercado ao redor da oferta pública de ações, corroborando com o apontado por Ball e Shivakumar (2006).

A Figura 2 evidencia o comportamento das acumulações discricionárias estimadas pelo modelo Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) e para o modelo Pae (2005).

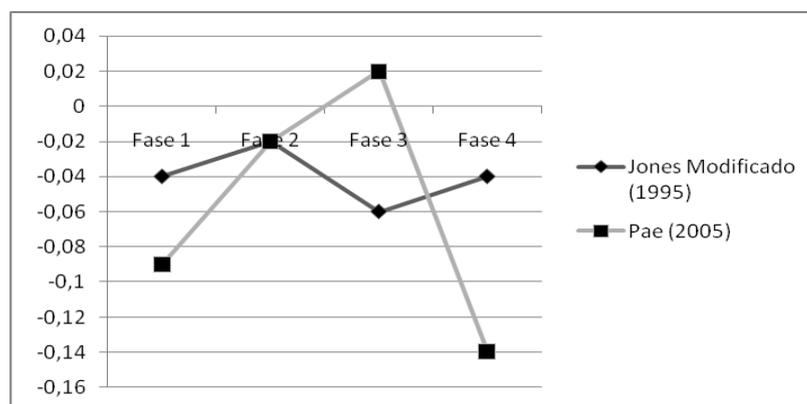


Figura 2 – Comportamento das acumulações discricionárias estimadas nas fases ao redor da oferta pública de ações

Destaca-se que os modelos apresentaram resultados distintos. Enquanto a partir do modelo Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) as companhias gerenciam mais

intensamente na fase de vedação à negociação das ações (fase 3), a partir do modelo Pae (2005) é mais alto o nível de gerenciamento de resultados na fase posterior à vedação à negociação das ações da companhia (fase 4). No entanto, diferentemente do apontado pela literatura, a fase compreendida pelos dois trimestres anterior e posterior ao da oferta pública (fase 2) não apresentou nível mais alto de gerenciamento de resultados nos dois modelos utilizados.

#### 4.3 Análise dos testes para comparação das fases

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

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

A Tabela 4 apresenta os resultados do teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis para cada modelo utilizado para estimação das acumulações discricionárias.

**Tabela 4 – Resultados do teste de Kruskal-Wallis para comparação do nível de gerenciamento de resultados das fases ao redor da oferta pública de ações**

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

\*\*\* Significante a 1% \*\* Significante a 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

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

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

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

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

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

Para complementação da análise dos resultados, optou-se por investigar o comportamento do lucro líquido das empresas nas fases ao redor da oferta pública de ações. A Tabela 5 apresenta os dados descritivos do lucro líquido.

**Tabela 5 – Estatística descritiva do lucro líquido**

	Fase 1			Fase 2			Fase 3			Fase 4		
	N	Média	Desvio-padrão									
Lucro	37	0,02	0,03	111	0,01	0,05	147	0,01	0,05	145	0,01	0,04

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da Tabela 5, é possível afirmar que em valores absolutos as médias dos lucros são semelhantes, apresentando valor mais elevado na fase compreendida pelos trimestres anteriores aos trimestres anterior e posterior ao período da oferta pública (fase 1) e valores iguais nas fases compreendida pelos trimestres imediatamente ao redor da oferta pública (fase 2), de vedação à negociação (fase 3) e de pós-vedação à negociação (fase 4). Para todas as fases, observou-se sinal positivo do lucro líquido, podendo-se inferir que as empresas buscam apresentar resultados positivos.

A Tabela 6 apresenta os resultados do teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis para o lucro líquido das companhias.

**Tabela 6 – Resultados do teste de Kruskal-Wallis para comparação do lucro líquido nas fases ao redor da oferta pública de ações**

Fases	Lucro Líquido	
	Qui-quadrado	Sig.
1 e 2	3,337	0,068*
1 e 3	0,140	0,708
1 e 4	0,231	0,631
2 e 3	8,891	0,003***
2 e 4	3,921	0,048**
3 e 4	1,927	0,165

\*\*\* Significante a 1% \*\* Significante a 5% \*Significante a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

Destaca-se que, para o lucro líquido, os resultados dos testes apontaram que a fase compreendida pelos trimestres mais próximos à oferta pública de ações (fase 2) e a fase posterior ao período de vedação à negociação das ações das companhias (fase 4) apresentaram lucros estatisticamente diferentes ao nível de significância de 1%.

Ainda sobre o lucro líquido, pode-se afirmar ao nível de significância de 10% que a fase compreendida pelos trimestres imediatamente anteriores ao que antecede a oferta pública de

ações (fase 1) e a fase compreendida pelos trimestres mais próximos à oferta pública de ações (fase 2) apresentaram lucros estatisticamente diferentes.

A partir dos resultados apontados na Tabela 6 é possível afirmar que as empresas apresentam lucros estatisticamente iguais nas fases 1, 3 e 4 e que a fase 2 apresenta lucro distinto das demais fases.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

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

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

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

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

Apesar da apresentação de níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes nas fases 1 e 2, rejeita-se a hipótese 1, de que o nível de gerenciamento de resultados contábeis é, significativamente, mais elevado nos momentos mais próximos (fase 2) à oferta pública das ações do que nos trimestres imediatamente anteriores (fase 1) àquele que antecede a oferta pública de ações, pelo fato de a média absoluta da fase 1 ser maior que a da fase 2. Esses resultados refutam os achados de Ball and Shivakumar (2008), Gioelli (2008) e Teoh *et al.* (1998), os quais apontaram que na fase 2 as empresas gerenciam seus resultados com mais intensidade.

Já a hipótese 2, de que as companhias estreatantes na bolsa de valores procuram diminuir a variabilidade dos resultados contábeis nos dois períodos subsequentes (fase 3) à oferta

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

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

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

A partir do comportamento do lucro líquido evidenciado nas Tabelas 5 e 6, sugere-se que as empresas gerenciam seus resultados contábeis para diminuir a variabilidade do lucro líquido nas fases 1, 2 e 4, gerenciando negativamente e na mesma intensidade nas fases 1 e 4 e gerenciando positivamente na fase 3. Também destaca-se que buscando apresentar lucros melhores na fase 2, as empresas gerenciam negativamente com menos intensidade, apresentando lucros distintos e melhores quando comparados com outras fases.

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

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

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

## REFERÊNCIAS

- Ball, R. & Brown, P. (1968) An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(3), 159,178.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2006, May). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 207, 242.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008, August). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 324-349.
- Baptista, Evelyn Maria Boia. (2009). Ganhos em transparência versus novos instrumentos de manipulação: o paradoxo das modificações trazidas pela lei nº 11.638. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 234-239.

- Barth, M. E., Landsman W. R., & Wahlen, J. M. (1995). Fair value accounting: effects on banks' earnings volatility, regulatory capital and value of contractual cash flows. *Journal of Banking and Finance*, 19(2), 577-605.
- Becker, C. L., Defond, M., Jiambalvo, J. & Subramanyan, K.R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1).
- Bispo, O. N. de A. (2010). *Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subseqüentes de ações de empresas brasileiras*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. (2013). *Empresas listadas*. Recuperado em 27 outubro, 2013, de <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>
- Bonfim, L. P. M., & Santos, Pimenta, Júnior. (2007). Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. *RAUSP – Revista de Administração*, 42, 97-107.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Chow, G. C. (1960). Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions. *Econometrica*, 28(3), 591-605.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*. 70(2), 193-225.
- Fávero, L. P., Belfiori, P. P., Silva, F. L. da, & Chan, Betty Lilian. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões* (1a ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Gioielli, S. P. O. (2008). *Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa*. Dissertação de mestrado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1.251-1.271.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 363-383.
- Lopes, A. B. & Martins, E. (2010). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B., & Tukamoto, Y. S. (2007). Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre companhias abertas brasileiras emissoras de ADR e não-emissoras de ADR. *Revista de Administração Mackenzie*, 42(1), 86-96.
- Machado, M. C., & Nakao, S. H. (2012). Diferenças entre o lucro tributável e o lucro contábil das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 8(3), 100-112.
- 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.. (2008, jan./abr.). Detectando o earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade e Finanças – USP*, 19(46), 7-17.
- Oliveira, G.J.P. & Bispo, O.N.A. (2009). Qualidade da auditoria e gerenciamento de resultados contábeis em initial public offering (IPO). *Anais dos Seminários em Administração - SEMEAD*, São Paulo, SP, Brasil, 12.
- Pae, J. (2005, February). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5-22.

- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Paulo, E., Cavalcante, P. R. N., & Melo, I. I. S. L. (2012, jan./mar.). Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. *BBR – Brazilian Business Review*, 9(1), 1-26.
- Rangan, S. (1998, October). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101-122.
- Rodrigues, L. F. (2013). *Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012*. Dissertação de mestrado, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, DF, Brasil.
- Roosenboom, P., Goot, T. van der, & Mertens, G. (2003). Earnings management and initial public offerings: evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting*, 38(3), 243-266.
- Santos, E. S. (2011) Full IFRS x lei 11.638 (1ª fase) x lei 6.404: impacto esperado nos resultados de 2010 a partir das empresas que se anteciparam. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 11.
- Schipper, K. (1989) .Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3.
- Souza, A. T. (2003, agosto). Bolsa de valores como fonte de financiamento. *Revista FAE Business*, 6. Recuperado em 27 setembro, 2012, de [www.fae.edu/publicacoes/fae\\_business.asp](http://www.fae.edu/publicacoes/fae_business.asp)
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998, December). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1.935-1.974.
- Vieira, A. C. M., & Oliveira, E. F. (2009). Abertura de capital das empresas no Brasil: o estudo de caso da Natura Cosméticos S. A. *Revista da Pós-Graduação Unifieo*, [S.I.], 1-16. Recuperado em 25 setembro, 2012, de <http://www.fieo.br/edificio/index.php/posgraduacao/article/viewFile/50/104>
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817-838.