

A INFLUÊNCIA DAS OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES NOS NÍVEIS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E SEU IMPACTO NO RETORNO DAS AÇÕES

LEANDRO AUGUSTO TOIGO

Universidade Regional de Blumenau - FURB
leandrotoigo@yahoo.com.br

ROBERTO CARLOS KLANN

Universidade Regional de Blumenau - FURB
rklann@al.furb.br

Área temática: Finanças

Título do trabalho: A INFLUÊNCIA DAS OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES NOS NÍVEIS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E SEU IMPACTO NO RETORNO DAS AÇÕES

Resumo: Este estudo teve por objetivo analisar a influência da oferta pública de ações nos níveis de gerenciamento de resultado e seu impacto no retorno de mercado das ações das companhias brasileiras. Para tal análise, calculou-se os *accruals* discricionários, utilizando o modelo Kang & Silvaramakrishnan (1995) e apurou-se as médias dos *accruals* nos períodos pré e pós-ofertas pública de ações. Para o desempenho de mercado foi utilizado o preço da ação nos trimestres anterior e posterior ao mesmo evento, sendo que todos os dados necessários para tal análise foram extraídos da base de dados Economática®. A pesquisa envolveu 30 companhias listadas na BM&FBovespa que realizaram ofertas públicas de ações no período de 2011 a 2012. Os resultados dos modelos de regressões indicam que não há relação estatisticamente significativa entre o gerenciamento de resultado, as ofertas públicas de ações e o retorno médio dos preços das ações. Porém, encontraram-se saldos médios de *accruals* discricionários diferentes nos dois períodos e o retorno médio das ações foi positivo após as ofertas públicas de ações. Conclui-se, assim, que não existe influência do gerenciamento de resultados nos retornos das ações após a realização de ofertas públicas de ações.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Ofertas públicas de ações. Desempenho das ações.

Abstract: This paper analyze the influence of the public offering of shares in the levels of management outcome and its impact on the return of the shares of Brazilian companies. For this analysis, we calculated the discretionary accruals using the Silvaramakrishnan & Kang (1995) model and we recorded the averages of accruals in the pre and post public offerings. For the performance of the market price of the stock in front and rear at the same event quarters was used, and all the necessary data were extracted from the data Economática®. The research involved 30 companies listed on the BM&FBovespa to make public offerings of shares in the period from 2011 to 2012. Models results of regressions indicated no statistically significant relationship between management result, public offerings and the average return of stock prices. However, we found average balances of different discretionary accruals for the two periods and the average return on stocks was positive after initial public offerings. It is concluded that there is no influence of earnings management on stock returns after conducting public offerings.

Keywords: Earnings management. Stock Public offerings. Stock performance.

1. Introdução

Muitas organizações ampliam seus negócios buscando recursos com menor custo junto ao mercado de capitais, por meio da oferta pública de lotes de novas ações, ao invés de buscar financiamentos junto às instituições financeiras. Se a empresa estiver bem posicionada no mercado de capitais, a oferta pública do lote de novas ações possibilita a ela ganhos significativos na emissão das ações e menor custo na remuneração deste capital.

Inserido neste debate, a evidenciação da posição econômico-financeira é fundamental no sentido de auxiliar os usuários das informações contábeis na tomada de decisão. No contexto empresarial, entende-se a evidenciação como relevante para os gestores e para os investidores, uma vez que estes, frequentemente, precisam decidir e aproveitar oportunidades de negócios (LAUDELINO, 2008). Destaca-se que o mercado de capitais está ávido por informações que permitam maior grau de segurança a respeito da posição econômica e financeira das organizações, no intuito de assegurar melhor proteção aos investidores.

Pela importância que o lucro contábil assume dentro da sociedade, muitos estudos estão sendo direcionados para o gerenciamento de resultados (*earnings management*) e para os fatores, indicados pela literatura, que motivam esta prática, tais como: bonificação de executivos com base no desempenho da empresa, na qual ocorre a possibilidade dos gestores inflarem os resultados acima da realidade, para que seja aumentada a sua remuneração. A mesma prática de inflar os resultados pode ter também outras justificativas, como manter os acionistas satisfeitos, atrair novos investidores e atender ao orçamento (RODRIGUES, 2013).

Rodrigues (2013) aborda que a manipulação de informações contábeis é uma prática aceita para alguns, mas não admitida para outros. Quando tal prática servir para finalidades escusas, torna-se um grave problema para a contabilidade e a auditoria. Para exemplificar, basta analisar os últimos escândalos contábeis ocorridos nos Estados Unidos e Europa, dentre eles: Enron, Global Crossing, Tyco, Xerox, WorldCom e Merck. No Brasil, pode-se citar os casos do Banco Nacional, Banco Bamerindus, Banco Econômico, Mesbla, Bombril, Bancos Panamericano e Cruzeiro do Sul.

Paulo e Martins (2008) abordam que a manipulação de informações contábeis pode ser classificada em: 1) Gerenciamento de resultado realizado por meio de escolhas contábeis, principalmente por *accruals*; 2) Gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais e 3) manipulação das demonstrações contábeis.

Dal-ri Murcia e Carvalho (2007) mencionam que os gestores utilizam seus conhecimentos sobre normatização contábil com o objetivo de enviesar as demonstrações contábeis, em um processo conhecido como gerenciamento de resultado. Healy e Whalen (1999), Martinez (2001) afirmam que gerenciamento de resultados contábeis ou *earnings management* caracterizam-se fundamentalmente como a alteração proposital dos resultados contábeis, visando alcançar, atender uma motivação particular, ou seja, a administração maneja artificialmente os resultados com o propósito bem definidos, que não são expressar as necessidades latentes do negócio.

Martinez (2008) explica que *accruals* (acumulações), que seriam todas aquelas contas de resultados que entram na apuração do resultado, porém, não implicam necessariamente na movimentação de disponíveis. Não há erro no registro dos *accruals* que objetiva mensurar o lucro no sentido econômico, o problema existe no fato do gestor discricionariamente aumentar ou diminuir essas acumulações com o objetivo de manipular o lucro. Portanto, quando o gestor passa a tomar decisões para aumentar ou diminuir os *accruals* com objetivos alheios aos da companhia e seu negócio, ocorrem os *accruals* discricionários (AD), que são *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis. O grande desafio é estimar o valor desses *accruals*, que podem ser positivos ou negativos, representando que a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los.

Hany (2012) comenta que as pesquisas sobre gerenciamento de resultados vêm crescendo nos últimos anos, tais como o gerenciamento de resultados envolvendo ofertas públicas de ações. O mesmo autor aborda que autores como: Aharony, Lin e Loeb (1993); Beaver e Ryan (2000) e Friedlan (1994) também pesquisam nesta área.

A abertura de capital pelas empresas para captação de recursos e a remuneração deste por meio de dividendos calculados sobre o resultado da empresa é uma estratégia interessante para as companhias que buscam reduzir o custo de capital, sendo que a busca de capital via banco poderá ser mais onerosa e deixar a empresa vulnerável à volatilidade da economia (BM&FBOVESPA, 2013). Com a abertura de capital, enquanto houver investidores interessados em financiar projetos, não há limites nessa fonte de recursos, ao contrário do que ocorre com os bancos.

Aharony, Lin e Loeb (1993) destacam que a abertura de capital de uma empresa na bolsa de valores é um importante evento do seu ciclo de vida, pois esta fonte de recursos fornece vantagens como: o capital captado na negociação das ações é utilizado para financiar o crescimento da empresa; a empresa melhora sua estrutura de capital, permitindo uma facilitada captação de empréstimos; além de proporcionar ao empresário a possibilidade de aumentar a própria riqueza. Porém, é relevante que os investidores evitem investimentos em que ocorra gerenciamento de resultados, que por sua vez, prejudicam os preços das ações ao longo do tempo (GONG; LOUIS; SUN, 2008).

2. Problema de pesquisa e objetivo

Em torno do gerenciamento de resultados e a importância das ofertas públicas de ações (OPA) para a alavancagem das companhias, elaborou-se a seguinte pergunta de pesquisa: Qual a influência da oferta pública de ações nos níveis de gerenciamento de resultados e seu impacto no retorno das ações no mercado acionário brasileiro? Assim, o estudo objetiva avaliar qual a influência da oferta pública de ações nos níveis de gerenciamento de resultados e seu impacto no retorno de mercado das ações das companhias brasileiras.

A presente pesquisa fundamenta-se nos estudos de Stoll e Curley (1970), Stern e Borstein (1985), Ritter (1991) e Loughran e Ritter (1995), que encontraram fraco desempenho subsequente das ações após as ofertas públicas, sendo que, tal desempenho foi identificado por meio do gerenciamento de resultado anterior as ofertas de ações. Nesta mesma linha, Ibbotson (1975) relata desempenho negativo estatisticamente insignificante no segundo ao quarto ano após ofertas públicas e desempenho positivo no primeiro e quinto anos. Em contraste, Buser e Chan (1987) relatam a ocorrência de desempenho positivo nos primeiros dois anos após ofertas públicas de ações, Ritter (1991) complementa o debate discutindo as possíveis razões para as diferenças nos resultados proporcionadas pelo gerenciamento de resultados. Dessa forma, encontrou-se uma lacuna de pesquisas sobre o tema no Brasil. Assim, este estudo pode contribuir no sentido de avaliar possíveis prejuízos gerados aos investidores brasileiros decorrentes de práticas de gerenciamento de resultados em períodos pré-OPA, que podem reduzir o retorno das ações no período pós-OPA.

3. Revisão bibliográfica

3.1 Gerenciamento de resultados

A literatura apresenta vários modelos para a detecção do gerenciamento de resultados, por meio da estimação dos *accruals*: os modelos de Healy (1985) e DeAngelo (1986), que são os únicos que se baseiam nos *accruals* totais; os modelos de Dechow e Sloan (1991), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Kang e Sivaramakrishnan (1995), Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Pae (2005), que têm como *proxy* os *accruals* discricionários.

Healy e Wahlen (1999) conceituam que o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores fazem uso do próprio juízo de valor nas demonstrações contábeis para alterá-las de acordo com os seus interesses, com o objetivo de confundir alguns *stakeholders* sobre o real desempenho da companhia, ou para influenciar ações contratuais que dependem da divulgação dos números contábeis.

Martinez (2001) menciona que o gerenciamento de resultados é a alteração proposital dos resultados contábeis que busca atender aos objetivos particulares dos gestores. “A gestão ‘maneja’ artificialmente os resultados com propósitos bem definidos, que não são os de expressar a realidade latente do negócio” (MARTINEZ, 2001, p.12). Segundo o mesmo autor, torna-se possível observar os reflexos de decisões com impactos no fluxo de caixa da empresa, além das contas de resultado.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é o órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, pronunciou-se referente ao gerenciamento de resultados por meio de um Ofício-circular nº 01/2007, abordando que este corresponde a um julgamento arbitrário no processo de reportar as demonstrações contábeis, que busca influenciar e manipular os números apresentados, mesmo que dentro dos limites prescritos pela legislação contábil e fiscal. Além disso, destaca que o gerenciamento de resultados é obtido utilizando práticas não consistentes de forma que convenha à obtenção de determinado resultado (CVM, 2007).

Como foi abordado por Paulo e Martins (2008), uma forma de praticar o gerenciamento de resultados é pela prática de *accruals*, também conhecidos como *accruals* totais. Martinez (2001) explica que os *accruals* totais (AT) representam a variação do capital de giro líquido excluído das disponibilidades e financiamentos de curto prazo, sendo que, deste saldo, deve ser extraído o valor total da depreciação e amortização, logo em seguida, o referido saldo final deve ser medido em termos de porcentagem dos ativos totais. Acrescente-se que, caso existam provisões (ou créditos) tributárias, esses também devem ser excluídos no cômputo do AT.

Martinez (2008) aborda que os *accruals* totais são segmentados em: discricionários e não-discricionários. O primeiro é gerenciável ou depende do julgamento de uma política contábil do gestor, como por exemplo, a depreciação. Os *accruals* não discricionários são aqueles provenientes do próprio regime de competência adotado pela contabilidade, tal como as vendas a prazo. O mesmo autor complementa mencionando que os *accruals* discricionários são *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis, os quais podem ser positivos ou negativos.

O mesmo autor expõe que o gerenciamento de resultados é uma instigante tentação para os executivos das companhias abertas e são muitas as causas que contribuem para este comportamento, tais como: a) o desejo de preservar o cargo, mesmo que isso implique comprometer a qualidade dos resultados contábeis apresentados; b) a ambição de obter bônus significativos (compensação), ainda que isso implique sacrifício futuro da organização; c) a pressão dos acionistas por resultados trimestrais cada vez maiores e melhores, bem como o anseio de atrair novos investidores e acionistas. Inserido nesta última abordagem de Martinez (2008) torna-se relevante abordar como é realizada a captação de novos recursos por meio de ofertas públicas de ações.

3.2 Oferta pública de ações e o gerenciamento de resultados

Rodrigues (2013) explica que as empresas que realizam ofertas públicas de aquisição de ações são reguladas pela instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Assaf Neto (2008) aborda que a decisão de novas ofertas públicas de ações de uma companhia pressupõe que a mesma está oferecendo atratividade econômica, avaliadas por seus resultados econômico-financeiro e pertinência de abertura de capital, devido a estudos setoriais e análises conjunturais. Esta sequência de estudos é considerada nas várias etapas do processo de

subscrição, tanto pela instituição financeira intermediadora e pelos diversos agentes que constituem o mercado de ações.

Aldrighi e Bisinha, (2010) destacam alguns motivos que levam as empresas a realizar uma oferta pública, tais como: a) trata-se de uma fonte de financiamento alternativa aos bancos; b) apresenta maior poder de barganha perante os bancos, o que pode resultar em menores juros; c) é uma oportunidade de diversificação de portfólio; d) aumento da liquidez da empresa, que resulta no decréscimo do custo do capital. Entretanto, segundo o mesmo autor, existem custos a serem considerados no processo de abertura de capital e custos adicionais que recaem sobre a empresa após a oferta, sendo que estes devem ser analisados antes das ofertas iniciais.

Diversas pesquisas empíricas (AHARONY; LIN e LOEB, 1993; FRIEDLAN, 1994; BEAVER e RYAN, 2000) estão surgindo na literatura contábil para investigar a existência de gerenciamento de resultados em torno de certos tipos de eventos corporativos, como é o caso das ofertas públicas de ações, tanto ofertas públicas iniciais (IPO) como secundárias (SPO). Aharony, Lin e Loeb (1993) encontraram como resultados que há gerenciamento de resultados mediante outros contextos mencionados no estudo, indicam indícios de gerenciamento de resultado.

Teoh, Welch e Wong (1998) analisaram a ocorrência do gerenciamento de resultados em empresas antes das ofertas públicas de ações e o retorno das ações a longo prazo. Os achados da pesquisa demonstraram que existe gerenciamento de resultado com a ocorrência de *accruals* discricionários próximos aos períodos de novas ofertas de ações. Como resultado, observa-se que quando houver *accruals* discricionários positivos ocorre, conseqüentemente, pior retorno das ações nos três anos subsequentes à OPA, ou seja, ganhos menores depois das ofertas públicas estão associados à reversão de ganhos inflados em períodos anteriores. Estes resultados são consistentes com a reflexão de que o investidor apresenta incapacidade para entender as escolhas contábeis do gerenciamento de resultados.

Darrough e Rangan (2005) identificaram que os *accruals* discricionários no período da oferta pública são significativos e positivos, sugerindo que as firmas em análise manipulavam os números contábeis.

Paulo (2006) analisou a relação entre a oferta pública de ações e o nível de discricionariedade dos resultados contábeis. O estudo foi realizado nas companhias abertas brasileiras que efetuaram ofertas de ações no período de 2000 a 2003, por meio da utilização dos modelos correntes para detecção de gerenciamento de resultados e de testes de hipóteses paramétricos e não-paramétricos, com o intuito de analisar a existência de comportamentos diferentes de *accruals* discricionários ao longo do período observado. As pesquisas internacionais apontam evidências de que os *accruals* discricionários no período da oferta são significativos e positivos, sugerindo que as firmas manipulam os números contábeis para inflacionar os preços das ações. Essa hipótese não foi comprovada para as companhias brasileiras analisadas no estudo de Paulo (2006).

Kao, Wu e Yang (2009) encontraram que empresas chinesas que fazem ofertas públicas de ações relatam baixo desempenho contábil e fraco retorno das ações após a oferta pública, os achados sugerem que a regulamentação dos preços das novas ofertas com base no lucro contábil pode ter induzido as empresas a realizarem gerenciamento de resultado. para alcançar melhor preços no momento da oferta pública das ações. As evidências sugerem que a maior regulamentação destas ofertas públicas reduz o gerenciamento de resultados.

Stoll e Curley (1970), Stern e Borstein (1985), Ritter (1991) e Loughran e Ritter (1995) encontraram fraco desempenho das ações após as ofertas públicas. Com base nos estudos reportados nesta seção, elaborou-se duas hipóteses de pesquisa:

H₁ – Há gerenciamento de resultados no período anterior à oferta pública de ações com o objetivo de aumentar o retorno das ações das empresas.

H₂ - O gerenciamento de resultados antes da oferta pública das ações impacta negativamente no retorno das ações após o evento.

4 Metodologia

4.1 Características da pesquisa

Buscando verificar a influência da oferta pública de ações nos níveis de gerenciamento de resultados e seu impacto no retorno de mercado das ações das companhias brasileiras, caracterizou-se o estudo da seguinte forma: o formato é documental, pois foram utilizados relatórios de empresas que realizaram ofertas públicas de ações desde 2004 no sítio da BM&FBOVESPA. Quanto ao método, o estudo tem caráter quantitativo, porque utiliza de análises estatísticas para tratar as informações sobre a ocorrência de ofertas públicas de ações, gerenciamento de resultados e o retorno das ações. dos dados retirados da base Economática[®], a pesquisa foi descritiva, pois busca relatar as relações entre os dados pesquisados.

4.2 População e amostra

A população é composta por todas as companhias que realizam ofertas públicas de ações junto ao mercado de capitais, sendo que a amostra foi constituída de 30 companhias classificadas pela classe de ações ordinárias, que por sua vez, realizaram ofertas públicas de ações (OPA) na BM&FBOVESPA S.A. no período de 01/01/2011 à 31/12/2012. Foi utilizado este ano pela disponibilidade das informações contábeis para a realização do cálculo do gerenciamento de resultado das 30 empresas que realizaram ofertas públicas de ações ao longo de todo o período mencionado, observando um único exercícios social não seria possível chegar a este número de empresas no mercado de capitais brasileiro.

4.3 Coleta e análise dos dados

Realizou-se a análise do gerenciamento de resultados, retorno das ações de dois trimestres antes e dois após a oferta pública das ações das empresas da amostra. A relação de companhias que realizaram oferta pública foi obtida por meio da análise de informações disponíveis no sítio da BM&FBOVESPA, em novembro/2013, referente ao período de 2011 a 2012. Logo em seguida, coletaram-se os saldos de contas patrimoniais e resultados das companhias na base de dados da Economática[®] para realizar a análise proposta.

Na análise dos dados, inicialmente dividiram-se os valores dos *Accruals* Discricionários em duas partes, uma antes e outra depois das ofertas públicas realizadas pela companhia. A análise foi trimestral e individual de todas as empresas identificadas no período mencionado anteriormente. Para encontrar o gerenciamento de resultados aplicou-se o Modelo Kang & Silvaramakrishnan (1995), a partir do qual foram obtidos os *accruals* discricionários com auxílio do software estatístico SPSS 20.0.

Para a análise do retorno da ação, coletou-se junto a economática o preço da ação por trimestre, especificamente 4 trimestres anteriores e 4 posteriores a oferta pública de ações. Logo após, realizou-se a análise do retorno pré e pós-período de ofertas públicas de ações. Depois da análise do gerenciamento de resultado e retorno de ações das 30 companhias, buscou-se responder a hipótese 1 e 2 com a aplicação de dois modelos estatísticos, que serão apresentados na análise de dados.

Antes de realiza a analisar os dados, verificou-se a normalidade da amostra pelo teste *Kolmogorov-Smirnov* (K-S), no qual se constatou que os dados são normais. Também foram realizados testes de heterocedasticidade, não sendo necessário fazer correções. Para fazer a análise da regressão também se fez teste de autorrelação dos resíduos e de multicolinearidade. Finalizada a descrição da parte metodológica que norteou o presente estudo, parte-se para a análise dos dados da pesquisa.

5. Análise dos resultados

5.1 Cálculo do gerenciamento de resultados

Para encontrar os *accruals* discricionários de cada empresa foi adotado o Modelo KS (1995). Separaram-se os saldos trimestrais do período antes e depois da oferta pública de acordo com a data de abertura de oferta da companhia. Na Tabela 1 apresenta-se o comparativo dos dois períodos de análise, por meio da média simples de *accruals* discricionários de cada empresa, que é acompanhada da análise de aumento ou redução em valores absolutos e percentuais.

Tabela 1 - Accruals discricionários pré e pós-ofertas públicas de ações (OPA)

Nome	Início de negociação	AD pré-OPA	AD pós-OPA	Diferença	%
Aliansce	14/12/12	-0,0849	-0,0807	0,0042	4,98
Arezzo Co	02/02/11	0,2068	0,4309	0,2241	108,40
Autometal	07/02/11	-0,0542	0,0968	0,1510	278,58
BR Brokers	07/02/11	0,0100	0,0182	0,0082	82,18
BR Malls Par	12/05/11	-0,1396	-0,1653	-0,0256	-18,36
BR Pharma	25/06/12	0,0408	0,0118	-0,0291	-71,20
BR Propert	30/06/11	-0,1715	-0,1368	0,0346	20,20
Direcional	11/02/11	0,2842	0,3244	0,0402	14,13
Energias BR	11/07/11	-0,1672	-0,1889	-0,0217	-12,99
Equatorial	10/12/12	-0,0796	-0,1113	-0,0317	-39,83
Fibria	25/04/12	-0,1004	-0,0826	0,0178	17,74
Gerdau Met	14/04/11	-0,0413	-0,0025	0,0388	94,05
Imc Holdings	09/03/11	0,0100	-0,1630	-0,1730	-1.730,40
Kroton	01/07/11	-0,1266	-0,0866	0,0400	31,59
Locamerica	23/04/12	-0,1563	0,0202	0,1765	112,93
Magaz Luiza	02/05/11	-0,0025	-0,0664	-0,0639	-2.524,85
Magnesita SA	15/02/11	0,0641	0,0691	0,0050	7,74
Marfrig	06/12/12	-0,0711	-0,0130	0,0582	81,75
Metal Leve	05/07/11	0,0156	-0,0293	-0,0449	-287,89
Minerva	30/11/12	0,0895	0,0732	-0,0163	-18,26
Qgep Part	09/02/11	-0,1041	0,1847	0,2888	277,33
Qualicorp	18/04/12	-0,1776	-0,1830	-0,0054	-3,05
Sierrabrasil	03/02/11	-0,2128	-0,0625	0,1503	70,62
Suzano Papel	29/06/12	-0,0725	-0,0200	0,0525	72,41
Taesa	20/07/12	-0,0875	0,1011	0,1886	215,48
Technos	01/07/11	0,0367	0,2866	0,2499	680,83
Tecnisa	03/02/11	0,1209	0,1584	0,0375	31,06
Tim Part S/A	06/10/11	-0,1438	-0,0778	0,0661	45,93
Time For Fun	13/04/11	-0,2499	0,0679	0,3178	127,17
Unicasa	27/04/12	-0,0146	0,1499	0,1645	1.126,61
TOTAL		-0,0460	0,0174	0,0634	137,94

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 1 a existência de diferenças significativas das variações das médias dos *accruals* entre as diferentes companhias, assim como entre o período anterior e posterior à realização da oferta pública de ações. Observando-se a média geral, constata-se que no período pré-oferta pública de ações ocorreu gerenciamento de resultados negativo (-0,0460), sendo que este resultado é contrário ao período pós-oferta pública de ações, no qual se obteve média positiva (0,0174). A variação percentual entre as médias dos dois períodos

pode ser considerada significativa, em torno de 137,94%, sendo estas médias estatisticamente significativas ao nível de 95%, com base no Teste t para diferença de médias. Como primeiro achado do estudo verifica-se que o gerenciamento de resultado antes das ofertas públicas são negativos nas empresas brasileiras, sendo que tal fato é favorável aos achados do estudo nacional de Paulo (2006) e contrário aos estudos internacionais de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005), Kao, Wu e Yang (2009).

5.2 Retorno das ações após a oferta pública de ações

Após a análise dos *accruals* discricionários das 30 empresas que realizaram ofertas de ações, torna-se também necessário analisar o retorno das ações para atender ao objetivo deste estudo. Para isso, verificou-se trimestralmente o preço das ações nos períodos anterior e posterior à oferta de ações. O preço da ação foi obtido da base de dados da Economática® e analisado pelo seu valor de fechamento do trimestre. Para a análise do retorno foi observado o preço da ação 4 trimestres antes e 4 depois.

Tabela 3 - Retorno das ações pré e pós-oferta pública de ações (OPA)

Nome	Início de negociação	Retorno antes da OPA	Retorno após OPA	Diferença %
Alianse	14/12/12	0,558133278	-0,22563117	-140,43%
Arezzo Co	02/02/11	0,24113575	0,46618539	93,33%
Autometal	07/02/11	0,24113575	0,060954696	-74,72%
BR Brokers	07/02/11	0,251785925	0,020915033	-91,69%
BR Malls Par	12/05/11	0,446808511	0,205250107	-54,06%
BR Pharma	25/06/12	0,245634459	-0,155555556	-163,33%
BR Propert	30/06/11	0,33463035	0,399025918	19,24%
Direcional	11/02/11	0,289880673	-0,001135213	-100,39%
Energias BR	11/07/11	0,088192548	-0,035156873	-139,86%
Equatorial	10/12/12	0,462661904	0,149569053	-67,67%
Fibria	25/04/12	-0,363912055	0,187366167	-151,49%
Gerdau Met	14/04/11	-0,08854253	0,282963219	-419,58%
Imc Holdings	09/03/11	0,24113575	0,03597561	-85,08%
Kroton	01/07/11	0,3509006	0,886895052	152,75%
Locamerica	23/04/12	0,057571965	-0,420596909	-830,56%
Magaz Luiza	02/05/11	0,24113575	-0,198271884	-182,22%
Magnesita SA	15/02/11	-0,284210526	-0,096052632	-66,20%
Marfrig	06/12/12	0,381733021	-0,526066351	-237,81%
Metal Leve	05/07/11	0,024053346	0,818257656	3301,85%
Minerva	30/11/12	1,220930436	-0,122137405	-110,00%
Qgep Part	09/02/11	0,24113575	-0,182098765	-175,52%
Qualicorp	18/04/12	0,05033557	-0,146464646	-390,98%
Sierrabrasil	03/02/11	0,24113575	0,189300412	-21,50%
Suzano Papel	29/06/12	-0,28208444	0,568325289	-301,47%
Taesa	20/07/12	1,112631663	0,023430741	-97,89%
Technos	01/07/11	-0,045454545	0,413117369	-1008,86%
Tecnisa	03/02/11	0,184517216	-0,245210728	-232,89%
Tim Part S/A	06/10/11	0,308788147	-0,282319129	-191,43%
Time For Fun	13/04/11	0,24113575	0,491197265	103,70%
Unicasa	27/04/12	0,24113575	-0,377195362	-256,42%
TOTAL		0,241135750	0,072800000	-69,80%

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 3, verificam-se que os resultados individuais demonstraram variações representativas nos preços das ações nos trimestres anteriores e posteriores à oferta de ações, algumas companhias acumulam ganhos muito interessantes, outras ganhos pífios, e

ainda outras, por sua vez, perdas consideráveis. Observando a média de todas as empresas verifica-se a desvalorização de 69,8% em um período de 01/01/2011 à 31/12/2012. Sendo estas médias estatisticamente não significativas ao nível de 95%, com base no Teste t para diferença de médias. Se as médias fossem estatisticamente diferentes, seria possível afirmar que com este estudo havia se verificado que o retorno das ações antes das ofertas públicas são maiores e positivos, sendo favoráveis aos achados dos estudos internacionais de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005), Kao, Wu e Yang (2009).

5.3 Nível de gerenciamento de resultados e preço das ações nas ofertas públicas de ações

Para atender ao objetivo da pesquisa e especialmente a hipótese 1 que aborda a existência de gerenciamento de resultados no período anterior à oferta pública de ações com o objetivo de aumentar o retorno das ações das empresas, torna-se conveniente aplicar a regressão linear múltipla para analisar o retorno da ação anterior a oferta pública (**Retorno antes da OPA**) da Tabela 3 com os resultados de *accruals* discricionários pré-oferta (**AD pré OPA**) da Tabela 1, sendo que foram obtidos os seguintes resultados, conforme a Tabela 4.

Tabela 4 – Regressão do retorno da ação com os *accruals* discricionários no período pré-OPA

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t-estat.	Sig.
	B	Modelo padrão	Beta		
(Constante)	0,246	0,066		3,722	0,001
AD_pré_OPA	0,115	0,519	0,042	0,221	0,827
R			0,042		
R ²			0,020		
R ² Ajustado			-0,034		
Erro padrão da estimativa			0,3382679129		
Durbin-Watson			2,608		

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 4 descreve o modelo e informa que ele é eficaz porém não encontra significância entre as variáveis do retorno da ação com os *accruals* discricionários do período pré-oferta, pois identificou-se R de 4,2%, ou seja, o modelo demonstra que a variável independente é responsável por explicar apenas 4,2% dos casos das empresas que realizaram ofertas públicas. Observando-se o R² e o R² ajustado constata-se que ambos são de baixo valor e não próximos, confirmando a ineficiência do modelo. Dessa forma, apesar de observar-se *accruals* discricionários menores e negativo e retornos das ações positivos e maiores no período pré-oferta pública de ações conforme demonstrado na tabela 1 e 3, não encontrou-se influência entre as variáveis. Tal achado é desfavoráveis aos achados dos estudos internacionais de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005), Kao, Wu e Yang (2009).

Para atender a segunda hipótese de pesquisa que aborda que o gerenciamento de resultados antes da oferta pública das ações impacta negativamente no retorno das ações após o evento, elaborou-se o segundo modelo de regressão linear, que relacionou Gerenciamento de resultado antes da oferta pública (AD pré OPA) com o retorno das ações após oferta pública (Retorno após OPA), sendo que foram obtidos os seguinte resultados do modelo estatístico apresentado a seguir no quadro 2.

Quadro 2 - Resultados do Retorno de ações após e AD_pré a OPA

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t-estat.	Sig.
	B	Modelo padrão	Beta		
(Constante)	0,065	0,070		0,937	0,357
AD_pré_OPA	-0,164	0,546	-0,057	-0,300	0,766
R			0,057		
R ²			0,003		
R ² Ajustado			-0,032		
Erro padrão da estimativa			0,35600		
Durbin-Watson			2,594		

Fonte: Dados da pesquisa

Conforme demonstra-se no Quadro 2, também não foi encontrada significância entre as variáveis de *accruals* discricionários pré-OPA e retorno das ações pós-OPA no modelo proposto, que por sua vez, não é significativo. Este resultado é desfavorável aos achados dos estudos internacionais de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005), Kao, Wu e Yang (2009).

Como conclusão geral constata-se que nos períodos pré-oferta pública ocorre o *accrual* discricionário negativo e que o mesmo não apresenta relação ou exerce influência estatística significativa nos retornos das ações do período anterior ou posterior ao trimestre de oferta pública de ações. Sobre as 30 companhias analisadas verificou-se saldo médio de *accruals* discricionários positivos após a oferta pública, diferente do saldo médio anterior a oferta que é negativo, que foram estatisticamente diferentes segundo o teste T de média.

6. Conclusão

Este estudo teve como objetivo avaliar a influência da oferta pública de ações nos níveis de gerenciamento de resultados e seu impacto no retorno de mercado das ações das companhias brasileiras. Com base teórica construiu-se duas hipóteses, sendo a primeira que há gerenciamento de resultados no período anterior à oferta pública de ações com o objetivo de aumentar o retorno das ações das empresas. A segunda hipótese parte do pressuposto que o gerenciamento de resultados antes da oferta pública das ações impacta negativamente no retorno das ações após o evento.

A pesquisa foi documental junto ao sítio da BM&FBovespa, na qual foram levantados relatórios das empresas que realizaram ofertas públicas de ações nos anos de 2011 à 2012 e também foram coletados os preços das ações e os saldos contábeis das empresas da amostra junto a base de dados Economática[®]. Para o cálculo do *accrual* foi adotado o modelo de Kang & Silvaramakrishnan (1995).

Como resultados observa-se a ocorrência de *accruals* discricionários negativo no período anterior e positivo no período posterior a oferta pública de ações, sendo que o valor médio das duas observações foi estatisticamente diferente pelos resultados do teste T. Também foi analisado o comportamento do retorno das ações no período posterior a oferta pública de ações e identificou-se que o retorno médio das ações é positivo. Com o propósito principal do estudo, aplicaram-se dois modelos de regressão múltipla. No primeiro modelo relacionou-se o retorno das ações do período pré-ofertas públicas com o gerenciamento de resultado do mesmo período, este modelo encontrado não foi estatisticamente significativo, rejeitando-se a primeira hipótese da pesquisa. No segundo modelo relacionou-se os saldos médios de *accruals* discricionários do período pré-ofertas públicas com o retorno das ações do período posterior. Sendo que os resultados também não foram estatisticamente significativos.

Com estes resultados as duas hipóteses do estudo foram rejeitas e consecutivamente não se encontrou relação estatisticamente significativas entre as ofertas públicas de ações,

gerenciamento de resultados e retorno médio das ações. Porém, foram identificados saldos diferenciados de *accruals* e retorno médios de ações nos períodos pré e pós-oferta pública de ações.

Sugere-se para futuras pesquisas a aplicação deste mesmo estudo para uma amostra maior de empresas, em busca de resultados diferenciados em outros anos, ou até mesmo, diferentes níveis de intensidade de gerenciamento de resultados e comportamentos dos preços das ações.

Bibliografia

AHARONY, J.; LIN, C. J.; LOEB, M. P. Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. **Contemporary Accounting Research**. Toronto, v. 10, p. 61-81, autumn, 1993.

ALDRIGHI, D. M.; BISINHA, R. Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 64, n. 1, p. 25-47, 2010.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**, v. 3, 2008.

BEAVER, W. H.; RYAN, S. G. Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. **Journal of accounting research**, p. 127-148, 2000.

BM&FBOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta: utilizando o mercado de capitais para crescer**. São Paulo, SP, out. 2013.

BUSER, S. A.; CHAN, K. C., **NASDAQ/NMS qualification standards, Ohio registration experience and the price performance of initial public offerings**, Columbus, Ohio Department of Commerce and National Association of Securities Dealers, Inc., 1987.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2007**, DE 14 DE FEVEREIRO DE 2007.

Dal-Ri MURCIA, F.; CARVALHO, L. N. Conjecturas Acerca do Gerenciamento de Lucros, Republicação das Demonstrações Contábeis e Fraude Contábil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 4, p. 61-82, 2007.

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

DeANGELO, L., Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders, **The Accounting Review**, v. 61, p. 400-420, 1986.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **Accounting Review**, p. 193-225, 1995.

DECHOW, P.; SLOAN, R. G. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation, **Journal of Accounting and Economics**, v. 14, p. 51-89, 1991.

FRIEDLAN, J. M. Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 1, p. 1-31, 1994.

GONG, G.; LOUIS, H.; SUN, A. X. Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 46, n. 1, p. 62-77, 2008.

HANY, K. Earnings Management and Initial Public Offerings: A New Perspective from Egypt. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 2, N. 2, p. 96 – 118, 2012.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**. Dec., v. 13, N. 4, p. 365-383, 1999.

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

IBBOTSON, R. G. Price performance of common stock new issues. **Journal of financial economics**, v. 2, n. 3, p. 235-272, 1975.

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

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

KAO, J. L.; WU, D.; YANG, Z. Regulations, earnings management, and post-IPO performance: The Chinese evidence. **Journal of banking & finance**, v. 33, n. 1, p. 63-76, 2009.

LAUDELINO, J. A. DE S. **Evidenciação de riscos de empresas que captam recursos no mercado de capitais brasileiro: um estudo do setor de energia elétrica**. 183 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2008.

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

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. The new issues puzzle, **Journal of Finance**, n. 50-1, p. 23–51, 1995.

MARTINEZ, A. L. Detectando earnings Management no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**. São Paulo: v. 19, n. 46, p. 7-17, jan/abr, 2008.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico das Companhias Abertas Brasileiras**. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

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

PAULO, E. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, v. 30, p. 1-15, 2006.

PAULO, E.; MARTINS, E. Análise da Qualidade das Informações Contábeis nas Companhias Abertas. **XXXI encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro 22 a 26 de setembro de 2008.

RITTER, J. R. The long-run performance of initial public offerings. **The journal of finance**, v. 46, n. 1, p. 3-27, 1991.

RODRIGUES, L. F. **Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas**: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012, Dissertação (Mestrado) Universidade de Brasília, Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2013.

STERN, R.; BORSTEIN, P. Why new issues are lousy investments, **Forbes**, n.136, p. 159–190, 1985.

STOLL, H. R.; CURLEY, A. J. Small business and the new issues market for equities. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 5, n. 3, p. 309-322, 1970.

TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 6, p. 1935-1974, 1998.