



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 8. n. 1, jan./jun. 2016

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://ccsa.ufrn.br/ojs/index.php?journal=contabil>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 19.01.2015. Revisado por pares em:

08.06.2015. Reformulado em: 06.07.2015. Avaliado pelo sistema

double blind review.

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

INFLUENCE OF PUBLIC OFFERINGS STOCKS ON THE EARNINGS MANAGEMENT LEVELS AND ITS IMPACT ON STOCKS RETURN

INFLUENCIA DE OFERTAS PÚBLICAS DE ACCIONES EN LOS NIVELES DE GESTIÓN DE RESULTADOS Y SU IMPACTO EN EL RETORNO DE ACCIONES

Autores

Leandro Augusto Toigo

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fundação Universidade Regional de Blumenau – FURB. Professor do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Oeste do Paraná - UNIOESTE - Campus de Cascavel.

Endereço: Rua Universitária, 1.619, Bairro Jardim Universitário, Cascavel-PR - Brasil.

Telefone: (45) 3306-4346 / 8806-1818, Fax:(45) 3324-4590

E-mail: leandro.toigo@unioeste.br

Roberto Carlos Klann

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela FURB. Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FURB - Fundação Universidade Regional de Blumenau

– FURB. Endereço: Rua Antônio da Veiga, nº 140, sala D202, Bairro Victor Konder,

Blumenau-SC - Brasil. Telefone: (47) 3321-0938

E-mail: rklann@furb.br

RESUMO

Este estudo tem por objetivo analisar 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. Para tal análise, calculam-se os *accruals* discricionários, utilizando o modelo Kang e Silvaramakrishnan (1995), e apuram-se as médias dos *accruals* nos períodos pré e pós-ofertas pública de ações. Para o desempenho de mercado é utilizado o preço da ação nos trimestres anteriores e posteriores às ofertas públicas secundárias, sendo que todos os dados necessários para tal análise são extraídos da base de dados Economatica[®]. A pesquisa envolve 30 companhias listadas na BM&FBovespa S.A., que realizaram ofertas públicas de ações no período de 2011 e 2012. Os resultados dos modelos de regressões indicam que não há relação estatisticamente significativa entre o gerenciamento de resultados, as ofertas públicas de ações e o retorno médio dos preços das 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 study aims to analyze the influence of public offering of stocks on the level of earnings management and its impact on market return of stocks of Brazilian companies. For this analysis, we have estimated the discretionary accruals, by using the model of Kang and Silvaramakrishnan (1995), and the average of accruals in the periods before and after of public stock offerings. For the market performance we have used the price of stocks in the quarters before and after the secondary public offering, and all the necessary data for this analysis were extracted from Economatica® database. The research has involved 30 companies listed on the BM&FBovespa S.A., which held public offering of stocks in the period 2011 and 2012. The results of the regression models have indicated that there is no statistically significant relationship among earnings management, public offering of stocks and the average return of the stocks prices. We have concluded, therefore, that there is no influence of earnings management on the stocks returns after conducting public offering of stock.

Keywords: Earnings management. Public offerings of stocks. Performance of stocks.

RESUMEN

Este estudio tiene como objetivo analizar la influencia de la oferta pública de acciones en los niveles de gestión de los ingresos y su impacto en la rentabilidad de mercado de las acciones de las empresas brasileñas. Para este análisis, se calcularon los *accruals* discrecionales mediante el modelo de Kang y Silvaramakrishnan (1995), y calcula los medios de *accruals* discrecionales en el pre y post-ofertas públicas de acciones. Para el funcionamiento del mercado se utiliza el precio de la acción en los cuartos delanteros y traseros de las ofertas públicas secundarias, y todos los datos necesarios para este análisis se han extraídos de la base de datos Economatica®. La investigación incluye 30 que cotizan en el mercado BM&FBovespa S.A., que celebró las ofertas públicas en el período 2011 y 2012. Los resultados de los modelos de regresión de las empresas indican que no existe una relación estadísticamente significativa entre la gestión de los ingresos, las ofertas públicas y la devolución promedio de los precios de las acciones. Concluimos, por tanto, que no hay influencia de la gestión de las ganancias en el rendimiento de las acciones después de la realización de ofertas públicas.

Palabras clave: gestión de los ingresos. Las ofertas públicas. Stock rendimiento.

1 INTRODUÇÃO

Diversas organizações ampliam seus negócios buscando recursos no mercado de capitais, por meio da oferta pública de lotes de novas ações, ao invés de buscar financiamentos junto às instituições financeiras. Se a companhia estiver bem posicionada no mercado de capitais, a oferta pública de novas ações pode ajudar na busca por menores custos de capital.

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 companhias com práticas de gerenciamento de resultados, que por sua vez, prejudicam os preços das ações ao longo do tempo (GONG; LOUIS; SUN, 2008).

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). Assim, percebe-se que o mercado de capitais necessita de 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 e 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.

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. DuCharme, Malatesta e Sefcik (2001) abordam que os gestores das companhias se beneficiam das ofertas públicas de ações realizando gerenciamento de resultados para elevação dos lucros, porque eles buscam receber altos rendimentos em dinheiro, valores que estão acima do verdadeiro valor de mercado da companhia. Fudenberg e Tirole (1995) e DuCharme, Malatesta e Sefcik (2004) ressaltam que o gerenciamento de resultados no processo de ofertas públicas de ações não pode ser mantido a longo prazo e tende a ter impacto negativo sobre os acionistas, devido ao seus custos econômicos e possíveis responsabilizações legais. Assim, companhias que apresentam sólida administração e boas projeções têm baixos incentivos para gerenciar os resultados contábeis.

Outros estudos abordam que o gerenciamento de resultados elevado provoca a baixa qualidade das ofertas públicas de ações, que por sua vez, é proporcionada pela baixa liquidez das ações, que pode determinar o risco de fechamento de capital da companhia na bolsa de valores. Nesse sentido, Seguin e Smoller (1997) documentaram que existem maiores taxas de mortalidade de companhias que possuem ações de menor preço do que aquelas que possuem ações de maior preço. Fama e French (2004) encontraram que as companhias com maior rentabilidade de suas ações tendem a ter taxas de fechamento de capital mais baixas. Outros estudos sugerem que o Gerenciamento de Resultados está disseminado nos processos de ofertas públicas de ações, pois isso é inerente à assimetria informacional entre os CEOs e os *stakeholders*.

No Brasil, os primeiros trabalhos acadêmicos sobre o tema surgiram a partir de 2001, embora ainda tímidos e replicando modelos da literatura internacional, os quais já trazem evidências da prática de gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2001; TUKAMOTO, 2004; FUJI, 2004; ZENDERSKY 2005; CARDOSO 2005; ALMEIDA, 2006). Paulo (2006) e Rodrigues (2013) investigaram o gerenciamento de resultados nas ofertas públicas de ações e não encontraram sua ocorrência estatisticamente significativa. Assim, a inovação proposta por esta pesquisa é a introdução da análise do desempenho das ações na relação entre gerenciamento de resultados e ofertas públicas de ações.

As pesquisas ainda não apresentam consenso sobre se os gestores das companhias poderiam estar se beneficiando do gerenciamento de resultados nas ofertas públicas de ações para auferirem maiores rendimentos; se tal ação é prejudicial ao acionista, sendo que ele percebe que está sendo lesado somente a longo prazo; se o gerenciamento de resultados nas ofertas públicas prejudica a liquidez das ações e pode provocar o fechamento do capital da companhia na bolsa de valores; e se no Brasil não se encontram indícios de gerenciamento de resultados consistentes estatisticamente. Assim, elabora-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?** 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.

Existem duas formas das empresas realizarem Ofertas Públicas de Ações (OPA) ao mercado, a primeira vez que a empresa emite ações é denominada de Oferta Pública Inicial (IPO), enquanto as emissões subsequentes são chamadas de ofertas públicas secundárias (SPO). Assim, este estudo objetiva analisar apenas as SPO de companhias abertas, devido a disponibilidade de informações contábeis e de mercado que estão disponíveis na base Economática, que foram utilizadas para o cálculo do gerenciamento de resultados e do desempenho das ações nos períodos pré e pós OPA, como é demandado pelas hipóteses criadas. Nas IPOs isso não é possível, pois não existem tais informações divulgadas do período pré OPA.

O estudo foi realizado com 30 companhias abertas que realizaram Ofertas Públicas de Ações (OPA), especificamente Ofertas Públicas Secundárias (SPO), no período de 2011 e 2012. Foram coletadas informações sobre as SPO no sítio da BM&FBOVESPA, dados contábeis para calcular os *accruals* e a cotação das ações para calcular o seu desempenho foram obtidos na base de dados Economática[®]. Por fim, foram aplicados os procedimentos econométricos para testar as hipóteses da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A literatura apresenta diversos 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) e Kang e Sivaramakrishnan (1995).

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).

Teoh, Welch e Wong (1998) explicam que a apuração dos *accruals* discricionários é a forma mais utilizada para detectar o gerenciamento de resultados. O referido *accrual* envolve ativos e passivos que suportam as operações cotidianas das organizações, que por sua vez, podem ser utilizados para aumentar ou diminuir o reconhecimento da receita ou despesa. Para McKee (2005), o gerenciamento de resultados é uma tomada de decisão razoável e legal sobre a informação, cuja intenção é alcançar resultados financeiros estáveis e previsíveis.

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.

Beaver (1998) aborda que os *accruals* são comuns nas empresas, estão presentes em quase todas as firmas e são características centrais dos relatórios financeiros. Martinez (2008) 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.

2.2 OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Rodrigues (2013) explica que as empresas que realizam ofertas públicas 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-financeiros 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 como 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.

Estudos pioneiros foram desenvolvidos por 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 resultados anterior às ofertas de ações. Nessa 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 as ofertas públicas de ações. Ritter (1991) complementa o debate discutindo as possíveis razões para as diferenças nos resultados proporcionadas pelo gerenciamento de resultados.

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 resultados com a ocorrência de *accruals* discricionários próximos aos períodos de novas ofertas de ações. Como resultado, observam que quando houver *accruals* discricionários positivos, haverá, conseqüentemente, pior retorno das ações nos três anos subsequentes à OPA. Isso significa que 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.

E ainda, 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.

Em estudo pioneiro no Brasil, Paulo (2006) analisou a relação entre a oferta pública de ações e o nível de discricionariade 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 resultados para alcançar melhores preços no momento da oferta pública das ações. As evidências sugerem que a maior regulamentação destas ofertas públicas reduz o gerenciamento de resultados.

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.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA

A amostra é constituída por 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. É utilizado este período pela disponibilidade das informações contábeis para a realização do cálculo do gerenciamento de resultados das 30 empresas que realizaram ofertas públicas de ações ao longo do período mencionado, além da disponibilidade do preço das ações no referido período.

3.2 COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

Realiza-se a análise do gerenciamento de resultados, retorno das ações de quatro trimestres antes e quatro 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 e 2012. Logo em seguida, coletam-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 divide-se os valores dos *accruals* discricionários em duas partes, uma antes e outra depois das ofertas públicas realizadas pela companhia. Assim, para calcular os *accruals* anteriores de uma empresa que fez, por exemplo, OPA em fevereiro de 2011, são utilizados dados contábeis do 1º, 2º, 3º e 4º trimestre de 2010. Para calcular os *accruals* posteriores são utilizados os dados do 2º, 3º e 4º trimestre de 2011 e 1º de 2012. Para avaliar as OPAs de janeiro de 2011 a dezembro de 2012 são utilizados dados contábeis do 1º, 2º, 3º e 4º trimestre de 2010 e 1º, 2º, 3º e 4º trimestre de 2013. O cálculo dos *accruals* é trimestral e individual, sendo que os resultados são apresentados na Tabela 1. A avaliação dos *accruals* tem que ser realizada individualmente, porque são observadas OPAs de diferentes trimestres, devido a impossibilidade de obtenção de um volume consistente de eventos no mercado de capitais brasileiro de um único trimestre. Para encontrar o gerenciamento de resultados aplica-se o Modelo de Kang & Silvaramakrishnan (1995) ou Modelo KS (1995), a partir do qual são obtidos os *accruals* discricionários com auxílio de *software* estatístico. Define-se a utilização do KS (1995) por ser, conforme Martinez (2001), um modelo econométrico robusto baseado nas contas patrimoniais e suas proporções em relação a outras por meio dos coeficientes, reduzindo as possíveis falhas em capturar os *accruals* discricionários dos demais modelos, minimizando problemas de inflação e efeitos econômicos.

Para a análise do retorno da ação, coleta-se junto à base de dados Economática® o preço da ação por trimestre, especificamente 4 trimestres anteriores e 4 posteriores à OPA. Para o cálculo do retorno da ação pré OPA é dividido o preço da ação no trimestre anterior a OPA pelo preço da ação de quatro trimestres anteriores, ou seja, se o evento ocorreu em dezembro de 2012, divide-se o preço da ação do 3º trimestre de 2012 pelo preço da ação do 4º trimestre de 2011. O cálculo do retorno das ações pós OPA usa a mesma metodologia: divide-se o retorno da ação do 4º trimestre de 2013 com o retorno da ação 1º trimestre do mesmo ano.

Logo após, realiza-se a análise do retorno pré e pós-período de OPA, sendo que, para avaliar sua diferença estatística é aplicado o Teste t para diferenças de médias. Depois da análise do gerenciamento de resultados e do retorno de ações das 30 companhias, busca-se responder às hipóteses 1 e 2 com a aplicação de dois modelos de regressão linear simples, sendo construído um modelo para cada hipótese. Para buscar evidências da hipótese 1, relaciona-se o retorno das ações com os *accruals* discricionários, ambas as variáveis do período anterior ao evento de ofertas públicas de ações, conforme a equação 1.

$$RET_pre_OPA = \beta_0 + \beta_1 AD_pre_OPA \quad (1)$$

Já para a hipótese 2 relacionam-se os *accruals* discricionários do período pré OPAs com o retorno das ações posterior ao referido evento, conforme apresentado na equação 2.

$$AD_pre_OPA = \beta_0 + \beta_1 RET_pos_OPA \quad (2)$$

Os dois modelos estatísticos são elaborados com base nos estudos de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005), Kao, Wu e Yang (2009). Para complementar o estudo é utilizada a equação 3, que por sua vez, relaciona o Retorno das ações pós-OPA

(Ret_pos OPA) com o Lucro líquido (NI), a variação do lucro líquido pós-OPA (ΔNI_{pos} OPA), os *accruals* discricionários pré-OPA (AD_pre OPA) e os *accruals* discricionários pós-OPA (AD_pos OPA). Além disso, a equação 4 relaciona a variação pré e pós-OPA do retorno das ações (ΔRet) com o Lucro líquido (NI), a variação pré e pós-OPA do lucro líquido (ΔNI_{pre} e pos OPA), os *accruals* discricionários pré-OPA (AD_pre OPA) e os *accruals* discricionários pós-OPA (AD_pos OPA).

$$Ret_{pos\ OPA} = \beta_0 + \beta_1 NI + \beta_2 \Delta NI_{pos\ OPA} + \beta_3 AD_{pre\ OPA} + \beta_4 AD_{pos\ OPA} \quad (3)$$

$$\Delta Ret = \beta_0 + \beta_1 NI + \beta_2 \Delta NI_{pre\ e\ pos\ OPA} + \beta_3 AD_{pre\ OPA} + \beta_4 AD_{pos\ OPA} \quad (4)$$

Antes de realizar a análise dos dados, verifica-se a normalidade da amostra pelo teste *Kolmogorov-Smirnov* (K-S), no qual constata-se que os dados têm distribuição normal. Também são realizados os testes de heteroscedasticidade, não sendo necessário fazer correções. Antes de fazer a análise da regressão, aplica-se o teste de autorrelação dos resíduos e de multicolinearidade.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 CÁLCULO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Para encontrar os *accruals* discricionários de cada empresa é adotado o Modelo KS (1995). Separam-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 companhia, que é acompanhada da análise de aumento ou redução em valores e percentuais.

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 ocorre gerenciamento de resultados negativo (-0,0283), sendo que este resultado é contrário ao período pós-oferta pública de ações, no qual se obtém média positiva (0,0179). A variação entre as médias dos dois períodos é considerada diferente e estatisticamente significativa, ao nível de 95%, com base no Teste t para diferença de médias.

Como primeiro achado do estudo, verifica-se que o gerenciamento de resultados antes das ofertas públicas é negativo nas companhias brasileiras, sendo que tal fato está na mesma direção dos achados do estudo nacional de Paulo (2006) e contrário aos estudos internacionais de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005) e Kao, Wu e Yang (2009). Teoh, Welch e Wong (1998) demonstraram que existe gerenciamento de resultados com a ocorrência de *accruals* discricionários positivos próximos aos períodos de novas ofertas de ações. Darrough e Rangan (2005) também identificaram que os *accruals* discricionários no período da oferta pública são significativos e positivos, sugerindo que as firmas em análise manipulavam os números contábeis. No Brasil, Paulo (2006) investigou a ocorrência de tal fenômeno em empresas brasileiras, não conseguindo comprová-la.

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	-0,0047230	0,0285800	-0,0333030	705,12
Anhanguera	13/12/10	-0,0882900	-0,0415790	-0,0467110	52,91
Arezzo Co	02/02/11	-0,0011700	0,2045089	-0,2056789	17.579,39
Autometal	07/02/11	-0,1528767	0,1086189	-0,2614956	171,05
BR Brokers	07/02/11	0,0036200	0,0938533	-0,0902333	-2.492,63
BR Malls Par	12/05/11	-0,0714075	-0,0953100	0,0239025	-33,47
CPFL Renovav	13/07/10	0,0814800	-0,0546700	0,1361500	167,10
Direcional	11/02/11	0,1147000	0,0966022	0,0180978	15,78
Energias BR	11/07/11	-0,1520500	-0,1688529	0,0168029	-11,05
Equatorial	10/12/12	-0,1301550	-0,0535500	-0,0766050	58,86
Estacio Part	28/01/13	0,0230130	0,2214950	-0,1984820	-862,48
Fibria	25/04/12	-0,0531650	-0,0057750	-0,0473900	89,14
Gerdau Met	14/04/11	-0,0076275	0,0096100	-0,0172375	225,99
Hrt Petroleo	25/10/10	0,3041800	0,1236090	0,1805710	59,36
Kroton	01/07/11	-0,1227200	-0,0366186	-0,0861014	70,16
Lopes Brasil	25/10/10	-0,1967100	-0,0589330	-0,1377770	70,04
Magnesita SA	15/02/11	0,0505467	0,0806489	-0,0301022	-59,55
Marfrig	06/12/12	-0,0201600	0,0222550	-0,0424150	210,39
Metal Leve	05/07/11	0,0122100	-0,0946757	0,1068857	875,39
Minerva	30/11/12	0,1300330	0,1201400	0,0098930	7,61
Petrobras	27/09/10	-0,1437000	-0,0408473	-0,1028527	71,57
RaiaDrogasil	20/12/10	0,1295350	0,1233750	0,0061600	4,76
Sierrabrasil	03/02/11	-0,1670500	0,0059667	-0,1730167	103,57
Suzano Papel	29/06/12	-0,0090400	0,0222325	-0,0312725	345,93
Taesa	20/07/12	-0,1273867	0,0263167	-0,1537033	120,66
Tecnisa	03/02/11	-0,0385933	-0,0321433	-0,0064500	16,71
Technos	01/07/08	-0,0212310	0,0299376	-0,0511686	241,01
Tim Part S/A	06/10/11	-0,1474233	-0,1566833	0,0092600	-6,28
Time For Fun	13/04/11	-0,0222100	0,0299800	-0,0521900	234,98
Unicasa	27/04/12	-0,0211200	0,0299988	-0,0511188	242,04
Médias		-0,0283164	0,0179363	0,04625272	163,34

Fonte: Dados da pesquisa.

4.2 RETORNO DAS AÇÕES APÓS A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

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

Com base na Tabela 2, verifica-se que os resultados individuais demonstram variações representativas nos preços das ações nos trimestres anteriores e posteriores à oferta de ações, algumas companhias acumulam ganhos interessantes, outros ganhos não significativos, e outras, ainda, perdas consideráveis. Observando a média de todas as empresas, verifica-se uma desvalorização de 57,68% entre o período de 4 trimestres antes e 4 trimestres depois das OPAs. Tal diferença é estatisticamente significativa ao nível de 95%, com base no Teste t. Assim, é possível afirmar que o retorno das ações após as ofertas públicas das ações diminuiu

em relação ao período pré OPA, sendo favorável aos achados dos estudos internacionais de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005) e Kao, Wu e Yang (2009).

Tabela 2 - Retorno das ações pré e pós oferta pública de ações (OPA)

Nome	Início de negociação	Retorno antes da OPA	Retorno após OPA	Diferença %
Aliansce	14/12/12	0,558133	-0,22563	-140,426
Anhanguera	13/12/10	0,2901	0,1227	-57,7042
Arezzo Co	02/02/11	0,241136	0,466185	93,32902
Autometal	07/02/11	0,241136	0,060955	-74,7218
BR Brokers	07/02/11	0,251786	0,020915	-91,6933
BR Malls Par	12/05/11	0,446809	0,20525	-54,0631
CPFL Renovav	13/04/11	0,2902	0,1227	-57,7188
Direcional	13/07/10	0,289881	-0,00114	-100,392
Energias BR	11/02/11	0,088193	-0,03516	-139,864
Equatorial	11/07/11	0,462662	0,149569	-67,6721
Estacio Part	10/12/12	1,138819	0,09375	-91,7678
Fibria	28/01/13	-0,36391	0,187366	151,4867
Gerdau Met	25/04/12	-0,08854	0,282963	419,5789
Hrt Petroleo	14/04/11	0,2902	0,1227	-57,7188
Kroton	25/10/10	0,350901	0,886895	152,7482
Lopes Brasil	01/07/11	0,2901	0,1227	-57,7042
Magnesita AS	25/10/10	-0,28421	-0,09605	-66,2037
Marfrig	15/02/11	0,381733	-0,52607	-237,81
Metal Leve	06/12/12	0,024053	0,818258	3301,845
Minerva	05/07/11	1,22093	-0,12214	-110,004
Petrobras	27/04/12	0,2904	0,1227	-57,7479
RaiaDrogasil	30/11/12	0,2901	0,1227	-57,7042
Sierrabrasil	27/09/10	0,241136	0,1893	-21,4963
Suzano Papel	20/12/10	-0,28208	0,568325	301,4735
Taesa	03/02/11	1,112632	0,023431	-97,8941
Technos	29/06/12	-0,04545	0,413117	1008,858
Tecnisa	20/07/12	0,184517	-0,24521	-232,893
Tim Part S/A	03/02/11	0,308788	-0,28232	-191,428
Time For Fun	01/07/11	0,241136	0,491197	103,7016
Unicasa	06/10/11	0,241136	-0,3772	-256,424
		0,29008	0,122759	-57,681

Fonte: Dados da pesquisa.

4.3 NÍVEL DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E PREÇO DAS AÇÕES NAS OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES

Para atender ao objetivo da pesquisa e testar 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, aplica-se a regressão linear simples para analisar o retorno da ação anterior à oferta pública (Retorno antes da OPA) da Tabela 2 com os resultados de *accruals* discricionários pré-oferta (AD pré OPA) da Tabela 1, cujos resultados encontram-se na Tabela 3.

Tabela 3 – Regressão do retorno da ação com os *accruals* discricionários no período pré OPA

Variáveis	Coefficientes (b)	Estatística t	VIF
(Constante)	0,246	3,722	
AD_pré_OPA	0,115	0,221	1,000
R ²		0,020	
R ² ajustado		-0,034	
F		0,049	

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 descreve o modelo estatístico e informa que ele não é eficaz para explicar a relação entre as variáveis, pois o modelo não apresentou significância e o F encontrado demonstra que a equação de regressão tem um nível de significância de 0,04%, que é baixo. Além disso, a equação não encontra significância entre as variáveis do retorno da ação com os *accruals* discricionários do período pré oferta, pois identifica-se R² de apenas 2,0%, ou seja, o modelo demonstra que a variável independente é responsável por explicar apenas 2,0% dos casos das companhias que realizaram ofertas públicas.

Dessa forma, apesar de observar-se *accruals* discricionários menores e negativos e retornos das ações positivos e maiores no período pré-oferta pública de ações, conforme demonstrado nas Tabelas 1 e 2, não se encontra influência entre as variáveis. Assim, rejeita-se a hipótese H₁ do estudo, pois não é possível confirmar a prática de gerenciamento de resultados no período pré IPO com o objetivo de aumentar o retorno das ações. Tal resultado não é consistente com os achados dos estudos de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005) e Kao, Wu e Yang (2009).

Para atender à 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, elabora-se o segundo modelo de regressão linear (equação 2), que relaciona o gerenciamento de resultados antes da oferta pública (AD pré-OPA) com o retorno das ações após oferta pública (Retorno após OPA). A fim de complementar o estudo, também são analisadas as equações 3 e 4, que consideram outras variáveis além dos *accruals* pré OPA para explicar o retorno das ações pós OPA.

Tabela 4 – Regressão do Retorno de ações no período pós OPA

Variáveis Dependente:	Equação 2		Equação 3		Equação 4	
	<i>Ret_pos OPA</i>		<i>Ret_pos OPA</i>		ΔRet	
	Coefficiente	VIF	Coefficiente	VIF	Coefficiente	VIF
(Constante)	0,065		0,090		-0,173	
AD_pré_OPA	-0,164	1,00	-0,179	1,454	13,647	1,469
AD_pós_OPA			0,098	1,499	-23,422	1,509
NI			0,572	1,031	38,353	1,03
ΔNI pós OPA			0,071	1,015	0,077	1,023
R ²	0,003		0,097		0,095	
R ² ajustado	-0,032		-0,047		-0,050	
F	0,09		0,673		0,656	

* significativo ao nível de 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme se demonstra na Tabela 4, também não é encontrada significância entre as variáveis de *accruals* discricionários pré OPA e retorno das ações pós OPA, conforme a equação 2. Este resultado é contrário aos achados de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005), Kao, Wu e Yang (2009).

Com base na Equação 3, constata-se que não existe relação estatisticamente significativa entre o retorno das ações pós OPA ($Ret_{\text{pós OPA}}$) e a variável ΔNI , não havendo evidências para comprovar a influência dos *accruals* ou do lucro líquido no retorno das ações no período pós OPA.

Por fim, na equação 4 analisa-se a relação da variação do retorno das ações entre os períodos pré e pós OPA com o NI, os *accruals* pré e pós OPA e com a variação do ΔNI no mesmo período. Dessa forma, busca-se encontrar indícios de suavização de resultados nas variáveis relacionadas pelas suas diferenças de resultados entre os períodos pré e pós OPA.

Nota-se na Tabela 4 (equação 4) que a variação pré e pós-OPA do retorno das ações não apresenta relação estatisticamente significativa com nenhuma das variáveis testadas. Assim, rejeita-se a hipótese H_2 , que previa que o gerenciamento de resultados antes da oferta pública das ações impacta negativamente no retorno das ações após o evento. Não há indícios da influência do gerenciamento de resultados nem do próprio lucro líquido no retorno das ações após a OPA.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo tem 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. A partir de uma base teórica constroem-se duas hipóteses: 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 realizada junto ao sítio da BM&FBovespa S.A., na qual foram levantados relatórios das empresas que realizaram ofertas públicas de ações nos anos de 2011 e 2012. Também foram coletados os preços das ações e os saldos contábeis das empresas da amostra junto à base de dados Economática[®]. Para o cálculo dos *accruals* foi adotado o modelo de Kang & Silvaramakrishnan (1995).

Como resultados, observa-se a ocorrência de *accruals* discricionários negativos no período anterior e positivos no período posterior à oferta pública de ações, havendo diferenças estatisticamente significativas entre os dois conjuntos de *accruals* (pré e pós oferta pública de ações). Este resultado é contrário ao observado em estudos anteriores, como os de Teoh, Welch e Wong (1998), Darrough e Rangan (2005) e Kao, Wu e Yang (2009), que observaram *accruals* positivos no período que antecede às OPAs com objetivo de aumentar o preço das ações. Conclui-se, assim, que as empresas brasileiras investigadas poderiam ter sido influenciadas por outros incentivos para apresentar, em média, *accruals* negativos, o que diminui seu resultado e pode levar a desvalorização das ações no mercado. No entanto, é importante salientar que este estudo não aborda e nem saberia elencar tais incentivos, constituindo-se uma limitação da presente pesquisa e, ao mesmo tempo, uma oportunidade para estudos futuros.

Também é analisado o comportamento do retorno das ações no período anterior e posterior à oferta pública de ações. Identifica-se que o retorno médio das ações caiu no período pós OPA, sendo significativamente distinto do primeiro período, com base no Teste t de diferença de médias. Este resultado é consistente com os estudos citados anteriormente, que apontam para redução no retorno das ações no período pós OPA, embora tais estudos defendam que esta redução é motivada pela prática de gerenciamento de resultados no período pré OPA, o que não é comprovado nesta pesquisa.

Nesse sentido, aplicam-se três modelos de regressão linear múltipla e um modelo de regressão linear simples. No primeiro modelo relaciona-se o retorno das ações do período pré

OPA com o gerenciamento de resultados do mesmo período, cujos resultados não são estatisticamente significativos, rejeitando-se então a primeira hipótese da pesquisa.

No segundo modelo relaciona-se os saldos médios de *accruals* discricionários do período pré OPA com o retorno das ações do período posterior, mas os resultados também não são estatisticamente significativos. Para complementar a análise, são testados dois modelos adicionais que utilizam as variáveis NI e Δ NI, que também não se mostram significativas para explicar o retorno das ações no período pós OPA.

Assim, conclui-se, de maneira geral, que não há relação estatisticamente significativa entre as ofertas públicas de ações, práticas de gerenciamento de resultados e o retorno médio das ações nas companhias da amostra e no período pesquisado, diferentemente do apontado em literatura internacional, levando à rejeição das duas hipóteses do estudo. Sugere-se para futuras pesquisas a aplicação deste mesmo estudo para uma amostra maior de companhias em um recorte temporal mais longo.

REFERÊNCIAS

AHARONY, J.; LIN, C.; LOEB, M. P. Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. **Contemporary Accounting Research**. Toronto, V.10, n.1, 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.

ALMEIDA, J. E. F. **Earnings Management no Brasil: estudo empírico em indústrias e grupos estratégicos**, Dissertação (Mestrado), Vitoria: Fucape, 2006.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BEAVER, W. H.; VENKATACHALAM, M. Differential pricing of discretionary and nondiscretionary components of loan fair values. **Working paper**, Stanford University, 2000.

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.

CARDOSO, R. L. **Regulação econômica e escolha de práticas contábeis: evidencia no mercado de saúde complementar**. Tese (Doutorado), São Paulo: FEA-USP 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. INSTRUÇÃO Nº 361, DE 5 DE MARÇO DE 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst361consolid.doc>>. Acesso em: 15 Dez. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/ SEP nº 01/2007, DE 14 DE FEVEREIRO DE 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp>. Acesso em: 15 Dez. 2014.

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. 67, p. 77-96, 1986.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. **Journal of accounting and Economics**, v. 14, n. 1, p. 51-89, 1991.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**. Sarasota, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DUCHARME, L. L.; MALATESTA, P. H.; SEFCIK, S. E. Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 16, n. 4, p. 369-396, 2001.

DUCHARME, L. L.; MALATESTA, P. H.; SEFCIK, S. E. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. **Journal of financial economics**, v. 71, n. 1, p. 27-49, 2004.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The capital asset pricing model: Theory and evidence. **Journal of Economic Perspectives**, v. 18, p. 25-46, 2004.

FUDENBERG, D.; TIROLE, J. A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. **Journal of Political economy**, p. 75-93, 1995.

FUJI, A. H. **Gerenciamento dos resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil**. 2004. Dissertação (Mestrado em Contabilidade), FEA-USP, São Paulo, 2004.

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. The effect of bonus schemes of accounting decisions. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, v. 7, p. 85-107, 1985.

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

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, n. 2, p. 193-228, 1991.

KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHANAN, K. Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Rochester, v. 33, n. 2, 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. 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.

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**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MCKEE, T. E. **Earnings Management: An Executive Perspective**. Ohio: Thomson, 2005.

PAULO, E. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. **Anais... XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, Salvador-BA, 2006.

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.

SEGUIN, P. J.; SMOLLER, M. M. Share price and mortality: An empirical evaluation of newly listed Nasdaq stocks. **Journal of Financial Economics**, v. 45, n. 3, p. 333-363, 1997.

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.

TUKAMOTO, Y. S. **Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade), FEA-USP, São Paulo, 2004.

ZENDERSKY, C. H. Gerenciamento de Resultados em Instituições Financeiras no Brasil-2000 a 2004. 2005. 134 fls. 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba, da Universidade Federal de Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.