

## **GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS NOS IPOs DE 2020**

Veronica Aparecida Magalhaes Da Silva - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - Fipecafi

Alexandre Bonini Simoes De Lima - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - Fipecafi

Marcio Luiz Onida De Araujo - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - Fipecafi

Fabiana Lopes Da Silva - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - Fipecafi

Marta Cristina Pelucio Grecco - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - Fipecafi

### **Resumo**

O objetivo do estudo é analisar o nível de accruals das empresas que abriram o seu capital em 2020, a fim de investigar se o gerenciamento de resultados pode ter impactado a avaliação das empresas e por consequência, os preços das ações definidos nos processos de IPO (Initial Public Offering). Para tanto, selecionou-se uma amostra de 20 empresas que realizaram o IPO em 2020 para aplicação do modelo de Kothari (2005) de gerenciamento de resultados. No modelo de regressão múltipla foram consideradas as seguintes variáveis explicativas: Alavancagem, Margem EBIT Operacional, Logaritmo do Ativo Total de 2020, Preço por ação e dummy para capturar o comportamento do preço máximo. Na análise dos resultados, a única variável significativa para explicar o gerenciamento de resultado foi a Margem EBIT Operacional. Assim, este trabalho não trouxe evidências de que houve gerenciamento de resultados nas empresas analisadas para a variável preço máximo da ação.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados. IPO. Valuation.

### **Abstract**

The objective of the study is to analyze the level of accruals of companies that went public in 2020, in order to investigate whether earnings management may have impacted the assessment of companies and, consequently, the share prices defined in the IPO processes (Initial Public Offering). Therefore, a sample of 20 companies that carried out the IPO in 2020 was selected to apply the Kothari (2005) model of earnings management. In the multiple regression model, the following explanatory variables were considered: Leverage, EBIT Margin, 2020 Total Asset Logarithm, Price per share and dummy to capture the behavior of the maximum price. In analyzing the results, the only significant variable to explain earnings management was the Operating EBIT Margin. Thus, this work did not bring evidence that there was earnings management in the companies analyzed for the maximum share price variable.

**Keywords:** Earnings management. IPO. Valuation.

## GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS NOS IPOs DE 2020

### RESUMO

O objetivo do estudo é analisar o nível de *accruals* das empresas que abriram o seu capital em 2020, a fim de investigar se o gerenciamento de resultados pode ter impactado a avaliação das empresas e por consequência, os preços das ações definidos nos processos de IPO (*Initial Public Offering*). Para tanto, selecionou-se uma amostra de 20 empresas que realizaram o IPO em 2020 para aplicação do modelo de Kothari (2005) de gerenciamento de resultados. No modelo de regressão múltipla foram consideradas as seguintes variáveis explicativas: Alavancagem, Margem EBIT Operacional, Logaritmo do Ativo Total de 2020, Preço por ação e *dummy* para capturar o comportamento do preço máximo. Na análise dos resultados, a única variável significativa para explicar o gerenciamento de resultado foi a Margem EBIT Operacional. Assim, este trabalho não trouxe evidências de que houve gerenciamento de resultados nas empresas analisadas para a variável preço máximo da ação.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados. IPO. Valuation.

### ABSTRACT

The objective of the study is to analyze the level of accruals of companies that went public in 2020, in order to investigate whether earnings management may have impacted the assessment of companies and, consequently, the share prices defined in the IPO processes (Initial Public Offering). Therefore, a sample of 20 companies that carried out the IPO in 2020 was selected to apply the Kothari (2005) model of earnings management. In the multiple regression model, the following explanatory variables were considered: Leverage, EBIT Margin, 2020 Total Asset Logarithm, Price per share and dummy to capture the behavior of the maximum price. In analyzing the results, the only significant variable to explain earnings management was the Operating EBIT Margin. Thus, this work did not bring evidence that there was earnings management in the companies analyzed for the maximum share price variable.

**Keywords:** Earnings management. IPO. Valuation.

## 1 INTRODUÇÃO

Os bancos de investimento, as corretoras de valores e os analistas de fundos de investimento tiveram um ano de 2.020 movimentado: foram 27 processos de abertura de capital (IPOs) na Bolsa Balcão Brasil (B3), o que não acontecia desde 2007.

Pode-se dizer, de um lado, que a associação de baixas taxas de juros primários, a Selic, com o cenário de desconfiança do controle fiscal do Governo Central, associado a um aumento do conservadorismo por parte dos bancos impulsionou suas decisões de destinarem recursos de crédito para os chamados grandes tomadores. São as maiores empresas do Brasil, listadas ou não, mas que pelo elevado faturamento têm números publicados, auditados com frequência e que acabam por trazer mais segurança aos credores.

As condições mais competitivas por parte dos bancos, tais como custos menores de estruturação de empréstimos bilaterais e a isenção de IOF a partir do Decreto nº 10.305 de 1/04/20, também contribuíram para a retração das emissões de debêntures no mercado de capitais, que totalizaram R\$ 122,078 bilhões de janeiro a novembro, contra R\$184,667 bilhões no mesmo período de 2019, de acordo com o Boletim de Mercado de Capitais (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais [Anbima], 2021).

Por outro lado, 27 controladores apostaram não só que era chegado o momento de trazer novos sócios para seus negócios como o de realizar parte de seus investimentos. A captação primária, através da qual os recursos vão para os caixas das empresas, alcançou R\$ 25,5 bi (B3, 2020). E a captação secundária, em que os recursos vão para acionistas vendedores, que assim reduzem sua participação acionária, colocou outros R\$ 17,38 bi em seus bolsos (B3, 2020), movimentando no total quase R\$ 43 bilhões. Novos investidores a partir de então passaram a fazer parte da estrutura de propriedade e a financiar as atividades dessas empresas (Garcia & Lucena, 2016).

Uma das fases críticas de um IPO (*Initial Public Offering*) é o estabelecimento do preço das ações. A partir deste preço está feita a avaliação do negócio. Fica claro que um conflito de interesse pode se estabelecer, onde controladores e administradores tenham interesse em captar o maior volume de recursos possível, tanto para si como para as empresas, e os investidores se interessem por pagar o menor preço possível pela ação, podendo se aproveitar da valorização do negócio para ganhar na rentabilização de seus investimentos. E este conflito levaria seus administradores a atuarem de forma discricionária com o objetivo de aumentar o preço da ação no momento da captação inicial (Teoh, Welch & Wong, 1998, Roosenboom, Goot & Mertens, 2003, Morsfield & Tan, 2006).

A oposição de interesses dos administradores e investidores implica em assimetria informacional maior no processo de IPO, que pode ocorrer pela inexistência de informações históricas de avaliação da empresa. Assim, os investidores precisam embasar sua decisão nas informações contábeis disponibilizadas pela entidade (Li, 2011).

Na fase chamada de pré-IPO, os administradores podem gerenciar resultados, adotando práticas intencionais de alteração dos resultados com o objetivo de atender determinado interesse particular (Almeida & Bezerra, 2012). Para Dallabona, Martins e Klann (2014) o gerenciamento de resultados toma por base a flexibilidade das práticas contábeis na elaboração das demonstrações financeiras, principalmente no que tange à mensuração do resultado. Vale destacar que o gerenciamento de resultados não é sinônimo de fraude, havendo apenas um conjunto de decisões tomadas dentro das possibilidades trazidas pela regulamentação contábil (Martinez, 2001).

No período anterior ao IPO, os administradores das empresas brasileiras tenderiam à utilização de *accruals* para aumentar seus resultados, melhorar o desempenho dos números contábeis no momento que antecede a abertura de capital, com o objetivo de aumentar o preço das ações (Paulo, 2007). *Accruals* se referem à diferença entre o lucro apurado pelo regime de

competência e o lucro apurado com base nos fluxos de caixa. Portanto, o lucro empresarial da entidade é formado tanto pelos fluxos de caixa quanto pelos *accruals* (ou acumulações) (Almeida, 2010). Os *accruals* podem ser separados em dois grupos: a) discricionários, referindo-se à parte sujeita ao gerenciamento de resultados; e b) não discricionários, referindo-se às demais acumulações naturais da empresa (Martinez, 2008).

Matsumoto e Parreira (2007) destaca que o gerenciamento de resultados é capaz de trazer efeitos adversos para as entidades que o adotam, já que compromete a lisura das demonstrações financeiras, abalam a confiança dos participantes no mercado acionário e, portanto, aumenta a percepção de risco ao investir nos IPOs devido à incerteza a respeito das informações.

Assim, pode-se concluir que é relevante para os usuários das demonstrações financeiras em um IPO identificarem a ocorrência do gerenciamento de resultados, de modo a dar subsídios a sua avaliação das empresas e a própria tomada de decisão de investir.

Nesse contexto, o presente estudo busca responder a seguinte questão de pesquisa: **é possível atribuir a um maior gerenciamento de resultados os preços fixados no IPO próximos aos tetos das faixas informadas ou mesmo acima deles?**

Para tanto, serão analisadas as Demonstrações Financeiras de 20 empresas que abriram capital de 2020, cujos dados foram extraídos do site da Economática para os períodos de 2019 e 2020. Cabe destacar que nesse período ocorreram 27 aberturas de capital, mas como o objetivo deste estudo não foi discutir questões específicas de contabilização do setor de incorporação e construção civil, excluiu-se as 7 empresas deste setor: Alphaville, Mitre, Moura Dubeux, Lavvi, Plano&Plano, Melnick e Cury S/A, reduzindo a amostra para 20 empresas. Santos, Alvarenga, Gonzales e Rieger (2020) conduziram estudo dos resultados de 2013 a 2017 somente de incorporadoras listadas na B3 e, por meio do modelo de Pae (2005), identificaram evidências de gerenciamento de resultados.

Especificamente para os processos ocorridos em 2020, ano marcado pela crise oriunda da Covid-19, este estudo de verificação sobre a ocorrência de gerenciamento de resultados e seu impacto na fixação do preço se torna relevante na literatura, dada a forte participação de investidores pessoas físicas nesses títulos. Dados mostram que a quantidade de investidores em ações no geral saltou de 1.681.033 em 2019 para 3.229.318 em 2020 (B3, 2020) e nestes 27 processos mais de 9% do volume movimentado foi de recursos de indivíduos, superando R\$4 bilhões. (B3, 2020).

Este estudo também contribui para a literatura da compreensão do mercado acerca de informação contábil, na medida em que esses casos empíricos foram colocados no modelo de identificação de *accruals* proposto por Jones modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005) (MJM), cuja modificação leva em consideração o crescimento da empresa, sendo mais condizente com a economia emergente do Brasil.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

O desenvolvimento da empresa ocorre por meio de recursos próprios durante grande parte de sua existência. Contudo, a necessidade de crescimento implica na injeção de recursos externos, que pode se dar por empréstimos bancários, por captações de dívidas no mercado de capitais ou mesmo com a abertura de capital.

Abrir capital implica na divisão de riscos entre os novos investidores e os atuais sócios. Para dar subsídio a decisão dos pretensos investidores, a administração da entidade deve fornecer informações sobre sua situação financeira por meio dos balanços e demonstrativos financeiros (Souza & Coutinho Filho, 2007). Conforme Oliveira e Martelanc (2014), as entidades devem apresentar informações significativas e suficientes para que os investidores de fato possam realizar as avaliações pertinentes para decidirem sobre a aplicação do capital.

De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 26:

As demonstrações contábeis são uma representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade. O objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas (Conselho Federal de Contabilidade, 2009).

As demonstrações financeiras são essenciais no processo de produção de informação a respeito das condições de determinada entidade, inclusive para a avaliação de possíveis investimentos (Silva & Souza, 2011). De acordo com Dantas (2013, p. 4):

A informação tornou-se o diferencial não apenas para manter as entidades no mercado mas, também, para auxiliá-las na organização das tarefas do dia-a-dia. Vale a pena lembrar que o sucesso da organização não depende somente das informações disponíveis, mas sim de saber recolher, organizar, analisar e implementar as mudanças com base nas informações que serão utilizadas para a melhoria contínua das suas atividades (Dantas, 2013, p. 4).

Dentre as diversas utilidades das demonstrações financeiras, pode-se destacar os objetivos de gerar informação útil a respeito dos recursos econômicos da entidade, condições financeiras, de liquidez e de solvência (Martins, 2011). A análise das demonstrações financeiras utiliza técnicas que demonstram a situação atual e perspectivas futuras da entidade para fins de tomada de decisão (Salas, 2005). Rosillón e Alejandra (2009) destacam que “a utilização de ferramentas e técnicas adequadas procura avaliar a posição financeira e os resultados da atividade empresarial no presente e passado para se obter as melhores estimativas para o futuro”.

Investidores precisam ter informações fidedignas para a tomada de decisão sobre investimento no IPO, as demonstrações financeiras precisam ser transparentes e confiáveis (Yamamoto & Malacrida, 2005), mas pode ter havido gerenciamento de resultados pelos administradores. Por essa razão, os investidores podem ter dificuldades para estimar as partes não discricionárias (aquelas sujeitas ao gerenciamento de resultados) dos IPOs, sendo necessário identificar a ocorrência ou não de manipulação dos resultados pelas entidades ofertantes (Silva & Lucena, 2016).

Contudo, as demonstrações financeiras podem ser submetidas ao gerenciamento de resultados contábeis, dentro dos limites de discricionariedade possíveis para os marcos regulatórios da contabilidade (Martinez, 2001).

As empresas em processo de abertura de capital tendem a desempenhar a prática de gerenciamento de resultados (Dechow & Schrand, 2004), com o escopo de distorcer o resultado da entidade ou ainda influenciar resultados contratuais que dependam de valores informados pela contabilidade (Cunha, Hillesheim, Faveri & Rodrigues, 2014). Referida prática pode ocorrer por meio de *accruals*, compostos por todas as contas de resultado que fizeram parte do cálculo do lucro ou prejuízo, mas não representam movimentação de caixa (Fuji & Carvalho, 2005).

Estudo que se tornou muito influente de Teoh, Welch e Wong (1998) avaliou que os administradores se aproveitavam de *accruals* para superdimensionar os lucros aumentando a avaliação da empresa e o estabelecimento de preços das ações a serem ofertadas em períodos anteriores ao IPO, de certa forma enganando investidores desavisados. DuCharme, Malatesta e Sefcik (2001) correlacionaram positivamente *accruals* anormais pré-IPO com maior valor de avaliação da firma e da ação.

Porém estudo de Ball e Shivakumar (2008) com empresas americanas e inglesas que abriram seu capital vai na direção contrária por entenderem haver custos muito elevados para

informações enganosas oferecidas ao mercado e por terem incentivos mercadológicos e regulatórios para melhorarem a qualidade da informação reportada.

### 3 MÉTODO DE PESQUISA

O presente estudo enquadra-se como descritivo e, quanto à abordagem do problema, engloba avaliações de cunho quantitativo. De acordo com Sampieri, Collado, Lucio, Valencia e Torres (1998), um estudo descritivo é aquele que se preocupa em medir e expor o modo como um fenômeno se manifesta em determinadas situações ou eventos. Para Lakatos e Marconi (1985) tratam da pesquisa quantitativa, a qual considera que tudo pode ser quantificável, o que significa a possibilidade de traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las.

Para responder à questão de pesquisa proposta, foram analisadas as Demonstrações Financeiras de 20 empresas que abriram capital de 2020, cujos dados foram extraídos do site da Economática para os períodos de 2019 e 2020. As empresas do setor de Incorporação foram excluídas dadas características e regras específicas do setor que não serão objeto deste estudo.

A Tabela 1 na próxima página elenca, por ordem de data do IPO, 20 das empresas que abriram seu capital em 2020 e fizeram parte da amostra, o preço da ação/Unit fixado e a faixa de preço constante nos respectivos “Avisos ao Mercado”:

Tabela 1  
Precificação dos IPOs de 2020

Empresa	Dt Fixação de Preço	Preço / Ação	Faixa no Aviso ao Mercado	
			Pço Mín.	Pço Máx.
LOCAWEB	4/2/20	R\$ 17,25	R\$ 14,25	R\$ 17,25
PRINER	13/2/20	R\$ 10,00	R\$ 10,00	R\$ 13,00
ESTAPAR	13/5/20	R\$ 10,50	R\$ 10,50	R\$ 13,00
AMBIPAR	9/7/20	R\$ 24,75	R\$ 18,75	R\$ 24,75
GRUPO SOMA	29/7/20	R\$ 9,90	R\$ 8,80	R\$ 11,00
D1000VFARMA	6/8/20	R\$ 17,00	R\$ 17,00	R\$ 20,32
QUERO-QUERO	6/8/20	R\$ 12,65	R\$ 11,30	R\$ 14,00
PAGUE MENOS	31/8/20	R\$ 8,50	R\$ 10,22	R\$ 12,54
HIDROVIAS <sup>2</sup>	23/9/20	R\$ 7,56	R\$ 7,56	R\$ 8,88
BOA VISTA	28/9/20	R\$ 12,20	R\$ 10,80	R\$ 13,60
SEQUOIA LOG	5/10/20	R\$ 12,40	R\$ 14,25	R\$ 17,75
GRUPO MATEUS	8/10/20	R\$ 8,97	R\$ 8,97	R\$ 11,66
TRACK FIELD	22/10/20	R\$ 9,25	R\$ 10,65	R\$ 14,95
MELIUZ	3/11/20	R\$ 10,00	R\$ 10,00	R\$ 12,50
ENJOEI	5/11/20	R\$ 10,25	R\$ 10,25	R\$ 13,75
PETZ	9/11/20	R\$ 13,75	R\$ 12,25	R\$ 15,25
AERIS <sup>2</sup>	9/11/20	R\$ 5,55	R\$ 6,50	R\$ 8,10
3R PETROLEUM	9/11/20	R\$ 21,00	R\$ 24,50	R\$ 31,50
REDE D OR	9/12/20	R\$ 57,92	R\$ 48,91	R\$ 64,35
NEOGRID	15/12/20	R\$ 4,50	R\$ 5,50	R\$ 7,25

Para análise da ocorrência ou não do gerenciamento de resultados, foi utilizado o Modelo Jones modificado por Kothari, Leone e Wasley (2005).

#### 3.1 Estimação das apropriações totais

O cálculo da diferença entre o lucro e o fluxo de caixa operacional resulta nas apropriações totais, cujas informações podem ser obtidas a partir do balanço patrimonial e da demonstração de resultados:

$$TA_t = \frac{(\Delta CA_t - \Delta Cash_t) - (\Delta CL_t - \Delta STD_t) - Dep_t}{A_{t-1}}$$

Na qual:

$TA_t$  = apropriações totais da empresa no período t;

$\Delta CA_T$  = variação do ativo circulante da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

$\Delta Cash_t$  = variação dos valores de caixa e equivalentes caixa da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

$\Delta CL_t$  = variação do passivo circulante da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

$\Delta STD_t$  = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período t-1 para o final do período t;

$DEP_t$  = montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período t;

$A_{t-1}$  = ativos totais da empresa no final do período t-1.

Com base nessa equação, foram encontrados os seguintes resultados:

Tabela 2

**Apropriações totais**

<b>Empresa</b>	<b>TA</b>
3R Petro	0,8063
Aeris	-0,6071
Ambipar	0,0815
Boa Vista	0,165
D1000	0,058
Enjoei	-0,2683
Estapar	-0,2273
G. Matheus	0,3268
G. Soma	0,0686
Hidrovias	-0,0809
Locaweb	-0,0505
Meliuz	0,1066
Neogrid	0,5997
Pague	0,0016
Petz	-0,2793
Priner	0,2529
Quero	-0,1314
Rede Dor	0,396
Sequóia	0,0036
Track	0,5194

Os dados foram obtidos a partir de dados disponibilizados na ECONOMATICA para os anos de 2019 e 2020.

### 3.2 Estimação das apropriações discricionárias

A estimação das apropriações totais de determinado período é o primeiro passo da metodologia, sendo o segundo passo a separação entre apropriações discricionárias e não discricionárias. Kothari, Leone e Wasley (2005), destacaram que o Modelo Jones Modificado poderia apresentar aumento das apropriações discricionárias – a partir das observações de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) - quando a empresa estivesse em crescimento. Assim, apresentam um modelo alternativo, no qual se inclui o ROA (retorno dos ativos).

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left[ \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{it-1}} \right] + \beta_2 (PPE_{it}/A_{it-1}) + \beta_3 (ROA_{it}) + \epsilon_{it}$$

Na qual,

$TA_{it}$  = apropriações totais da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\Delta REV_{it}$  = receitas (*revenue*, em inglês) no período  $t$  menos as receitas do período  $t-1$ , da empresa  $i$ ;

$\Delta REC_{it}$  = contas a receber do período  $t$  menos contas a receber do período  $t - 1$ , da empresa  $i$ ;

$PPE_{it}$  = imobilizado (*property, plant & equipment*, em inglês) período  $t$  da empresa  $i$ ;

$ROA_{it}$  = retorno do ativo (lucro líquido dividido pelo total de ativos) da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$A_{it-a}$  = ativo total do período  $t-1$ , da empresa  $i$ ;

$\epsilon_{it}$  = erro da regressão da empresa  $i$  no período  $t$  (medida das DA).

As regressões foram processadas no software econométrico denominado GRETL.

## 4 RESULTADOS OBTIDOS E DISCUSSÕES

Na primeira regressão do modelo Kothari foi utilizada a variável dependente TA (apropriações totais) e as variáveis explicativas do modelo, como apresentado a seguir.

Tabela 3

### Modelo Kothari – Regressão para a variável dependente TA

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>
Const	0,114657	0,174349	0,6576	0,5207
AT	1967,76	14411,5	0,1365	0,8932
VarRecVarCR	-0,239056	0,243908	-0,9801	0,3426
ImobAT	0,0534003	0,421306	0,1267	0,9008
ROA	-0,000358859	0,0201125	-0,01784	0,9860

Os resultados demonstraram que o coeficiente  $R^2$  foi baixo, apresentando um poder explicativo de apenas 10,94%.



Na sequência, foi realizada uma regressão por meio do Método dos Quadrados Ordinários e foram utilizadas como variável dependente os valores absolutos dos resíduos do modelo de Kothari et al. (2005). As variáveis explicativas utilizadas foram: Alavancagem, Margem EBIT Operacional, Logaritmo do Ativo Total de 2020 (LogAT20), Preço por ação e *dummy* para capturar o comportamento do preço máximo (D\_Max.):

Tabela 4

**Regressão para a variável dependente valores absolutos dos resíduos do modelo Kothari (com erro-padrão robusto à heterocedasticidade)**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	-0,0740616	1,21759	-0,06083	0,9524	
Alavancagem	0,000333752	0,000635082	0,5255	0,6074	
<b>Margem EBIT Operacional</b>	<b>-0,00381347</b>	<b>0,00173441</b>	<b>-2,199</b>	<b>0,0452</b>	<b>**</b>
Log Ativo 2020	0,0157500	0,0597090	0,2638	0,7958	
Preço por Ação	-0,00200424	0,00359580	-0,5574	0,5861	
D_Max	-0,0419389	0,0976439	-0,4295	0,6741	

Nota. \*\* Significante ao nível de 5%.

Cabe destacar que foram realizados os testes dos pressupostos do modelo e regressão linear por Mínimos Quadrados Ordinários, cujos resultados evidenciam normalidade dos resíduos (p-valor 0,66617), ausência de heterocedasticidade pelo teste de White (p-valor 0,570641) e ausência de multicolinearidade dados pelo teste VIF (valores inferiores a 10). O teste VIF para a multicolinearidade é apresentada na Tabela 5.

Tabela 5

**Teste de VIF de multicolinearidade**

<b>Variável</b>	<b>Valor</b>
Alavancagem	1,473
Margem EBIT Operacional	1,081
LogAT20	2,067
Preço por ação	1,708
D_Max	1,207

A variável *dummy* D\_Max foi utilizada para avaliar o impacto das empresas que alcançaram o valor máximo de preço na abertura de capital, mas esta variável não apresentou resultado estatisticamente significativo. A única variável significativa foi a Margem EBIT Operacional com sinal negativo. Observa-se na Tabela 4 que com p-valor de 0,0452, é possível verificar que a variável margem EBIT Operacional possui capacidade de explicar o efeito no gerenciamento de resultados a um nível de significância de 5%. Ou seja, conclui-se que quanto maior a margem EBIT Operacional menor o nível de gerenciamento de resultados por meio de apropriações discricionárias.

## 5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diferentes condições de mercado se somaram para fazer de 2020 um ano de muitos processos de IPO: taxas de juro em padrões mais baixos da história brasileira, avaliação de um grau de descontrole fiscal superior, postura mais conservadora dos bancos na concessão de empréstimos direcionando recursos para empresas de maior porte, contínua demanda de

recursos por parte de empresas em processo de crescimento e a disposição de mais investidores inclusive pessoas físicas a investir nesta classe de ativos, ações.

Nesse contexto, o presente estudo buscou analisar o nível de *accruals* das empresas que abriram o capital em 2020. E se o gerenciamento de resultados pode ter impactado a avaliação das empresas e por consequência, os preços das ações definidos nos processos de IPO.

Na regressão por meio do Método dos Quadrados Ordinários a partir do modelo de Kothari, a única variável significativa para explicar o gerenciamento de resultado foi a Margem EBIT Operacional. Essa relação faz sentido dado que modelos importantes e largamente usados de avaliação de empresas são feitos com base em múltiplos de EBITDA ou EBIT, de acordo com a característica do setor da empresa, ou esse indicador tem grande relevância no modelo. Desta forma, este trabalho não trouxe evidências de que houve gerenciamento de resultados nas empresas analisadas para a variável preço máximo da ação. E concluiu que tampouco existe uma relação explicativa entre gerenciamento de resultados e a avaliação dessas empresas da amostra.

Mais estudos podem ser realizados sobre as apropriações totais, e em especial com ampliação da análise dos resultados para 2 anos anteriores ao da abertura de capital, de forma a se compreender melhor os critérios da administração normalmente adotados para se definir as apropriações discricionárias de cada empresa. A publicação desses dados não é obrigatória por parte das empresas em processo de *IPO* mas se entende que um acesso mais amplo às informações contribuirá muito para a melhoria do processo de decisão do investidor, sobretudo com o crescimento investidores individuais na B3.

## REFERÊNCIAS

- Almeida, D. M., & Bezerra, F. A. (2012). Influência do Fluxo de Caixa Operacional no gerenciamento de resultados em empresas da construção civil listadas na BM&FBovespa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, vol. 9, nº 3, pp. 228-238.
- Almeida, J. E. F. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (13 de janeiro de 2021). *Emissões domésticas registraram volume de R\$ 370 bilhões em 2020*. ANBIMA. [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/integra.htm#:~:text=O%20perfil%20dos%20prazos%20de,%2C5%25%20do%20ano%20anterior.](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/integra.htm#:~:text=O%20perfil%20dos%20prazos%20de,%2C5%25%20do%20ano%20anterior.)
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 45, nº 2-3, pp. 324-349.
- Brasil Bolsa Balcão. (2020). *Histórico pessoas físicas*. [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/)
- Conselho Federal de Contabilidade. (28 de agosto de 2009). *Resolução Conselho Federal de Contabilidade – CFC Nº 1.185*.
- Cunha, P. R., Hillesheim, T., Faveri, D. B., & Rodrigues Jr., M. M. (2014). Características do comitê de auditoria e o gerenciamento de resultados: um estudo nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, vol. 8, nº 22, pp.15-25.
- Dallabona, L. F., Martins, J. A. S., & Klann, R. C. (2014) Utilização do gerenciamento de resultados para a redução de custos políticos: uma análise a partir da DVA. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, vol. 12, nº 2, pp. 91-115.
- Dantas, E. B. (2013). *A importância da pesquisa para a tomada de decisões*. UnB.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. Research Foundation of CFA Institute.

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, vol. 70, nº 2, pp. 193-225,
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2001). Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 16, nº 4, pp.369-396.
- Fuji, A. H.; & Carvalho, L. N. G. (2005) Earnings management no contexto bancário brasileiro. In: *V Congresso USP Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, Brasil.
- Garcia, I. A. S., & Lucena, W. G. L. (2016). Motivos para recompra de ações: Uma análise com as empresas da BM&FBovespa e da NYSE. In: *X Congresso Anpcont*, Ribeirão Preto, Brasil.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, nº 1, pp. 163-197.
- Lakatos, E. M., & Marconi, M. D. A. (1985). *Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, elaboração, análise e interpretação dos dados*. (4ª ed.). Editora Atlas.
- Li, X. (2011). Behavioral theories and the pricing of IPOs' discretionary current accruals. *Review Quantitative of Finance and Accounting*, vol. 37, nº 1, pp. 87-104.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando Earnings Management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista de Contabilidade & Finanças*, vol. 19, nº 46, pp. 7-17.
- 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.
- Martins, C. F. P. (2011). *Os modelos das demonstrações financeiras*. Tese de Doutorado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto, Portugal.
- Matsumoto, A. S., & Parreira, E. M. (2007). Uma Pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: causas e consequências. *UnB Contábil*, vol. 10, nº 1, pp. 141-157.
- Morsfield, S. G., & Tan, C. E. L. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings?. *The Accounting Review*, vol. 81, nº 5, pp.1119-1150.
- Oliveira, B. C., & Martelanc, Roy. (2014). IPO Determinants of Brazilian Companies. *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 12, nº 2, pp.135-161.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 24, nº 1, pp. 5-22.
- Paulo, E. (2007). Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras In: *Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração*, Salvador, Brasil.
- Roosenboom, P., Goot, T. V. D., & Mertens, G. (2003). Earnings management and initial public offerings: evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting*, vol. 38, nº 3, pp. 243-266.
- Rosillón, N, & Alejandra, M. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia*, vol. 14, nº 48, pp. 606-628.
- Salas, O. A. (2005) *Análisis económico financeiro (interpretación de estados financieros)*. (19ª ed). Gestión 2000.
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., Lucio, P. B., Valencia, S. M., & Torres, C. P. M. (1998). *Metodología de la investigación*. McGraw-Hill.
- Santos, D. C., de Alvarenga, L. N., Gonzales, A., & Rieger, M. (2020). Gerenciamento de resultados pelo fluxo de caixa operacional: uma abordagem das empresas incorporadoras no Brasil. *Revista Científica Hermes* nº 26, pp. 19-42.
- Silva, K. R., & Souza, P. C. (2011). Análise das demonstrações financeiras como instrumento para tomada de decisões. *INGEPRO-Inovação, Gestão e Produção*, vol. 3, nº 1, pp. 67-78.

- Silva, V. M., & Lucena, W. G. L. (2016). Gerenciamento de resultados e IPOs: uma análise a partir do modelo para identificação dos accruals de Pae. In: *X Seminário UFPE de Ciências Contábeis*, Pernambuco, Brasil.
- Souza, A. A. S., & Coutinho Filho, F. B. (2007). Harmonização internacional: um estudo sobre as dificuldades de convergência das normas contábeis brasileiras em relação às normas internacionais de contabilidade (IFRS). In: *Congresso USP de Iniciação Científica em Controladoria e Contabilidade (Vol. 4)*, São Paulo, Brasil.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, vol. 53, nº. 6, pp. 1935- 1974.
- Yamamoto, M. M., & Malacrida, M. J. C. (2005). Governança Corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, vol. 17(esp), pp. 65-79.