

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM TORNO DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES: UM ESTUDO REALIZADO NA PANDEMIA DA COVID-19

Ana Clara da Silva¹, Kallyse Priscila Soares de Oliveira Freire²

RESUMO:

O objetivo deste estudo foi analisar o comportamento do gerenciamento de resultados nas empresas que realizaram oferta pública de ações durante a crise financeira instaurada pela pandemia da Covid-19. Para isso, realizou-se uma pesquisa descritiva, exploratória, quantitativa e documental que compreendeu uma amostra total de 97 empresas que realizaram oferta pública de ações na Bolsa de Valores do Brasil no período de 2019 a 2021, somando 791 observações empresa-trimestre. A coleta de dados foi realizada por meio da base de dados Economática. No gerenciamento de resultados utilizou-se como *proxy* os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo proposto por Pae (2005). O presente estudo possibilitou identificar que as empresas apresentaram mudanças comportamentais no gerenciamento de resultados praticado nas ofertas públicas de ações no período que compreendeu a pré-pandemia (2019) e a pandemia (2020 e 2021). Diante disso, pode-se inferir que a crise econômica da Covid-19 influenciou a prática do gerenciamento de resultados, dado que as empresas ao longo dos períodos investigados adotaram estratégias e escolhas contábeis com o objetivo de aumentar os resultados reportados no contexto analisado.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Oferta pública de ações. Covid-19. Pandemia. *Accruals* discricionários.

1 INTRODUÇÃO

O impacto macroeconômico decorrente do ambiente de incerteza provocado pela pandemia da Covid-19 pode ser considerado maior que o choque da crise financeira do subprime de 2008 e semelhante em termos de magnitude de incertezas econômicas ao que foi vivenciado na grande depressão de 1929-1933 (BAKER et. al., 2020). A retração econômica mundial em decorrência da alta taxa de mortalidade, das consequências da própria doença e das medidas implementadas pelos governos para o controle de sua disseminação resultaram em desemprego em massa, redução da atividade econômica e a variação violenta de preços em muitos mercados financeiros, por isso é classificada como a maior crise global de saúde, econômica e social deste século. (LASSOUED; KHANCHEL, 2021).

A crise decorrente da Covid-19 abalou o mercado financeiro e sua volatilidade tornando os investimentos mais arriscados. A paralisação da economia em razão dos efeitos do coronavírus fez com que no Brasil o principal índice da B3 (Ibovespa) no primeiro trimestre de 2020 apresentasse uma queda de 43%, considerada no período uma das maiores retrações registradas nos indicadores das principais bolsas do mercado internacional (DA SILVA, 2021). Ali, Alam e Rizvi (2020) relatam em seu estudo que a deterioração rápida dos mercados resultou em um intervalo de 100 dias na redução de aproximadamente 30% da riqueza do mercado financeiro mundial.

Nesse contexto de insegurança em torno da prosperidade dos negócios a qualidade da informação contábil desempenha grande influência sobre os diversos agentes

¹ Bacharelanda em Ciências Contábeis

² Doutora em Ciências Contábeis

econômicos, dado sua capacidade de reduzir a assimetria informacional e assim tornar mais eficiente os contratos presentes e futuros (SILVA et al, 2014). Dessa forma, as escolhas contábeis praticadas pelas empresas em períodos de crise financeira tornaram-se campo de interesse de vários pesquisadores.

Sob essa perspectiva Iatridis e Dimitras (2013) retratam que as empresas quando associados a cenários de crise tendem a adotar em suas políticas comerciais e de produção grandes ajustes para mitigar os efeitos da tribulação econômica vivenciada no seu país, visando garantir a continuidade de suas operações. Adicionalmente, Silva et al. (2014) em sua pesquisa ao examinar o impacto da recessão de 2008 encontrou evidências significativas na relação entre a crise econômica e a prática do gerenciamento de resultado em empresas listadas no mercado de capital brasileiro.

No que tange o impacto da instabilidade financeira instaurada pela pandemia da Covid-19 e sua relação com as práticas de gerenciamento de resultados a literatura apresenta conclusões conflitantes. As evidências de alguns estudos recentes apontaram para a prática mais intensa do gerenciamento de resultados durante a pandemia da Covid-19 (SUSAK,2020; ALJAWAHERI, 2021; LASSOUED; KHANCHHEL, 2021; XIAO; XI, 2021). No entanto, Azizah (2021) ao analisar o gerenciamento de resultados praticados por empresas listadas na bolsa de valores da Indonésia antes, durante e após a Covid-19 evidenciou que a gestão de resultados ocorreu de forma mais intensa no período pós-pandemia.

Considerando a contextualização disposta anteriormente, a realização da oferta pública de ações em um período de recessão econômica como a ocasionada pela pandemia aumenta ainda mais a percepção de risco dos investidores, já que conforme evidenciado em estudos anteriores a oferta pública de ações influencia a prática do gerenciamento de resultados (PAULO 2007; GIOIELLI, 2008; DOS SANTOS; PEREIRA; LUSTOSA, 2013)

A oferta pública oferece às empresas inúmeras vantagens: proporciona maior liquidez, permite investimentos para o financiamento de projetos ou outras necessidades e proporciona visibilidade no maior mercado de capitais da América Latina (B3, 2022). A negociação de ações no mercado financeiro pode acontecer de duas formas, através da oferta pública inicial (IPO) que compreende a distribuição primária ou por meio da oferta subsequente de ações (*Follow-on*) que acontece quando a empresa já possui ações comercializadas no mercado e realiza uma nova emissão (BISPO,2010)

Pesquisas anteriores evidenciaram que existem incentivos em torno da oferta pública inicial que estimulam as empresas a gerenciarem os lucros (WATTS; ZIMMERMAN,1986; CAMPA; CAMACHO-MIÑANO, 2015; PAULO,2007; DE MELO; LAMONIER,2020). Healy e Wahlen (1999) definem que os principais são decorrentes dos vinculados ao mercado de capitais, dos incentivos contratuais e das motivações relacionadas à regulamentação, Martinez (2008) em sua pesquisa adiciona ainda os custos políticos. Assim como em torno do IPO ocorre incentivos para a gestão de resultados, nas ofertas subsequentes também é possível visualizar esses estímulos (RANGAN,1998; TEOH; WONG; RAO,1998; BISPO, 2010).

Contudo, conforme Beaver (1981) o efeito da manipulação das informações contábeis não reflete apenas nos resultados da entidade que a prática, tem consequências econômicas, uma vez que podem interferir na distribuição de riqueza entre os investidores, na percepção dos riscos que pode variar de acordo com o grau de acesso as informações, no processo decisório de alocação de capital entre as empresas e na formação da taxa de investimento.

Mediante esse contexto, que a literatura aponta evidências que existem incentivos para a prática do gerenciamento de resultados tanto em torno da oferta pública de ações bem como em períodos de crises financeiras, o presente estudo visou responder o seguinte problema de pesquisa: **“Como se comportou o gerenciamento de resultados contábeis em torno das ofertas públicas de ações realizadas no período pré e durante a crise financeira da Covid-19?”**. Dessa maneira, o objetivo do estudo é analisar o gerenciamento

de resultados contábeis praticados pelas companhias brasileiras em torno da oferta pública de ações realizadas pré e durante a crise financeira da Covid-19 no período de 2019-2021.

Para alcançar o objetivo geral, têm-se os seguintes objetivos específicos: (i) identificar o nível de gerenciamento de resultados contábeis praticados pelas companhias abertas brasileiras em torno da oferta pública de ações; (ii) analisar o gerenciamento de resultados nas fases ocorridas durante a realização da oferta pública de ações e (iii) comparar o nível do gerenciamento de resultados nos trimestres anteriores (fase 1 e 2) e posteriores (fase 3 e 4) a oferta pública de ações realizadas durante o período pré-pandemia e durante a pandemia da Covid-19.

Desse modo, o estudo justifica-se em razão da relevância que as escolhas contábeis desempenham na estrutura econômica de um país, tornando-se pertinente mensurar a qualidade das informações reportadas pelas empresas (MARTINEZ, 2008). No entanto, este estudo se diferencia dos anteriores por observar o comportamento das organizações durante a oferta pública quando associadas a um ambiente de instabilidade e insegurança econômica originário de uma crise sanitária global.

Espera-se que os achados da pesquisa acrescentem evidências ao estudo do gerenciamento de resultados contábeis, especificamente no processo de oferta pública de ações em um contexto de crise econômica, de forma a contribuir para as decisões dos usuários da informação, proteção do capital dos investidores e acionistas e na atuação dos órgãos reguladores.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Os usuários da informação contábil compreendem os diversos agentes econômicos que buscam subsídios para aprimorar seus modelos decisórios (MARTINEZ, 2001). Visto que, Scott (2003) relata que nas relações de mercado as informações não chegam com a mesma qualidade e quantidade para todos, haverá sempre um participante que terá mais conhecimento sobre o ativo que está sendo negociado.

Estudos anteriores que examinaram a qualidade da informação contábil e sua relação com os resultados reportados a definiram como um conjunto de atributos por meio do qual se destacam a persistência, o conservadorismo e o gerenciamento de resultados (DECHOW; SCHRAND, 2004; GIROUX, 2004; BURGSTAHLER; HAI; LEUZ, 2006), Paulo (2007) complementa ainda que outros atributos também devem ser considerados, entre eles a transparência, o nível de *disclosure*, a associação dos resultados contábeis com os preços das ações ou com a valorização da empresa no mercado.

Segundo Healy e Palepu (2001) a qualidade da informação e as motivações envolvidas interferem na alocação eficiente dos recursos em oportunidades de investimento, tornando-se um desafio para a economia em razão dos interesses conflitantes entre os empreendedores e os poupadores. Essas divergências presentes nas firmas são estudadas por Jensen e Meckling (1976) através da teoria da agência, a qual é decorrente da separação da gestão e a propriedade, essa cisão originou os contratos que os proprietários (principal) firmam com controladores (agente) para administrar seus recursos, dessa relação surgem os conflitos de interesses dado o desejo de cada parte de maximizar seus objetivos particulares.

Corroborando com essa ideia, Biddle, Hilary e Verdi (2009) identificaram que a qualidade dos relatórios financeiros influencia a eficiência dos investimentos, visto que reduz a assimetria informacional e o risco moral das transações. Sob a perspectiva do controle interno Linhares, Costa e Beiruth (2018) acrescentam que a qualidade da informação afetada pelo gerenciamento de resultados praticado pelas empresas reflete no nível ideal de investimento, de modo que as empresas podem investir em excesso e o seu faturamento não assumir o mesmo comportamento ou investir abaixo do ideal e perder os benefícios da

alocação do capital em projetos que proporcionariam retornos correntes, ou seja a performance da organização é afetada.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Para Martinez (2001) o gerenciamento de resultados contábeis não se caracteriza como fraude, porém os gestores se utilizam das discricionariedades permitidas pela legislação para adotarem práticas contábeis que proporcionem melhores resultados para a empresa com o objetivo de alcançar interesses particulares.

Corroborando com essa ideia a gestão de resultados acontece quando os gerentes aplicam julgamentos pessoais na elaboração dos relatórios financeiros e mensuração dos eventos para manipular intencionalmente as demonstrações contábeis e enganar os agentes econômicos sobre o desempenho financeiro velado ou influenciar a transação dos contratos que dependem dos resultados reportados (HEALY; WHALEN, 1999). Nesse sentido, Paulo (2007) adicionalmente enfatiza que a informação contábil sofre influência dos diferentes critérios de evidenciação e mensuração permitidos pela norma que acaba flexibilizando as escolhas contábeis dos gestores.

No entanto, essas escolhas contábeis não impactam somente no período em que são realizadas, podem ter consequências em diversos exercícios subsequentes e afetar a reputação da empresa no mercado. De acordo com a teoria da seleção adversa prezar pela qualidade das informações aumentam a credibilidade das divulgações e reduz o custo de capital, dessa forma a utilização de escolhas contábeis de maneira oportunista afeta negativamente a reputação da organização e consequentemente os seus ganhos financeiros (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

Martinez (2001) apontou em seu estudo que a prática do gerenciamento de resultados pode ser realizado de três formas: *target earnings* (lucro alvo) onde o gerenciamento contábil é praticado com o propósito de aumentar ou diminuir os lucros a fim de alcançar metas de desempenho, o *income smoothing* (suavização de resultados) que se propõe em diminuir a variabilidade dos resultados evitando oscilações e por último a prática do *Big Bath Accounting* (grande banho de contabilidade) que realiza o gerenciamento para reduzir lucros correntes em detrimento do aumento dos lucros futuros.

O gerenciamento de resultados pode ser realizado ainda através de dois métodos: manipulação das atividades reais ou por escolhas contábeis através das acumulações permitidas pelo regime de competência. No gerenciamento por atividades reais os gerentes interferem nos resultados reportados por meio da gestão das atividades operacionais, aumentando ou diminuindo a produção, diluindo os custos fixos nos custos dos produtos, modificando as vendas do período ou reduzindo gastos ou despesas não essenciais. Já o gerenciamento por *accruals* pode ser realizado por meio da utilização de taxas diferentes de depreciação, exaustão, provisões, amortização ou perdas por recuperabilidade dos ativos por exemplo (SILVA et al.2019)

Dessa forma, o gerenciamento de resultados baseados em atividades reais apresenta um custo maior para a empresa executar se comparado com o gerenciamento baseado em competência, no entanto por esse último ser apurado de forma mais criteriosa pelos auditores e os reguladores externos do que o outro, torna-se também mais fácil a identificação de sua prática (KIM; UDAWATTE; YIN ,2019). Logo, em períodos de dificuldades financeiras como o vivenciado na pandemia da Covid-19 em que as empresas não apresentavam condições econômicas favoráveis para manipular as atividades reais elas tornam-se mais propensas a realizar o gerenciamento por *accruals*, como foi evidenciado por Xiao e Xi (2021) nas empresas chinesas listadas nas regiões mais impactadas pelo surto da Covid-19 que mostraram uma maior manipulação de lucros baseados em acumulação do que lucros baseados em atividades reais.

Na oferta pública inicial de ações Teoh, Wong e Rao (1998) evidenciaram que as empresas apresentam um nível mais alto de *accruals* discricionários, dado os vários

incentivos presentes no processo, entre estes o aumento do preço das ações que diante da ausência de informações públicas sobre o investimento dificulta os tomadores de decisões identificarem a combinação de *accruals* e prever o desempenho futuro da companhia.

Diante dessas várias possibilidades que as empresas podem se utilizar para manipular as demonstrações contábeis e alcançar metas de referência no mercado, segundo De Oliveira e Martelanc (2014) no contexto de abertura inicial do capital o mercado acaba exigindo da companhia a apresentação de informação relevantes que realmente representem com fidelidade a situação econômica da entidade e que consigam auxiliar o processo decisório dos investidores.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Os primeiros estudos do gerenciamento de resultados foram difundidos por pesquisas desenvolvidas por Healy (1985), DeAngeldo (1986), Schipper (1989) e Healy e Wahlen (1999). As investigações de Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Kang e Sivaramakrishnan (1995) se dedicaram em formular modelos de mensuração para identificar a utilização de *accruals* discricionários. Na literatura brasileira o assunto foi estudado pela primeira vez em 2001 através da tese de doutorado de Martinez.

A seguir, no quadro 1 serão apresentados alguns estudos recentes sobre o gerenciamento de resultados.

QUADRO 1- ESTUDOS RECENTES SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Autor(a)/objetivo	Metodologia	Resultados
Domingos et al. (2017) Investigou a prática do gerenciamento de resultados nas companhias listadas na BM&Fbovespa no período próximo ao da realização da oferta pública de ações.	Foram utilizados os modelos de Jones Modificado (1995), Pae (2005) e a técnica de dados em painel.	Em torno da oferta pública de ações as empresas gerenciam de forma mais intensa com a finalidade de aumentar os resultados.
Alhadab (2018) Verificou se as empresas que realizaram oferta pública inicial de ações (IPO) na Jordânia manipularam suas receitas por meio do gerenciamento de resultados baseado em atividades reais e no regime de competência.	Na estimação do gerenciamento de resultados por competência foi utilizado o modelo corrigido de Jones (1991). Na gestão de atividades reais foi aplicado o modelo de Roychowdhury (2006).	Constatou-se que as empresas que realizaram IPO na Jordânia apresentaram um nível elevado de manipulação de lucros durante o ano da oferta decorrente do gerenciamento baseado no regime de competência, baseado em vendas, em despesas discricionárias e na medida agregada baseada em atividades reais.

Autor(a)/objetivo	Metodologia	Resultados
Linhares, Costa e Beiruth (2018) Verificou a relação entre a qualidade das informações contábeis mensuradas pelo gerenciamento de resultados, e a eficiência dos investimentos realizados pelas empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa.	O nível de gerenciamento foi mensurado pelo modelo de Jones- modificado (1995).	As evidências demonstraram que o gerenciamento de resultados está relacionado positivamente com o nível de investimento. Foi identificado que a eficiência dos investimentos tem relação com a qualidade da informação contábil.
Li et al. (2020) Investigou a relação entre dificuldades financeiras, controle interno e gerenciamento de resultados no contexto da China. Verificou qual método de gestão de resultados as empresas utilizam em determinada circunstância e a função que o controle interno de qualidade desempenha nesses métodos.	O gerenciamento de resultados por competência foi estimado usando o modelo modificado de Jones (1991). Na medição do gerenciamento de resultados reais foram utilizadas regressões aplicadas no estudo de Cohen et.al (2008) e Roychowdhury (2006).	As evidências demonstraram que as empresas com dificuldades financeiras possuem uma tendência maior ao gerenciamento de resultados por competência e uma menor disposição ao gerenciamento de resultados reais. Foi verificado que o controle interno funciona como moderador entre a relação do gerenciamento de resultados e as dificuldades financeiras suprimindo os ganhos gerenciados por decisões discricionárias e reais.
De Melo e Lamounier (2020) Verificou se as empresas que realizaram IPO na Bolsa de Valores brasileira gerenciaram os resultados com objetivo de melhorá-los no período próximo ao lançamento e se isso reflete em um desempenho ruim no longo prazo em virtude das reversões de <i>accruals</i> contábeis relativos ao gerenciamento.	Foi aplicado a técnica de estimação e análise dos modelos de regressão propostos por Kothari, Leone e Wasley (2005) e o modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) como meio de verificar o gerenciamento de resultados antes da oferta pública inicial.	Os gestores gerenciam os resultados no período anterior ao IPO com a finalidade de melhorar os indicadores nos momentos que antecedem o lançamento das ações para elevar o valor da empresa no mercado. Foi evidenciado nas empresas que realizaram o gerenciamento de resultados durante o IPO baixo desempenho no longo prazo.
Gomes et al. (2021) Verificou se as empresas que praticam o <i>equity market timing</i> apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados em torno do período de emissão de ações.	Na metodologia os modelos Jones Modificado (1995) e Jones modificado com Roa (2005) foram aplicados para analisar os níveis de gerenciamento de resultados.	As evidências apontaram que as empresas que praticam <i>equity market timing</i> gerenciam mais seus resultados com objetivo de aumentar seu lucro contábil e influenciar percepção dos investidores sobre a realidade da empresa, elevando assim o valor das ações.

Autor(a)/objetivo	Metodologia	Resultados
Aljawaheri (2021) Examinou o impacto do lockdown da Covid-19 sobre a manipulação dos lucros das empresas listadas e o comportamento dos investidores da bolsa de valores do Iraque no período de 2018 a 2020.	Na metodologia utilizou-se o modelo de Ohlson (1995) para estimar a reação e sensibilidade do mercado financeiro a flutuações de manipulação de resultados e informações contábeis.	As empresas manipulam os lucros para reduzir a variação dos resultados por uma série de períodos com o objetivo criar uma percepção positiva dos investidores sobre o desempenho financeiro da organização. Quanto ao comportamento do investidor no mercado financeiro foi identificado que a gestão de resultado influencia negativamente o sentimento dos investidores.
Xiao e Xi (2021) Examinou a relação entre a Covid-19 e as práticas de gerenciamento de resultados nas empresas listadas na Bolsa de Valores da China. Também verificou como essa relação foi moderada pela responsabilidade social corporativa (CSR) das empresas listadas e o mecanismo externo de governança corporativa.	O modelo de Jones ajustado foi adotado na mensuração do desempenho e o modelo Jones modificado para calcular os ganhos com base no acúmulo.	Os resultados indicaram um aumento no gerenciamento de resultados baseado em competência (AEM) e um declínio significativo no gerenciamento de resultados baseado em atividades reais (REM). As empresas com desempenho organizacional mais alto apresentaram menor nível de gerenciamento de resultados.
Da Silva et al (2022) Analisou se a pandemia da Covid -19 afetou o desempenho das empresas listadas na bolsa de valores do Brasil (B3) e influenciou a prática do gerenciamento de resultados com o objetivo de melhorar os indicadores de desempenho.	Na apuração dos <i>accruals</i> discricionários foi aplicado o modelo de Dechow, Hutton, Kim e Sloan (2012).	Os resultados apontaram que a pandemia afetou o desempenho das empresas listadas na bolsa de valores, influenciando as escolhas contábeis e aumentando o nível de gerenciamento de resultados com o objetivo de melhorar os indicadores de desempenho e evitar variações.

Fonte: Elaborado pela autora.

Mediante as várias possibilidades que influenciam as escolhas contábeis e seus impactos na qualidade dos relatórios financeiros, verificou-se a necessidade de ampliar a análise do comportamento do gerenciamento de resultados praticado por empresas que realizaram oferta pública de ações no contexto da crise financeira da Covid-19, dado que trata-se de uma temática ainda pouco explorada por ser um assunto ainda recente, que envolve muitas variáveis a serem investigadas e que portanto ainda possui muitas lacunas a serem preenchidas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 POPULAÇÃO DO ESTUDO E AMOSTRA

A investigação sobre a influência significativa da Covid-19 para a prática do gerenciamento de resultados tem como ponto de partida a análise dos dados das empresas

que realizaram oferta pública de ações no período pré-pandemia (2019) e no período pandêmico (2020 e 2021). Os dados foram coletados trimestralmente por meio do banco de dados Economatica.

De início a população amostral era composta de 167 empresas, no entanto, foram excluídas as instituições financeiras e de seguros (19 empresas), em razão dos padrões dos relatórios financeiros e da política de divulgação a que estão submetidas serem diferentes dos demais setores. Foram excluídas também as companhias que não apresentaram informações suficientes para aplicação das variáveis utilizadas no período da análise (51 empresas). Sendo assim, da amostra inicial sobraram 97 empresas, somando 791 observações empresa-trimestre. A seguir a Tabela 1 apresenta a população amostral final.

Tabela 1 – Amostra final

Classificação	Quantidade de empresas
Amostra inicial	167
(-) Empresas do setor financeiro e de seguro	19
(-) Empresas com dados insuficientes	51
Amostra final	97

Fonte: Dados da pesquisa

As empresas podem realizar a oferta de suas ações ao público em uma determinada quantidade através de um processo regulado por lei e regulamentado pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM), esse processo é realizado por etapas que envolvem desde o levantamento das intenções do mercado a respeito das ações que serão comercializadas até a última fase que corresponde a negociação de fato (B3,2022)

Quando uma companhia efetua sua primeira oferta pública de ações, essa transação recebe o nome de IPO (*Initial Public Offer*). No entanto, se ela já possui o capital aberto e já realizou IPO, as novas ofertas são chamadas de subsequentes (*follow-on*) (B3, 2022). Neste estudo será verificado a presença e o nível do gerenciamento de resultados nas ofertas públicas iniciais (*IPO*) e nas ofertas subsequentes (*Follow-on*). A Tabela 2 apresenta a quantidade anual de oferta pública de ações realizadas no intervalo de 2019 a 2021.

Tabela 2- Quantidade anual de oferta pública de ações realizadas no período pré-pandemia e pandemia (2019-2021)

Tipo de oferta	Ano			Total
	2019	2020	2021	
IPO	3	18	29	50
Follow-on	21	10	16	47
Total	24	28	45	97

Fonte: Dados da pesquisa

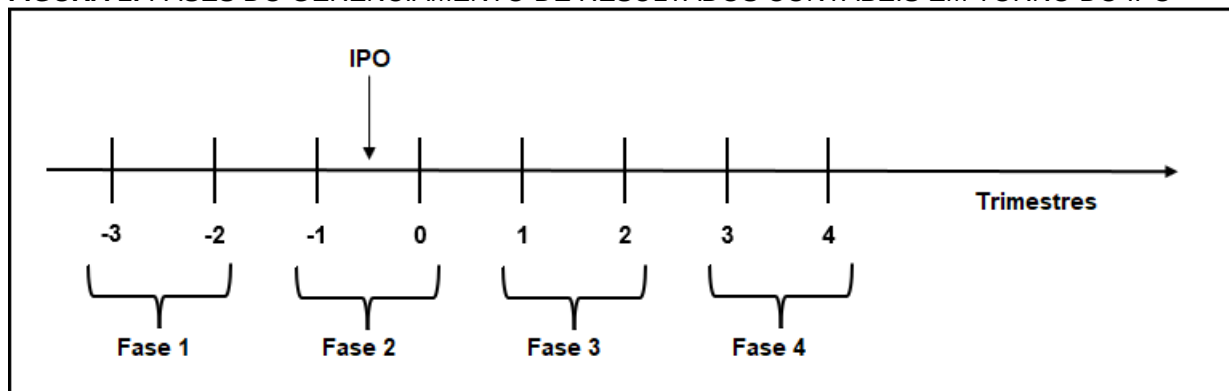
Na tabela 2, observa-se que mesmo diante dos altos custos envolvidos na negociação de ações ao público e o contexto de instabilidade econômica vivenciada nesse período, os processos de ofertas públicas de ações aconteceram de forma crescente ao longo dos três anos. Por meio dessa evidência podemos inferir que as empresas mediante as dificuldades financeiras enfrentadas durante a pandemia da Covid-19 buscaram financiar suas atividades através da captação de recursos por meio da abertura inicial e secundária do capital, dado que a oferta pública proporciona maior liquidez, investimentos para financiamentos de projetos e o alcance de maior visibilidade no mercado de capitais da América Latina (B3,2022).

3.2 HIPÓTESES DO ESTUDO

Para a análise do gerenciamento de resultados em torno da oferta pública de ações, esse estudo utilizou como base a metodologia aplicada na pesquisa de Gioielli (2008) e Domingos (2014). Em sua pesquisa, Gioielli (2008) definiu quatro fases ao redor do IPO para identificar em que momento da oferta pública inicial de ações a gestão de resultados

ocorre de forma mais intensa. Contudo, o presente estudo se diferencia da pesquisa da autora citada em razão de investigar o comportamento do gerenciamento de resultados contábeis não somente nas fases em torno da realização do IPO, mas também nas ofertas subsequentes de ações (*Follow-on*) realizadas no período da pré-pandemia e durante a pandemia da Covid-19. A seguir Figura 1 demonstra as quatro fases ao redor da realização do IPO definidas por Gioielli (2008).

FIGURA 1: FASES DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS EM TORNO DO IPO



Fonte: (Adaptado de Gioielli, 2008).

A fase 1, foi denominada por Gioielli (2008) como o período pré- IPO, e compreende os dois trimestres anteriores ao trimestre que antecede o IPO. Nesta fase, segundo a autora, é esperado encontrar níveis mais baixos de gerenciamento de resultados contábeis, dado que as empresas ainda não se encontram no intervalo tido como o mais predisposto a gestão de resultados contábeis.

A fase 2, denominada de período do IPO, compreende o trimestre anterior e posterior à realização do IPO (GIOIELLI, 2008). Estudos recentes comprovaram que as companhias gerenciam seus resultados nos períodos próximos ao IPO para aumentar o valor da empresa no mercado (DOMINGOS et al. 2017; DE MELO; LAMOUNIER 2020b).

Adicionalmente Rangan (1998) afirma que os incentivos para a prática do gerenciamento de resultados estão mais presentes no trimestre que antecede o anúncio do IPO, visto que, é nesse intervalo que os administradores esperam que a empresa seja supervalorizada, a fim de interferir no aumento do preço inicial da ação. O autor acrescenta ainda que após o IPO é esperado que os resultados continuem sendo gerenciados no trimestre seguinte, já que uma queda repentina nos resultados e no valor das ações poderiam trazer prejuízos financeiros e afetar a imagem da empresa no mercado.

Mediante as evidências dos estudos anteriores é estimado que as empresas que realizaram oferta pública de ações gerenciem seus resultados de forma mais intensa na fase 2 do que nos trimestres anteriores ao período da oferta pública (fase 1). A partir dessa inferência é formada a primeira hipótese a ser testada neste estudo:

H1: Na pré- pandemia e durante a pandemia da Covid-19 a prática do gerenciamento de resultados contábeis baseado em *accruals* discricionários ocorreu de forma intensa no intervalo onde é realizada a oferta pública de ações (fase 2) do que nos trimestres anteriores (fase 1).

A fase 3, foi denominada por Gioielli (2008) de período pré-expiração da cláusula *lock-up* (vedação à negociação), compreende os dois trimestres logo após o trimestre seguinte ao IPO (trimestre 1 e 2). Até dezembro de 2017, a regulamentação do Novo Mercado que apresenta o mais elevado padrão de governança corporativa da B3 estabelecia o *lock-up* com prazos decrescentes e progressivos, dessa forma, o período de vedação da negociação dependia da porcentagem de ações que eram detidas por

controladores e administradores. No entanto, em 2018 com a regulamentação do Novo Mercado, o estabelecimento do período de *lock-up* passou a ser voluntária e negociada entre o *underwriter* (instituição financeira responsável por realizar a operação) e a empresa emissora. Entretanto, após as mudanças no regulamento mesmo com a ausência da obrigatoriedade não foi verificada nenhuma alteração nas cláusulas de *lock-up* nas emissões realizadas em 2018 e em 2019, a explicação para esse fato está atrelada a preocupação com conflitos de interesse entre acionistas controladores e acionistas minoritários (TALAN; MINARDI, 2021).

Dessa forma, devido a vedação da negociação das ações atualmente ser de caráter voluntário o presente estudo não irá evidenciar a relação da fase 3 com o fenômeno da expiração das cláusulas *lock-up*, será analisado somente o comportamento isolado dos *accruals* discricionários nos dois trimestres que sucede a oferta pública de ações, haja vista, que segundo Rangan (1998) as companhias elevam seus resultados na fase do anúncio da oferta pública e os mantêm nos trimestres seguintes para evitar variações.

Logo, os administradores ao reduzir a variação dos resultados para evitar flutuações excessivas durante os trimestres posteriores a oferta pública de ações (fase 3), estão operando com a prática do *income smoothing* (suavização dos resultados), conforme define Martinez (2001), a qual dentre os objetivos visa diminuir a percepção de risco dos investidores. Desse modo, foi elaborada a segunda hipótese do estudo:

H2: *Na pré-pandemia e durante a pandemia da Covid-19 os administradores procuraram reduzir a variação dos resultados contábeis no período posterior a oferta pública de ações (fase 3) do que nos demais períodos analisados (1 e 4).*

A fase 4, corresponde aos dois trimestres posteriores à fase 3. Nesta fase, segundo Gioielli (2008) os administradores já não possuem mais incentivos para manipular os resultados. Dessa forma, espera-se que nesse período as empresas apresentem um menor nível de gerenciamento de resultados do que nos trimestres mais próximos da oferta pública de ações (fase 2). Posto isto, surge a terceira hipótese a ser testada no estudo:

H3: *Na pré- pandemia e durante a pandemia da Covid-19 o nível de gerenciamento de resultados contábeis no período onde acontece a oferta pública de ações (fase 2) é significativamente maior do que nos dois trimestres que pertencem a fase 4.*

3.2.1 ESTIMAÇÃO DO NÍVEL DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS

Para verificar o nível de gerenciamento de resultados foram identificados os *accruals* totais no primeiro momento. No segundo momento a *proxy* para a sinalização do gerenciamento de resultados analisada foram os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo proposto por Pae (2005). Nas seções seguintes serão demonstradas as equações utilizadas nos cálculos dos *accruals* totais e dos *accruals* discricionários.

3.2.2 MENSURAÇÃO DOS ACCRUALS TOTAIS E ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

Os *accruals* totais podem ser calculados de acordo com a literatura de duas formas. Na primeira forma os *accruals* são mensurados pela diferença da adoção do regime de competência e o regime de caixa, ou seja, é o resultado da diferença entre lucro líquido contábil e o fluxo de caixa líquido (FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009). Na outra forma os *accruals* podem ser calculados considerando as contas do Balanço Patrimonial, a partir da diferença entre a variação do ativo circulante (líquido da variação de disponibilidades) e a variação do passivo circulante (líquido da variação da parcela da dívida vencida no curto prazo), deduzido das despesas com depreciação e amortização. (ALMEIDA; BEZERRA,

2012). A estimação dos *accruals* por meio do Balanço Patrimonial é justificada em razão das mudanças nas contas de o capital circulante estarem articuladas com os componentes dos *accruals* de receitas e despesas na Demonstração do Resultado. (PAULO, 2007)

Neste estudo, os *accruals* totais serão mensurados considerando a última abordagem que se utiliza das variações de contas específicas do balanço patrimonial, amplamente utilizada pelos pesquisadores (MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007; RODRIGUES, 2012).

Assim sendo, a estimação dos *accruals* totais é calculada da seguinte forma:

$$TA_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta Disp_t) - (\Delta PC_t - \Delta Div_t) - Depr_t}{A_{t-1}} \quad (1)$$

Em que:

TA_t = *accruals (operacionais) totais da empresa no período t;*

ΔAC_t = *variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período t-1 para o final do período t;*

$\Delta Disp_t$ = *variação das disponibilidades da empresa no final do período t-1 para o final do período t;*

ΔPC_t = *variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período t-1 para o final do período t;*

ΔDiv_t = *variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período t-1 para o final do período t;*

$Depr_t$ = *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.*

Na análise dos *accruals* discricionários foi aplicado o modelo proposto por Pae (2005). O fundamento para a escolha desse modelo se deu devido sua capacidade de aumentar o poder preditivo dos modelos de Jones e Jones Modificado, em função da inclusão de variáveis que representam o fluxo de caixa operacional e a reversão natural dos *accruals* anteriores. (Paulo, 2007). O modelo proposto por Pae (2005) é representado por meio da equação abaixo:

$$TA_{it} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta_1(\Delta R_{it}) + \beta_2(PPE_{it}) + \beta_3(FCO_{it}) + \beta_4(FCO_{it-1}) + \beta_5(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

TA_{it} = *accruals totais da empresa i no trimestre t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;*

A_{it-1} = *ativos totais da empresa no final do trimestre t-1*

ΔR_{it} = *a variação das receitas líquidas da empresa i do trimestre t-1 para o trimestre t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;*

PPE_{it} = *saldos das contas Ativo Imobilizado e intangível da empresa i no final do trimestre t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;*

FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no trimestre t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;

FCO_{it-1} = fluxo de caixa operacional da empresa i no trimestre $t-1$, ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;

TA_{it-1} = *accruals* totais da empresa i no trimestre $t-1$, ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;

ε_{it} = erro de regressão.

Os *accruals* discricionários foram mensurados por meio dos resíduos da regressão dos *accruals* totais ponderados pelo ativo total do período anterior. Quando os *accruals* discricionários reportam valores positivos significa que as empresas realizaram o gerenciamento de resultados com o objetivo de aumentar o lucro, contudo quando esses resultados admitirem valores negativos indica que a empresa adotou o gerenciamento de resultados com o intuito de reduzir os lucros (MARTINEZ, 2001).

3.2.3 PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS

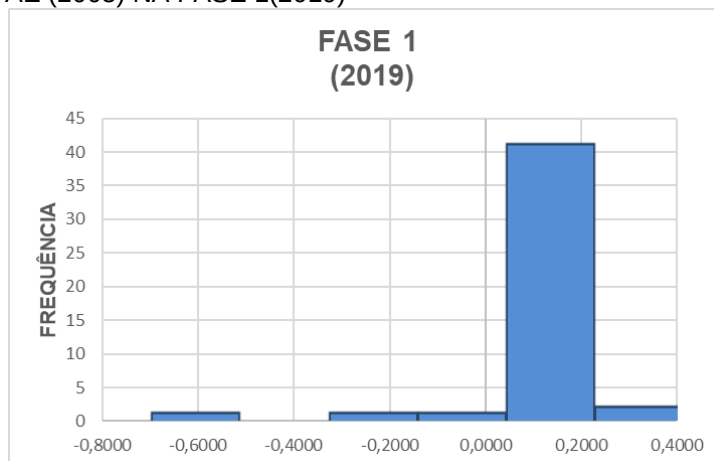
Para testar estatisticamente as hipóteses estabelecidas no estudo e analisar o gerenciamento de resultados nas fases em torno da oferta pública de ações foi realizado o teste não paramétrico de Wilcoxon.

4 ANÁLISE DESCRITIVA DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS NAS FASES AO REDOR DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

No processo de análise do nível de gerenciamento de resultados contábeis foram calculados os *accruals* discricionários em cada empresa-trimestre. Cabe ressaltar que as observações ao redor da oferta pública de ações apresentam quantidade diferentes, especialmente nas fases 1 e 4, dado a ausência de variáveis disponíveis para aplicação do modelo proposto.

A seguir a figura 2 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários nos dois trimestres anteriores ao trimestre que antecede a oferta pública de ações (fase 1) promovidas no período denominado pré-pandemia (2019) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 2: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 1(2019)

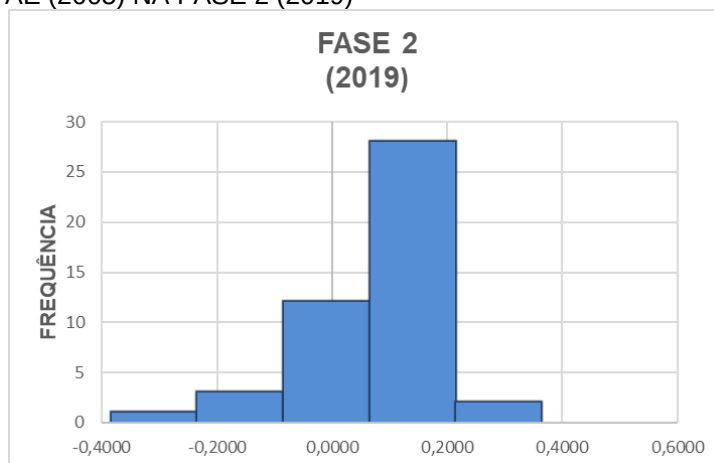


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Na fase 1, que compreende os dois trimestres anteriores à oferta pública de ações, as empresas apresentaram uma maior concentração de *accruals* discricionários próximos de zero, sinalizando um menor nível de gerenciamento de resultados nesse período. Essa evidência confirma a inferência proposta por Gioielli (2008) de que as empresas nesse intervalo estão menos predispostas ao gerenciamento de resultados contábeis.

A seguir a figura 3 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários no trimestre anterior e posterior a oferta pública de ações (fase 2) realizadas durante o período denominado pré -pandemia (2019) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 3: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 2 (2019)



Fonte: Dados da pesquisa (2022)

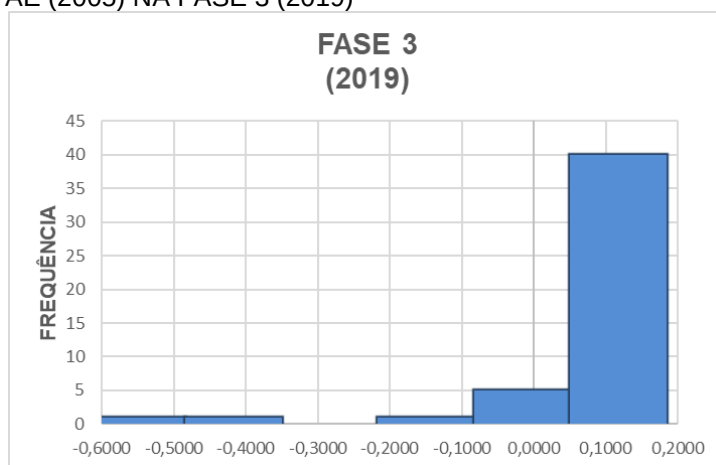
Na fase 2, que compreende os trimestres em torno da oferta pública de ações, é possível observar que os *accruals* discricionários se comportaram de forma dispersa, indicando que nesse intervalo as empresas apresentaram um maior nível de gerenciamento de resultados. Logo, a análise dos dados relacionados a hipótese 1 de que o gerenciamento de resultados baseados em *accruals* discricionários ocorre de forma mais intensa no intervalo onde é realizada a oferta pública (fase 2) do que nos trimestres anteriores (fase 1) remete para a não rejeição da hipótese.

A explicação para esse comportamento de acordo com Rangan (1998), Teoh, Wong, Rao (1998) e Zielinski (2013) é de que as empresas adotam o gerenciamento de resultados

por meio de *accruals* no período anterior ao anúncio da oferta com o objetivo de aumentar os lucros e supervalorizar a empresa nesse período.

A seguir a figura 4 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários nos dois trimestres logo após o trimestre seguinte a oferta pública de ações (fase 3) promovidas durante o período denominado pré-pandemia (2019) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 4: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 3 (2019)

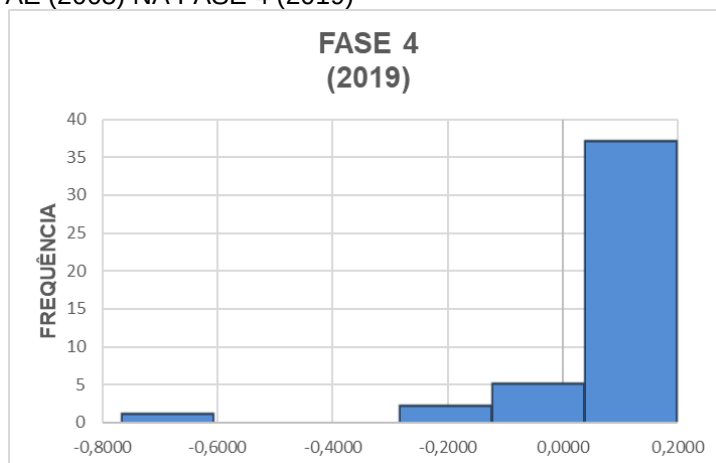


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Observa-se que durante a fase 3 as empresas reduziram seu nível de gerenciamento de resultados, concentrando os *accruals* discricionários nos intervalos mais próximos de zero, assim como foi verificado na fase 1. Dessa forma, esse comportamento leva a rejeição da hipótese 2, de que os administradores procuraram reduzir a variação dos resultados contábeis no período posterior a oferta pública de ações (fase 3) do que nos demais períodos analisados. Portanto, a tese defendida por Rangan (1998) de que as empresas tendem a elevar os resultados nos trimestres próximos a oferta pública e os mantêm no trimestre seguinte não foi evidenciada nesse período, referente aos dados da pesquisa.

A seguir a figura 5 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários durante a fase 4 na oferta pública de ações realizadas no período de pré-pandemia (2019) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 5: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MESURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 4 (2019)

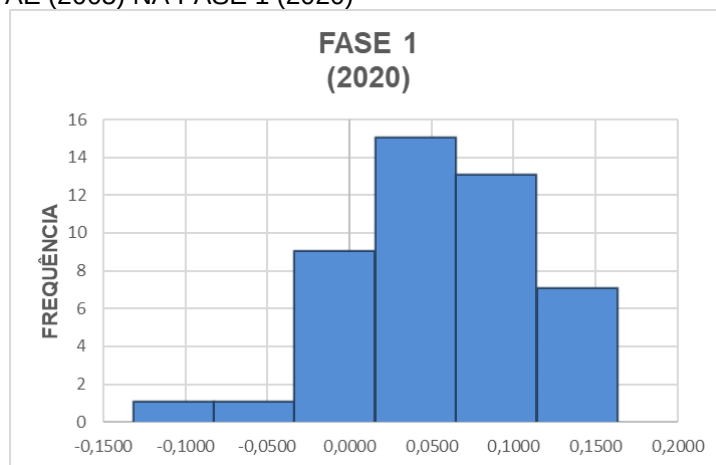


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Na denominada fase 4, que compreende os dois trimestres posteriores à fase 3, é possível verificar que os *accruals* permaneceram no patamar próximo a zero, assumindo comportamento semelhante ao que foi verificado na fase 1 e 3. Neste sentido, os resultados levam a não rejeição da hipótese 3, dado que o nível de gerenciamento de resultados contábeis no trimestre anterior e posterior a oferta pública de ações (fase 2) se mostraram mais altos do que nos dois trimestres pertencentes a fase 4. Esses achados vão ao encontro dos resultados evidenciados por Gioielli (2008) o qual retrata que durante a fase 4 o nível de *accruals* tendem ser menor devido os administradores não possuírem mais incentivos para manipular ganhos.

A seguir a figura 6 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários nos dois trimestres anteriores ao trimestre que antecede a oferta pública de ações (fase 1) promovidas durante o período pandêmico (2020) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 6: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 1 (2020)

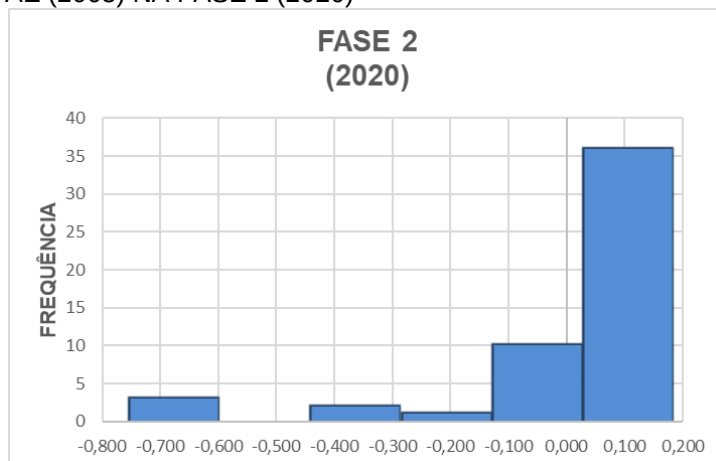


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Durante o período pandêmico (2020) é possível verificar uma mudança comportamental no gerenciamento de resultados praticados pelas empresas. Na fase 1 que abrange os dois trimestres anteriores a oferta pública de ações é observável que os *accruals* discricionários apresentaram uma maior dispersão, indicando que nesse espaço temporal as empresas realizaram a gestão de resultados contábeis de forma mais acentuada. Essas evidências se mostram divergentes da tese defendida por alguns autores de que as empresas nesse período não têm incentivos para realizar a manipulação dos resultados contábeis.

A seguir a figura 7 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários no trimestre anterior e no trimestre posterior a oferta pública de ações (fase 2) promovidas durante o período pandêmico (2020) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 7: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 2 (2020)

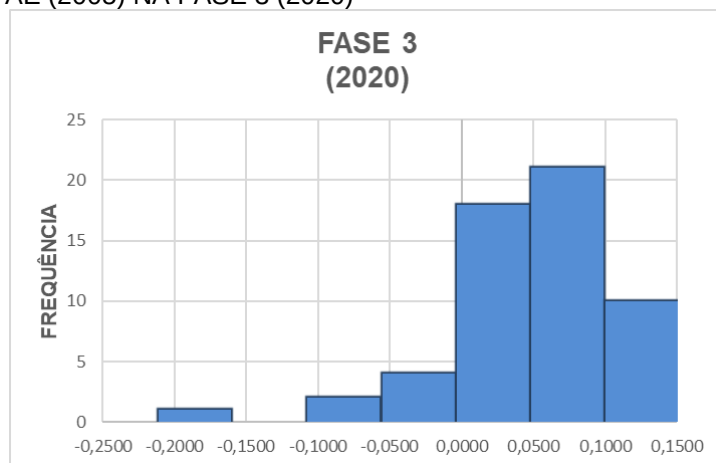


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Na fase 2 as empresas reduziram o nível de gerenciamento de resultados apresentando uma menor dispersão e uma maior concentração de *accruals* discricionários próximos a zero. Desse modo, a hipótese 1 de que o gerenciamento de resultados baseados em *accruals* discricionários ocorre de forma intensa no período onde é promovida a oferta pública de ações (fase 2) do que nos trimestres imediatamente anteriores (fase 1) não pode ser validada, visto que, como observado a gestão de resultados aconteceu de forma mais acentuada na fase 1. Esse resultado vai ao encontro das evidências encontradas por Bispo (2010), o qual recusa a ideia de que as empresas gerenciam resultados nos períodos próximos a oferta pública de ações.

A seguir a figura 8 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários nos dois trimestres logo após o trimestre seguinte a oferta pública de ações (fase 3) promovidas durante o período pandêmico (2020) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 8: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 3 (2020)

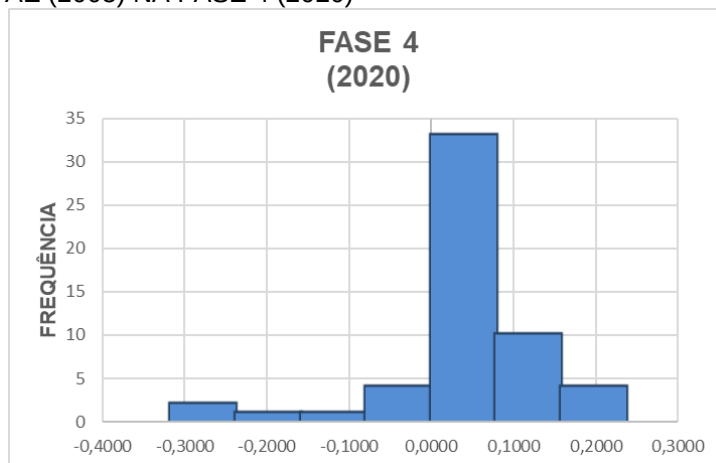


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Durante a fase 3, observa-se que as empresas realizaram o aumento da gestão de resultados, repercutindo na variação dos lucros para cima. Dessa forma, a análise dos dados aponta para uma rejeição da hipótese 2, de que os gestores procuraram diminuir a variação dos resultados no período posterior a oferta pública de ações (fase 3) se comparado com os demais períodos investigados.

A seguir a figura 9 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários durante a fase 4 na oferta pública de ações realizadas no período pandêmico (2020) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 9: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 4 (2020)

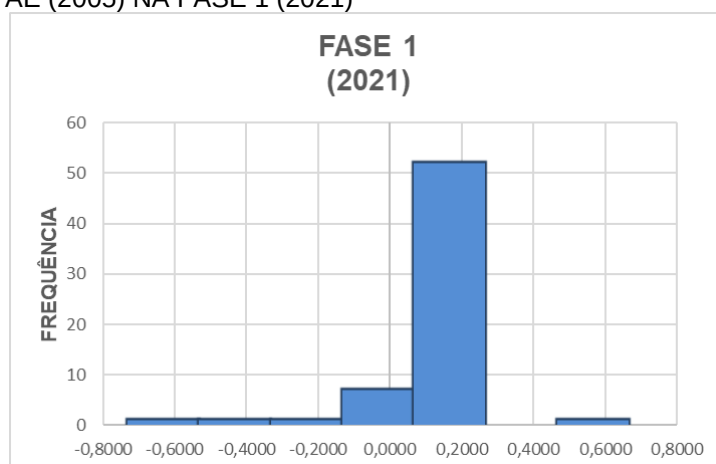


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Na fase 4 podemos identificar que os *accruals* adotaram comportamento um pouco diferente do observado na fase 2, demonstrando que nesse período o gerenciamento de resultados ocorreu de forma mais intensa. Dessa forma, afirmação da hipótese 3 de que o gerenciamento de resultados nos dois trimestres em torno da oferta pública (fase 2) é mais alto do que na fase 4 não é observada. Esses resultados se opõem aos achados de Paulo (2007) de que as empresas gerenciam mais nos períodos próximos a oferta pública de ações.

A seguir a figura 10 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários nos dois trimestres anteriores ao trimestre que antecede a oferta pública de ações (fase 1) promovidas durante a pandemia (2021) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 10: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 1 (2021)

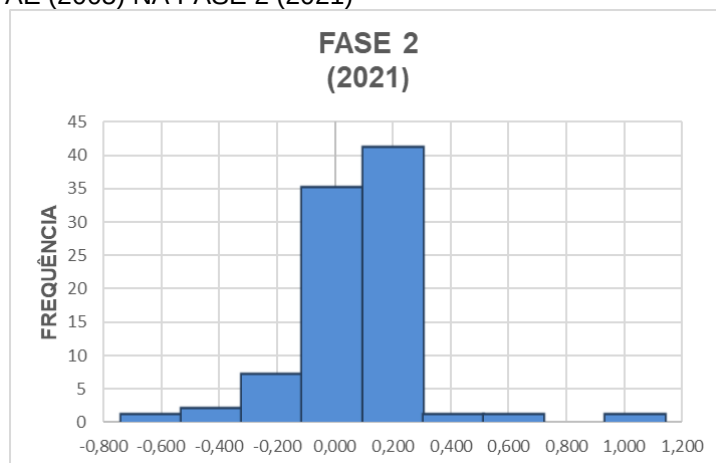


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Durante a fase 1 as empresas incorreram em um menor nível de gerenciamento, concentrando seus *accruals* no intervalo mais próximo de zero, indo ao encontro com a

previsão de Gioielli (2008) e Rangan (1998), de que nesse período as empresas tendem a realizar uma menor gestão de resultados, dado a ausência de estímulos nessa fase. A seguir a figura 11 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários no trimestre anterior e no trimestre posterior a oferta pública de ações (fase 2) promovidas durante o período pandêmico (2021) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 11: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 2 (2021)

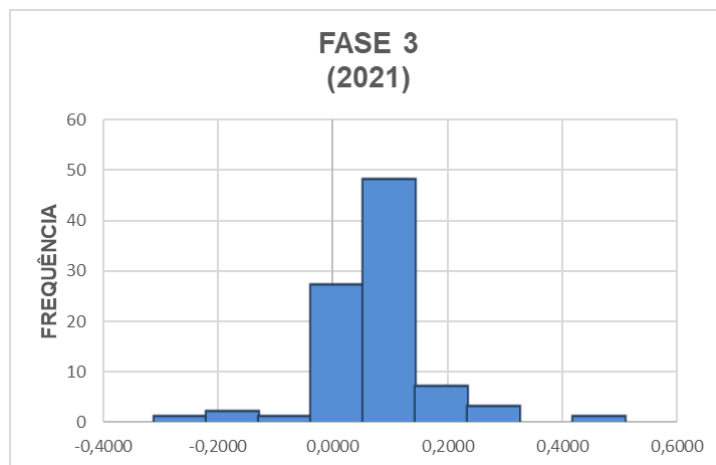


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Na fase 2 observar-se que os *accruals* discricionários estão distribuídos de forma dispersa, indicado um maior gerenciamento de resultados contábeis na fase 2 do que na fase 1. Assim sendo, essa evidência leva a não rejeição da hipótese 1 de que o gerenciamento de resultados baseados em *accruals* discricionários ocorreu de forma mais intensa no intervalo onde é realizada a oferta pública de ações (fase 2) do que nos trimestres imediatamente anteriores (fase 1), corroborando, desse modo, com os achados de estudos anteriores (GIOIELLI,2008; PAULO,2007)

A seguir a figura 12 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários nos dois trimestres logo após o trimestre seguinte a oferta pública de ações (fase 3) promovidas durante o período pandêmico (2021) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 12: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 3 (2021)

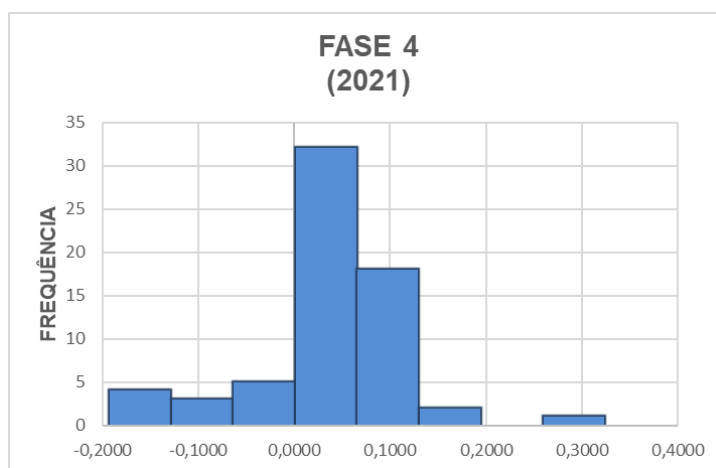


Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Durante a fase 3, é possível visualizar que os gestores realizaram um menor gerenciamento de resultado, quando comparado com a fase 2. Dessa forma, a hipótese 2 de que os gestores procuraram reduzir a variação dos resultados contábeis nos dois trimestres posteriores (fase 3) ao da oferta pública de ações se comparado com os demais períodos investigados deve ser rejeitada, não se configurando nesse período a prática do *income smoothing* (suavização dos resultados) que tem como objetivo reduzir a variabilidade dos resultados contábeis com a finalidade de aparentar uma maior estabilidade econômica no mercado (MARTINEZ, 2001).

A seguir, a figura 14 demonstra o comportamento dos *accruals* discricionários durante a fase 4 da oferta pública de ações realizadas no período pandêmico (2021) sob a ótica do modelo proposto por Pae (2005).

FIGURA 13: HISTOGRAMA DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MENSURADOS PELO MODELO PROPOSTO POR PAE (2005) NA FASE 4 (2021)



Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Durante a fase 4, observa-se uma menor distribuição de *accruals* discricionários quando comparados com fase 2, indicando que o gerenciamento de resultados foi realizado de forma mais moderada. Dessa forma, a hipótese 3 de que a gestão de resultados nos dois trimestres em torno da oferta pública de ações (fase 2) é mais alta que na fase 4 não deve ser rejeitada. Esse achado concorda com a ideia defendida por Gioielli (2008) de que a fase 4 é considerado um intervalo sem incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis, no entanto não colabora com o estudo de Domingos (2014), o qual evidenciou um maior nível de gerenciamento de resultados nas fases 1 e 4.

Com o objetivo de testar estatisticamente as hipóteses estabelecidas no estudo, realizou-se o teste não paramétrico de Wilcoxon, utilizado para verificar se existe diferença estatística significativa entre as fases analisadas no três anos estudados, sendo assim, têm-se que quando p-valor for maior que 5%, não existe evidências para rejeitar a H_0 , ou seja, não existe diferença significativa estatisticamente entre as fases analisadas, caso o p-valor for menor que 5%, existe diferença significativa estatisticamente entre as fases analisadas. A tabela 3 evidencia os resultados deste teste para o período e os dados analisados.

Tabela 3 – Resultado do teste de Wilcoxon para comparação do nível de gerenciamento de resultados das fases ao redor da oferta pública de ações (2019-2021)

FASES	2019		2020		2021	
	Z	P-VALOR	Z	P-VALOR	Z	P-VALOR
1 e 2	2,217	0,026*	3,015	0,002*	1,946	0,051*
1 e 3	-0,327	0,074	0,109	0,913	-1,810	0,070
1 e 4	2,895	0,003*	0,546	0,584	0,112	0,910
2 e 3	-1,476	0,139	-3,682	0,000*	-3,420	0,000*
2 e 4	0,262	0,793	-3,195	0,001*	-2,502	0,012*
3 e 4	2,327	0,019*	1,168	0,242	1,816	0,069

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

A partir dos resultados obtidos com o teste estatístico aplicado para verificar a diferença do gerenciamento de resultados praticado entres as fases em torno da oferta pública de ações, foi possível verificar que no período denominado pré-pandemia (2019), na fase (1), que compreende os dois trimestres anteriores a realização da oferta pública, e na fase (2), que corresponde aos trimestres mais próximos a oferta pública, o gerenciamento de resultados apresentou níveis estatístico diferentes. Adicionando evidências que confirmam a hipótese 1 do estudo de que as empresas aumentaram a gestão de resultados na fase em que ocorreu a oferta pública.

Na pré-pandemia (2019) foi identificado também diferença estatística entre os dois trimestres pertencentes à fase (4) e os dois trimestres mais próximos à oferta pública (fase 2). Do mesmo modo, na fase (3), que se refere aos dois trimestres posteriores a oferta pública e na fase (4) as empresas apresentaram níveis estatísticos diferentes.

Partindo agora para a análise durante a pandemia (2020), os resultados evidenciaram que as empresas na fase (1), que equivale aos dois trimestres anteriores a oferta pública, e na fase (2), que representa os dois trimestres mais próximos a oferta pública, apresentaram níveis estatísticos de gerenciamento diferentes. Justifica-se esse comportamento em razão das empresas nesse período terem manifestado um maior gerenciamento de resultados na fase (1), conforme evidenciado na análise anterior. Além disso, foi verificado que nas fases (2), que se caracteriza pelos trimestres mais próximos a oferta pública, e na fase 3, que compreende os trimestres posteriores a oferta pública, as empresas adotaram níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes, e da mesma forma ocorreu na fase (2) e na fase (4).

Por fim, em 2021 foi apontado que na fase (1), que representa os dois trimestres anteriores a oferta pública, e na fase (2), que se refere aos trimestres mais próximos a oferta pública as empresas apresentaram níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes, conforme foi evidenciado anteriormente na hipótese 1 deste estudo, que durante a oferta pública o gerenciamento de resultados ocorreu de forma mais intensa do que nos trimestres anteriores. Na fase (2), que corresponde aos trimestres mais próximos da oferta pública, e na fase (3), que compreende os trimestres posteriores à oferta pública, as companhias também apresentaram níveis estatísticos diferentes de gerenciamento de resultados, bem como foi observado na fase 2 e 4.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar o comportamento do gerenciamento de resultados nas empresas que promoveram oferta pública de ações durante a crise financeira da Covid-19. Para isso, foram consideradas as empresas que realizaram oferta pública de ações no período denominado pré-pandemia (2019) e no período pandêmico (2020 e 2021), resultando em uma amostra total de 97 empresas. No processo de identificação do nível de gerenciamento de resultados foram calculados os *acruals* totais por meio do método do

balanço patrimonial e no segundo momento foram calculados os *accruals* discricionários através do modelo proposto por Pae (2005).

Para tanto, o presente estudo apresentou três hipóteses sobre o nível de gerenciamento de resultados a serem verificadas nos trimestres anteriores e posteriores à oferta pública de ações. Na primeira hipótese da pesquisa, buscou-se identificar se na pré-pandemia e durante a pandemia da Covid-19 a prática do gerenciamento de resultados contábeis baseado em *accruals* discricionários ocorreu de forma mais intensa no intervalo onde é realizado a oferta pública de ações (fase 2) do que nos trimestres anteriores (fase 1), foi verificado que somente as empresas que realizaram oferta pública no período denominado pré-pandemia (2019) e pandemia (2021) apresentaram comportamento que vai ao encontro da hipótese 1, corroborando assim, com os achados de estudos anteriores que aponta a fase 2 como o período mais propenso ao gerenciamento de resultados. (GIOIELLI, 2008; PAULO, 2007; RANGAN, 1998; TEOH; WELCH; WONG, 1998).

Com o objetivo de identificar se as companhias se utilizam da prática do *income smooting* (suavização dos resultados) para reduzir a variação dos resultados contábeis surgiu a segunda hipótese, que visa analisar se na pré-pandemia e durante a pandemia da Covid-19 os administradores procuraram diminuir a variação dos resultados contábeis no período posterior a oferta pública de ações (fase 3) se comparado com os demais períodos analisados. Nos três anos observados, não foi verificada a presença desse comportamento em nenhuma das empresas que realizaram oferta pública. Logo, as evidências encontradas neste estudo não vão de encontro aos achados de Aljawaheri et al. (2021) que identificou no Iraque que as empresas durante a pandemia suavizaram os lucros contábeis com a finalidade de não evidenciar variações nos resultados reportados.

A fim de comparar o comportamento dos administradores nas fases 2 e 4, surgiu a terceira hipótese a ser testada pela pesquisa, que verifica se na pré-pandemia e durante a pandemia da Covid-19 o nível de gerenciamento de resultados contábeis no período onde acontece a oferta pública de ações (fase 2) é significativamente maior do que nos dois trimestres que pertencem a fase 4. Conforme observado na análise dos resultados apenas as empresas que realizaram ofertas públicas em 2019 e 2021 apresentaram em sua conduta evidências que vão ao encontro da hipótese 3, defendida por estudos anteriores (BALL; SHIVAKUMAR 2008; GIOIELLI, 2008; RANGAN, 1998).

Compilando os achados da pesquisa, identificou-se que durante as ofertas públicas de ações realizadas no período denominado pré-pandemia (2019) as empresas apresentaram um maior nível de *accruals* discricionários na fase 2, conforme já previstos nos estudos internacionais e nacionais, que apontam que nessa fase o gerenciamento de resultados é realizado de forma mais intensa (GIOIELLI, 2008; PAULO, 2007; RANGAN, 1998; TEOH; WELCH; WONG, 1998). Enquanto que nas ofertas emitidas no período da pandemia (2020) o maior nível de gerenciamento de resultados ocorreu nas fases 1 e 3, o que refuta as evidências encontradas por Gioielli (2008) e Rangan (1998) de que na fase 1 as empresas não possuem incentivos para a manipulação dos resultados e dessa forma é previsto apresentarem baixo gerenciamento de resultados. E por fim as empresas que realizaram oferta pública de ações em 2021 apresentaram comportamento que coincidiu com o identificado no período da pré-pandemia (2019), apontando para um maior nível de gerenciamento de resultados no intervalo que compreende a oferta pública (fase 2), assim sendo, as empresas no período da pré-pandemia (2019) e no segundo ano da pandemia (2021) realizaram a gestão dos resultados com a finalidade de interferir no valor inicial das ações durante a oferta pública (GIOIELLI, 2008; RAGAN, 1998; TEOH; WELCH; WONG, 1998). Esses achados propõem que as empresas adotaram ajustes em suas atividades comerciais e de produção para reduzir os efeitos da crise financeira sobre os resultados reportados, conforme verificou Iatridis e Dimitras (2013) em sua pesquisa.

Desse modo, é possível identificar que as empresas apresentaram mudanças comportamentais no gerenciamento de resultados praticado nas ofertas públicas de ações no período que compreendeu a pré-pandemia (2019) e a pandemia (2020 e 2021). Diante

disso, pode-se inferir que a crise econômica da Covid-19 influenciou a prática do gerenciamento de resultados, dado que as empresas ao longo dos períodos investigados adotaram estratégias e escolhas contábeis divergentes, porém, em cada contexto analisado foi verificado que essa prática foi realizada com o objetivo de aumentar os lucros reportados.

O estudo limita-se ao período analisado e ao poder explicativo do modelo de estimação dos *accruals* discricionários proposto por Pae (2005). Dessa forma sugere-se que pesquisas futuras acrescentem outros modelos de estimação dos *accruals* discricionários e explore outras *proxies* da qualidade dos resultados.

REFERÊNCIAS

ALHADAB, Mohammad M. et al. Gerenciamento de ganhos reais e acumulados em torno de ofertas públicas iniciais na Jordânia. **International Business Research**, v. 11, n. 1, pág. 204-216, 2018.

ALI, Mohsin; ALAM, Nafis; RIZVI, Syed Aun R. Coronavirus (COVID-19) An epidemic or pandemic for financial markets. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, v. 27, p. 100341, 2020

ALJAWAHERI, Bushra Abdul Wahhab et al. COVID-19 Lockdown, earnings manipulation and stock market sensitivity: An empirical study in Iraq. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 8, n. 5, p. 707-715, 2021.

ALMEIDA, Dalci Mendes; BEZERRA, Antônio Francisco. 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 (ISSN: 1984-8196)**, v. 9, n. 3, p. 228-238, 2012.

AZIZAH, Widyaningsih. Covid-19 in Indonesia: analysis of differences earnings management in the first quarter. **Jurnal Akuntansi**, v. 11, n. 1, p. 23-32, 2021.

B3. Brasil, Bolsa, Balcão. (2022). **Ofertas públicas**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/sobre-ofertas-publicas/. Acesso em: 06 out. 2022.

B3. Brasil, Bolsa, Balcão (2022). **Oferta Pública /Estatística**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/. Acesso em :10 out.2022

B3. Brasil, Bolsa, Balcão. **Oferta subsequente de ações -Follow-on**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/aumento-de-liquidez/oferta-subsequente-follow-on. Acesso em: 12 out.2022

BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of accounting and economics**, v. 45, n. 2-3, p. 324-349, 2008.

BAKER, Scott R. et al. Covid-induced economic uncertainty. **National Bureau of Economic Research**, 2020

BEAVER, William H. Financial reporting: an accounting revolution. 3rd ed. **New Jersey: Prentice Hall, 1981**.

BIDDLE, Gary C.; HILARY, Gilles; VERDI, Rodrigo S. Como a qualidade dos relatórios financeiros se relaciona com a eficiência dos investimentos?. **Revista de contabilidade e economia**, v. 48, n. 2-3, pág. 112-131, 2009.

BISPO, O. N. de A.; **Gerenciamento de Resultados Contábeis e o Desempenho das Ofertas Públicas Subsequentes de Ações em Empresas Brasileiras**.143 f. Dissertação (Mestrado Acadêmico) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2010.

Burgstahler, D., Hail, L., Leuz, C. The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. **The Accounting Review** 81, 983–1016, 2006.

CAMPA, D., & CAMACHO-MIÑANO, M. The impact of SME's pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools. **International Review of Financial Analysis**, 43, 222-234, 2015.

DA SILVA JARDIM, Morrisalbert et al. Desempenho Financeiro e Escolhas Contábeis no Período Pandêmico: Efeitos Sobre o Gerenciamento de Resultados Listadas na B3/Financial Performance and Accounting Choices in the Pandemic Period: Effects on Earnings Management Listed on B3. **Revista FSA (Centro Universitário Santo Agostinho)**, v. 19, n. 8, p. 122-147, 2022.

DA SILVA, CARLOS ALBERTO GONÇALVES. A influência da pandemia COVID-19 na volatilidade dos índices de mercado de ações (Ibovespa): Aplicação do modelo Markov Switching Autoregressivo. **Brazilian Journal of Business**, v. 3, n. 3, p. 2445-2458, 2021.

DE MELO, Paulo Henrique Fonseca; LAMONIER, Wagner Moura. Determinantes do gerenciamento de resultados em ofertas públicas iniciais (ipos) de ações no mercado de capitais brasileiro. **Revista Universo Contábil**, v. 15, n. 3, p. 27-46, 2020a.

DE MELO, Paulo Henrique Fonseca; LAMOUNIER, Wagner Moura. Gerenciamento de Resultados Financeiros em Ofertas Públicas Iniciais de Ações (IPOs) e Desempenho Posterior das Ações. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 20, n. 2, p. 28-51, 2020b.

DE OLIVEIRA, Bruno Cals; MARTELANC, Roy. IPO determinants of Brazilian companies. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 12, n. 2, p. 135-161, 2014.

DEANGELO, Linda Elizabeth. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. **Accounting review**, p. 400-420, 1986.

DECHOW, PATRICIA M.; GE, WEILI; SCHRAND, CATHERINE M. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, New York: v.50, n. 2-3, p.344-401, dec. 2010.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **Accounting review**, p. 193-225, 1995.

DECHOW; SCHRAND, CATHERINE M. Earnings quality. Charlottesville (Virginia): **CFA Institute**, 2004.

DOMINGOS, Sylvia Rejane Magalhães. **Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações**. Dissertação (Mestrado Acadêmico) – Faculdade de Economia,

Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado, da Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2014.

DOMINGOS, Sylvia Rejane Magalhães et al. Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. **Revista contemporânea de contabilidade**, v.14. n. 31, p.89-107, jan./abr. 2017.

DOS SANTOS, Joyce Silva Gabriel; PEREIRA, Clesia Camilo; LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. IMPACTO DA PROJEÇÃO DOS ANALISTAS DE MERCADO NOS RESULTADOS DAS IPO's BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2004 A 2009. **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036**, v. 5, n. 2, p. 1-19, 2013.

FORMIGONI, Henrique; ANTUNES, Maria Thereza Pompa; PAULO, Edilson. Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 44-61, 2009.

GIOIELLI, Sabrina Patrocinio Ozawa. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa**. 2008. Tese de Doutorado.

GIROUX, GARY. **Detecting earnings management**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.

GOMES, Matheus da Costa et al. The Relationship between Earnings Management and Equity Market Timing. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 25, 2021.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of accounting and economics**, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

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

IATRIDIS, George; DIMITRAS, Augustinos I. Financial crisis and accounting quality: evidence from five European countries. **Advances in Accounting**, v. 29, n. 1, p. 154-160, 2013.

JENSEN, Michael C. et al. Meckling. WH 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JONES, J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**. **Chicago**, v. 29, n. 2, p. 193-228, Autumn, 1991.

KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of accounting Research**, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.

KIM, Sang Ho; UDAWATTE, Prabhu; YIN, Juelin. The effects of corporate social responsibility on real and accrual-based earnings management: Evidence from China. **Australian Accounting Review**, v. 29, n. 3, p. 580-594, 2019.

LASSOUED, n., & KHANCHEL,. Impact of COVID-19 Pandemic on Earnings Management: An Evidence from Financial Reporting in European Firms. **Global Business Review**, 09721509211053491,2021.

LI, Yuanhui et al. Financial distress, internal control, and earnings management: Evidence from China. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 16, n. 3, p. 100210, 2020.

LINHARES, Flavio Sergio; COSTA, Fábio Moraes da; BEIRUTH, Aziz Xavier. Gerenciamento de resultados e eficiência de investimentos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 20, p. 295-310, 2018.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

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

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo,2007.

RANGAN, Srinivasan. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial economics**, v. 50, n. 1, p. 101-122, 1998.

RODRIGUES, J. M. Convergência Contábil Internacional: **Uma Análise Da Qualidade Da Informação Contábil Em Razão Da Adoção Dos Padrões Internacionais De Contabilidade** Editados Pelo IASB. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Brasília: UnB, 2012.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 3 ed. Toronto: Prentice Hall, 2003.

SILVA, Aldy Fernandes da et al. Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, p. 268-283, 2014.

SILVA, Alini da et al. Comportamento assimétrico dos custos e gerenciamento de resultados. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 16, p. 191-206, 2019.

ŠUŠAK, Toni. The effect of regulatory changes on relationship between earnings management and financial reporting timeliness: The case of COVID-19 pandemic. **Zbornik Radova Ekonomski Fakultet u Rijeka**, v. 38, n. 2, p. 453-473, 2020.

TALAN, Loveley; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. Comportamento do preço das ações em virtude da expiração do período de lock-up em IPOs e follow-ons. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 32, p. 331-344, 2021.

TEOH, S. H.; WONG, T. J.; RAO, G. R. Are accruals during Initial Public Offerings Opportunistic? **Review of Accounting Studies**, v. 3, p.175–208, 1998.

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

WATTS, ROSS L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory. **New Jersey: Prentice Hall**, 1986.

XIAO, He; XI,Jianqun. The COVID-19 and earnings management: China's evidence. **Journal of Accounting and Taxation**, v. 13, n. 2, p. 59-77, 2021.

ZIELINSKI, K. Long run stock performance of initial public offerings: an international insight. **Trends of the World Economy - Key Problems of Selected Economies, Regions and Industries**, 5^a Edition, 2013.