

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS - UFG
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E
CIÊNCIAS ECONÔMICAS - FACE
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

OS *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS NA EMISSÃO DOS LAUDOS DE
OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

PEDRO HENRIQUE RAMOS DE ÁVILA

Goiânia,
2013

Universidade Federal de Goiás
 Pró-Reitoria de Pesquisa e Pós-Graduação
 Sistema de Bibliotecas - Biblioteca Central
 Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia
 Campus Samambaia – Caixa Postal 411 74001-970 Goiânia-GO
 Fone (62) 3521-1183. Fax (62) 3521-1396

**TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR AS MONOGRAFIAS
 ELETRÔNICAS NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DE MONOGRAFIAS DA UFG – RIUFG**

1. Identificação do material bibliográfico monografia:

Graduação Especialização

2. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso

Autor (a):	Pedro Henrique Ramos de Ávila
E-mail:	pedroohra@hotmail.com
Seu e-mail pode ser disponibilizado na página?	<input checked="" type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não
Título:	OS <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS NA EMISSÃO DOS LAUDOS DE OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES
Palavras-chave:	<i>Accruals</i> Discricionários; Gerenciamento de Resultado; OPA's; Laudo de Avaliação
Título em outra língua:	DISCRETIONARY <i>ACCRUALS</i> IN THE ISSUANCE APPRAISAL REPORT OF INITIAL PUBLIC OFFERING
Palavras-chave em outra língua:	Discretionary <i>Accruals</i> ; Result Management, IPA'S; Appraisal Report
Data defesa: (dd/mm/aaaa)	20/02/2013
Graduação/Curso Especialização:	Ciências Contábeis
Orientador (a):	Professora Ms. Camila Araújo Machado

DECLARAÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO NÃO-EXCLUSIVA

O referido autor:

a) Declara que o documento em questão é seu trabalho original, e que detém prerrogativa de conceder os direitos contidos nesta licença. Declara também que a entrega do documento não infringe, tanto quanto lhe é possível saber, os direitos de qualquer outra pessoa ou entidade.

b) Se o documento em questão contém material do qual não detém os direitos de autor, declara que obteve autorização do detentor dos direitos de autor para conceder à Universidade Federal de Goiás os direitos requeridos por esta licença, e que esse material cujos direitos são de terceiros está claramente identificado e reconhecido no texto ou conteúdo do documento em questão.

TERMO DE AUTORIZAÇÃO

Na qualidade de titular dos direitos do autor do conteúdo supracitado, autorizo a Biblioteca Central da Universidade Federal de Goiás a disponibilizar a obra, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional de Monografias da UFG (RIUFG), sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou *download*, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data, sob as seguintes condições:

Permitir uso comercial de sua obra? () Sim (X) Não

Permitir modificações em sua obra?

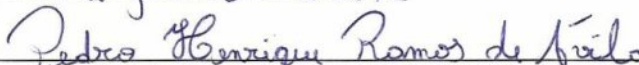
() Sim

() Sim, contando que outros compartilhem pela mesma licença .

(X) Não

A obra continua protegida por Direito Autoral e/ou por outras leis aplicáveis. Qualquer uso da obra que não o autorizado sob esta licença ou pela legislação autoral é proibido.

Local e data Goiânia, 28 de Janeiro de 2012


 Assinatura do Autor e/ou Detentor dos Direitos Autorais

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS - UFG
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E
CIÊNCIAS ECONÔMICAS - FACE
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

PEDRO HENRIQUE RAMOS DE ÁVILA

OS *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS NA EMISSÃO DOS LAUDOS DE
OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como exigência parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas – FACE da Universidade Federal de Goiás – UFG, sob orientação da Prof.^a Ms. Camila Araújo Machado.

Goiânia,

2013

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
GPT/BC/UFG**

A958a Ávila, Pedro Henrique Ramos de.
Os *accruals* discricionários na emissão dos laudos de oferta pública de ações [manuscrito] / Pedro Henrique Ramos de Ávila. – 2013.
46 f.

Orientadora: Profª. Ms. Camila Araújo Machado.
Monografia (Graduação) – Universidade Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, 2013.
Bibliografia.

1. *Accrual* discricionário – Gerenciamento. 2. Oferta Pública de Ações – Laudo de avaliação. I. Título.

CDU: 657:336.763

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS - UFG
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E
CIÊNCIAS ECONÔMICAS - FACE
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

OS *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS NA EMISSÃO DOS LAUDOS DE
OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES


PEDRO HENRIQUE RAMOS DE ÁVILA

Monografia de Trabalho de Conclusão de Curso submetida à banca examinadora designada
como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis

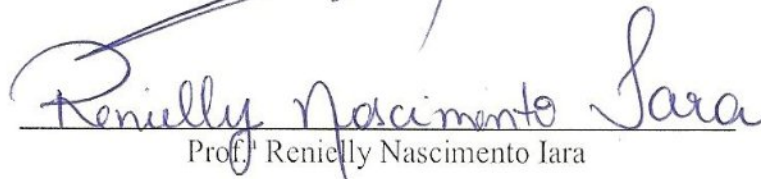
Banca Examinadora



Prof.^a Ms. Camila Araújo Machado
(Orientadora)



Prof. Ms. Alex Mussoi Ribeiro



Prof.^a Renielly Nascimento Iara

Julgada em: Goiânia, 20 de fevereiro de 2013.

AGRADECIMENTOS

Aproveito o ensejo para demonstrar meu carinho e consideração pelas pessoas que foram de suma importância na minha trajetória nesse curso e aqueles que me ajudaram a superar mais este obstáculo.

Agradeço minha mãe, por todo o apoio, paciência, torcida e dedicação para que eu conseguisse realizar com êxito essa caminhada, sempre presente e me apoiando nos momentos mais difíceis.

Ao meu pai, que mesmo morando em outra cidade esteve sempre presente e me proporcionando a melhor para que eu realizasse meus sonhos.

Aos meus outros familiares por sempre me incentivarem a seguir em frente com essa graduação.

Aos inúmeros colegas, não só os da minha classe de origem, mas à todos com que tive o privilégio de dividir uma sala de aula, que me proporcionaram alguns dos melhores momentos da minha vida.

Aos professores que contribuíram com seus conhecimentos buscando sempre despertar o nosso interesse em sempre aprender mais, em especial à Prof. Ms. Camila Araújo Machado por todo o empenho e paciência dedicado para que essa pesquisa fosse concluída com êxito.

E por último a Deus por ter colocado nessa trajetória tantas pessoas especiais em minha vida e me dado forças para continuar lutando.

Deixo assim, meu sincero, muito obrigado a todos!

“O sucesso é ir de fracasso em fracasso sem perder entusiasmo.”

(Winston Churchill)

RESUMO

Para que seja aprovada qualquer alteração no âmbito acionário da empresa, ela deve reportar esse pedido à CVM (Comissão de Valores Mobiliários) para tal devem emitir um Laudo de Avaliação da Oferta Pública de Ações – OPA's. Tendo esse fato como evento, foram selecionadas empresas que emitiram laudo de avaliação para OPA's nos anos de 2010 a 2012, partindo da premissa que pode haver o interesse das empresas em obter um resultado que lhes favoreçam nos laudos, a fim de verificar se antes e após o evento houve variação significativa dos *accruals* discricionários que poderiam indicar um possível gerenciamento de resultado. Para testar à problemática, primeiramente foi necessário calcular os *accruals* discricionários, para depois rodar o teste de hipótese. Para tal foi utilizado o teste não paramétrico de Wilcoxon, o qual não rejeitou a hipótese de que não apresentaram diferenças nas médias antes e após a emissão dos laudos de avaliação, no entanto duas empresas apresentaram variação significativa através de estatística descritiva. Sendo assim, apenas essas empresas podem ter gerenciado seus resultados através dos *accruals* discricionários para obter um laudo de avaliação de seu interesse.

Palavras-chave: *Accruals* Discricionários; Gerenciamento de Resultado; OPA's; Laudo de Avaliação.

ABSTRACT

For any change to be approved under the companies share should report this request to the SCV (Securities Commission Valleys) for this should emit a Appraisal Report of Initial Public Offering - IPA's. Having this fact as an event were selected companies that issued IPA's valuation report for the years 2010 to 2012, on the premise that there may be corporate interest in obtaining a result that favor them in reports, to check before and after event was significant variation of discretionary accruals that could indicate a possible result of management. To test the problem, we first need to calculate the discretionary accruals, and then rotate the hypothesis test. To verify this was used nonparametric Wilcoxon test, which did not reject the hypothesis that no differences in mean before and after the issue of the valuation reports, however two companies showed significant variation through descriptive statistics. So only those companies may have managed their results through discretionary accruals to obtain an appraisal report of interest.

Keywords: Discretionary *Accruals*, Earnings Quality, IPA's; Appraisal Report.

LISTA DE QUADROS

Quadro 01:	Fusões e Aquisições no período de 2006 a 2011	17
Quadro 02:	‘Gerenciamento’ dos Res. Contábeis VS Contab. Fraudulenta/Práticas Impróprias	22

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Resumo do teste de hipótese	34
Tabela 02 – <i>Accruals</i> discricionários: antes e após os laudos de avaliação	34
Tabela 03 – Resumo do teste de hipótese por empresa	35

ANEXOS

ANEXO I – Composição da população da pesquisa	40
ANEXO II – Composição da amostra da pesquisa	41

APÊNDICES

APÊNDICE A – Variáveis da Equação 04	42
APÊNDICE B – Estatística descritiva dos <i>accruals</i>	45

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AD	-	<i>Accruals Discricionários</i>
AND	-	<i>Accruals não Discricionários</i>
AT	-	<i>Accruals Total</i>
CVM	-	<i>Comissão de Valores Mobiliários</i>
FASB	-	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FCD	-	<i>Fluxo de Caixa Descontado</i>
F&A	-	<i>Fusões e Aquisições</i>
IPA's	-	<i>Initial Public Offering</i>
OPA's	-	<i>Ofertas Públicas de Ações</i>
P&D	-	<i>Pesquisa e Desenvolvimento</i>
PGCA	-	<i>Princípios Contábeis Geralmente Aceitos</i>
SCV	-	<i>Securities Commission Valleys</i>
SPSS®	-	<i>Statistical Package for the Social Sciences®</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	16
1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA	17
1.2 OBJETIVO	18
1.2.1 OBJETIVO GERAL.....	18
1.2.2 OBJETIVO ESPECÍFICO	18
1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA	19
2. REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADO	20
2.2 ACCRUALS.....	23
2.2.1 ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS E ACCRUALS NÃO DISCRIONÁRIOS.....	23
2.2.2 CÁLCULO DOS ACCRUALS.....	24
2.3 OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	27
2.3.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	28
2.3.1.1 FLUXO DE DIVIDENDOS	29
2.3.1.2 FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA.....	29
2.3.1.3 FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA	30
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	31
3.1 POPULAÇÃO	31
3.2 AMOSTRA.....	31
3.3 OPERACIONALIZAÇÃO	31
3.4 TESTE DE HIPÓTESE	32
3.4.1 TESTE DE WILCOXON	32
4. ANÁLISE DOS DADOS	34
4.1 TESTE DE HIPÓTESE DA PESQUISA	34
4.1.1 TESTE DE WILCOXON	34
4.1.1.1 RESULTADO POR EMPRESA	34

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... 36

REFERÊNCIAS..... 38

INTRODUÇÃO

Antes de operacionalizar uma empresa há todo um estudo de mercado e planejamento para que se tenha uma boa margem de segurança nas projeções de seus resultados, sempre almejando o lucro. Para tal é de grande influência o regime contábil utilizado, são eles: regime de caixa e regime de competência.

A diferenciação desses regimes é dada pela forma de reconhecimento das receitas e das despesas. No regime de caixa esse reconhecimento se da no ato do recebimento ou pagamento em moeda corrente, já no regime de competência o reconhecimento é registrado no momento de sua ocorrência independente de sua realização monetária.

Para Lustosa e Santos (2006), podem ser considerados variáveis de representação do desempenho da empresa em diferentes dimensões: o lucro contábil, numa dimensão econômica, tendo em vista a utilização do regime de competência; e o fluxo de caixa das operações, numa dimensão financeira, pelo regime de caixa.

Independente do regime utilizado, os resultados obtidos podem não condizer com os esperados pelos gestores, propiciando assim o gerenciamento de resultado. Segundo Wagenhofer (2004) isso se dá devido à necessidade do administrador em convencer os participantes do mercado de capitais de que sua empresa apresenta boa operacionalidade e baixos níveis de risco, condicionando um ambiente favorável para se investir.

Para alcançar os resultados desejados, dentre as várias medidas de gerenciamento, os gestores utilizam muito os *accruals*, que segundo Colauto e Beuren (2006), são os componentes que alteram o lucro ou prejuízo do exercício, porém não afetam imediatamente o caixa do período e estão presentes tanto em operações correntes quanto não correntes.

Eventualmente haverá situações onde o gestor poderá modelar esses *accruals* para a obtenção do resultado desejado, o que os subdividem em: *accruals* discricionários e *accruals* não discricionários. Esses últimos seriam aqueles exigidos de acordo com a operacionalidade da empresa, os primeiros seriam artificiais com intuito de gerenciar o resultado contábil. (COLAUTO E BEUREN, 2006).

No estudo será testada a hipótese de que, nas empresas que emitiram laudo de avaliação entre 2010 e 2012, há variação nos *accruals* antes e depois da emissão dos laudos, identificando assim se houve gerenciamento de resultado.

1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Um dos principais produtos da contabilidade é o resultado¹. Porém parte deste resultado é originário de alguns ajustes contábeis de natureza discricionária que, portanto não possui qualquer relação com o efetivo desempenho da empresa. Esses ajustes por sua vez, são motivados por influências externas à empresa o que faz com que haja gerenciamento dos resultados contábeis, propiciando o resultado desejado e não realizado no período (MARTINEZ, 2008).

Num contexto de mercado competitivo os gestores das empresas almejam sempre obter resultados atrativos para sua entidade, nem que para isso seja necessária a utilização desses ajustes discricionários, uma das formas desses ajustes são os *accruals*, que conforme Martinez (2008) são todas as contas de resultado que entram no cálculo do lucro, porém que não implicam necessariamente em movimentação de disponibilidades.

Segundo Martinez (2008) os *accruals* discricionários podem ser positivos ou negativos, representando, respectivamente, que a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los.

O resultado obtido no fluxo de caixa operacional pode ser determinante para a decisão dos gestores em gerenciar ou não o resultado da empresa, conforme exposto no estudo de Dechow e Dichev (2002) em que a mensuração exclusivamente pelo caixa não reconhece o efeito econômico total da transação ou evento, abrindo assim a opção de utilizar os *accruals* para ajustar o resultado do período.

O fluxo de caixa é utilizado para diversos fins, inclusive para a avaliação de empresas, quando seu uso é feito na apresentação dos laudos de avaliação, estes derivados não somente de fusões e aquisições (F&A), mas também das ofertas públicas de ações (OPA's). No período de 2006 a 2011 o número de F&A e OPA's foi considerável, conforme apresentado no Quadro 01.

Fusões e Aquisições		
Anúncios		
Fusões, Aquisições, OPA's e Reestruturação Societária	R\$ bilhões	Nº
2011	142,8	179

¹ Lucro ou prejuízo

2010	184,8	143
2009	119,0	95
2008	125,9	99
2007	136,5	148
2006	132,3	75

Quadro 01 - Fusões e Aquisições no período de 2006 a 2011

Fonte: ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Existe a possibilidade de gerenciamento de resultado quando da emissão de laudo de avaliação OPA's por parte dos gestores com intuito de tornar as premissas aderentes aos seus objetivos. Do mesmo modo com apresentação de resultados para os usuários da informação de formas aderentes, porém, enviesadas. Esses fatores fazem com que esse fato seja o evento dessa pesquisa.

A partir das idéias expostas, pergunta-se: “*Antes e após a emissão dos laudos de avaliação de ofertas públicas de ações (OPA's) houve mudanças nos accruals discricionários que possam indicar um possível gerenciamento de resultado?*”

1.2 OBJETIVO

1.2.1 OBJETIVO GERAL

O intuito da pesquisa é analisar se as empresas que emitiram laudos de avaliação de OPA's entre 2010 e 2012 realizaram *accruals* discricionários significantes que possam ter gerenciado seus resultados.

1.2.2 OBJETIVO ESPECÍFICO

- Calcular os *accruals* discricionários;
- Identificar se houve diferença significativa entre os valores dos *accruals* discricionários antes e após os laudos de avaliação de OPA's, podendo condicionar o gerenciamento de resultado.

1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

A análise do processo de avaliação de uma empresa envolve o entendimento do termo valor. A palavra valor possui uma ampla gama de significados, os quais são utilizados em diversas áreas do conhecimento humano, como no campo jurídico, na dimensão ética, em sentido pessoal, entre outras. Mesmo restringindo a análise às organizações empresariais, evidencia-se que o número de aplicações do termo é elevado: valor econômico, valor contábil, valor financeiro etc. (MIRANDA; REIS; LEME, 2006, p. 48).

De acordo com Sousa (2002, p. 15-16), a atribuição de valor a um objeto pressupõe que este seja útil a quem se interesse por ele, do contrário, ninguém estaria disposto a se desfazer do dinheiro, ou de outro bem em troca, para adquiri-lo. E se for um objeto de utilidade significativa ao interessado, implica que este estaria disposto a oferecer maior soma para obtê-lo. Assim, a disposição para desembolsar uma dada quantia por parte dos compradores teria uma proporcionalidade relativa à utilidade do bem objeto de troca.

Já o valor da empresa é uma aproximação do valor do lucro que ela é capaz de gerar, sendo este lucro uma medida do que a empresa gerou a partir do capital investido. Por ser uma medida dessa aproximação, para a obtenção do valor da empresa, pode haver a manipulação do lucro através dos *accruals*.

Esse fator torna relevante a pesquisa, uma vez que o lucro é uma medida econômica e a avaliação de empresa pretende medir o valor econômico desta por meio de modelos e métodos que utilizam variáveis contábeis como receitas e despesas (múltiplos) e caixa (fluxo de caixa descontado).

Conforme requerido na Instrução CVM 361/02, o valor econômico é calculado pela metodologia do fluxo de caixa descontado (FCD). Sob esse aspecto e em razão da maioria dos laudos serem realizados a partir de uma medida financeira, sendo de exigência da CVM pode ocorrer à atribuição de valores discricionários conforme o valor do fluxo de caixa obtido pela empresa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADO

A informação contábil busca apresentar, de forma imparcial e fidedigna, o verdadeiro desempenho econômico e financeiro da empresa. Segundo Healy e Wahlen (1999) as normas contábeis precisam permitir aos administradores fazer uso do seu cargo para exercer julgamento sobre as demonstrações contábeis, devido ao fato dos relatórios contábeis transmitirem informações da empresa e da sua gestão para usuários externos, para que as demonstrações reportem de forma mais adequada à realidade da empresa. Assim, a administração “*desenvolve perspectivas sobre o quanto essa realidade é (ou como desviar de, no caso de manipulação de resultados) e como deve ser reportada*”².

Dessa forma debate-se muito a questão do limite dos julgamentos dos gestores sobre os relatórios contábeis. Para Demski e Frimor (1999, p. 187) o gerenciamento de resultados é uma medida da qualidade contábil, pois é, particularmente, uma resposta aos incentivos de informações das firmas e a manipulação contábil é um tipo de comunicação distorcida entre as partes e será somente um fenômeno consistente quando o princípio da revelação não for possível. Já Healy e Wahlen (1999) consideram tal ato uma consequência das ações discricionárias dos administradores para manipular as informações contábeis sobre o desempenho da empresa, e conceituam:

Gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores usam julgamento sob a informação financeira e sobre as atividades operacionais para alterar informações financeiras, ou iludir alguns investidores sobre o desempenho econômico da companhia, ou para influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis informados.

O gerenciamento de resultados é a tomada de decisão razoável e legal sobre a informação cuja intenção é alcançar resultados financeiros estáveis e previsíveis (MCKEE, 2005, p.1). Scott (2003) corrobora a afirmação, ao definir gerenciamento de resultado como a escolha por um administrador da política contábil de forma que atinjam alguns objetivos específicos.

No âmbito econômico, Wagenhofer (2004) afirma que o gerenciamento de resultados aplica uma sobrecarga negativa:

² Tradução livre de Edilson Paulo para: “[...], *develops a perspective on what this economic reality is (or how to deviate from it in the case of earnings manipulation) and how is should be reported.*” (GIROUX, 2004, p.2)

- a) Investidores: não possuem informações confiáveis para auxiliá-los na decisão de alocação de seus recursos e podem ter uma parcela de sua riqueza expropriada pelos gestores ou pelos acionistas principais;
- b) Analistas financeiros: estimam resultados erroneamente, e portanto, apresentam recomendações de investimentos aos seus clientes de forma ineficiente;
- c) Instituições de crédito e de financiamento: não têm a verdadeira percepção sobre riscos inseridos em suas negociações;
- d) Entidades reguladoras do mercado e da profissão contábil: vêem tal prática prejudicial para o funcionamento do mercado ou setor;
- e) Entidades fazendárias: podem ser prejudicadas por esse tipo de comportamento empresarial que, por exemplo, seria utilizado como uma forma de sonegação de tributos;
- f) Entidades sindicais: não possuem informações confiáveis sobre a situação econômica e financeira da empresa para auxiliá-las nas negociações trabalhistas;
- g) Entidades não-governamentais: lutam contra a concentração de riqueza e de abuso do poder econômico, principalmente, aqueles que trazem prejuízos sociais e ambientais.

Paulo (2006) define como objetivo da informação contábil, explicar a realidade econômica e financeira, abrangendo seu desempenho e a situação que a empresa se encontra. Contudo, como dito anteriormente, as escolhas que dão origem a estas informações são dotadas de julgamentos, as quais são motivadas por incentivos econômicos externos e internos. O autor trata o gerenciamento de resultado como um processo de decisões deliberadas dentro dos limites impostos pelas normas contábeis para apresentar o nível desejado de resultados. Contudo, vale destacar que “gerenciamento” de resultado não é fraude, pois:

“... opera-se dentro dos limites impostos pela legislação contábil, porém nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade para o gerente, este realiza suas escolhas não em função do que dita à realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos, que o levam a desejar a reportar um resultado distinto.” MARTINEZ (2001, p.13)

Outra característica do “gerenciamento”, segundo Martinez, é que não decorre exclusivamente do “manejo” formal das contas de resultado, mas também procedem de decisões e atos concretos que implicam em alterações no fluxo de caixa da empresa. A diferença entre fraude contábil e gerenciamento de resultados contábeis é mais bem exposta no quadro 02.

Decisões Contábeis ‘Puras’	Decisões com Impacto no Fluxo de Caixa
‘Gerenciamento’ dos Resultados Contábeis	

Práticas Aceitáveis	
<p>De acordo com as Normas/Princípios Contábeis</p> <p style="text-align: center;"><u>Contabilidade ‘Conservadora’</u></p> <p>a) Reconhecimento muito elevado de provisões; b) Aceleração das despesas de depreciação; c) Reconhecimento das receitas apenas quando da cobrança;</p> <p style="text-align: center;"><u>Contabilidade ‘Agressiva’</u></p> <p>a) Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões; b) Reduzir as cotas de depreciação e amortização; c) Reconhecimento das receitas durante a produção.</p>	<p style="text-align: center;"><u>Visando Reduzir o Fluxo de Caixa Líquido</u></p> <p>a) Retardar as vendas; b) Acelerar gastos associados à propaganda e publicidade, treinamento e P&D; c) Aumentar despesas de natureza não-operacional (banquetes, bingos, doações).</p> <p style="text-align: center;"><u>Visando Aumentar o Fluxo de Capital Líquido</u></p> <p>a) Antecipar ou acelerar as vendas; b) Adiar a realização de despesas necessárias de propaganda e publicidade, treinamento ou P&D; c) Aumentar receitas não-operacionais pela venda de Ativos da Empresa.</p>
Contabilidade Fraudulenta e Práticas Inaceitáveis	
<p>Que violam as Normas/Princípios Contábeis</p> <p>a) Registrar vendas fictícias; b) Antecipar (documentalmente) a data da realização das vendas; c) Superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício.</p>	<p style="text-align: center;">Práticas Inaceitáveis</p> <p>a) Receber e não efetuar a entrega do produto; b) Não cumprir com os compromissos financeiros; c) Não pagar tributos lançados.</p>

Quadro 02 – ‘Gerenciamento’ dos Res. Contábeis VS Contab. Fraudulenta/Práticas Impróprias.
Fonte: Adaptado a partir de Dechow & Skinner (2000) In.: Martinez (2001, pag.14).

Segundo Murica e Werges (2011) a dificuldade referente ao gerenciamento é justamente a identificação das diferentes motivações que os gestores possuem e os diferentes procedimentos utilizados para atingir seus objetivos, e inferem que toda escolha contábil não deixa ser uma forma de gerenciamento de resultado.

2.2 ACCRUALS

De acordo com Lopes e Martins (2005, p.67) “espera-se que a presença de *accruals* (como métodos de depreciação e de reconhecimento de receitas e despesas) seja um mecanismo para que os administradores forneçam informações privadas sobre a empresa para o mercado”.

2.2.1 *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS E *ACCRUALS* NÃO DISCRICIONÁRIOS

Os estudos sobre manipulação das informações contábeis focam, principalmente, a investigação dos fatores determinantes nas escolhas contábeis. Essa linha de pesquisa basicamente se iniciou na década de 1960, evoluindo nos anos subseqüentes e, a partir de meados da década de 1980, têm se concentrado, primariamente na análise dos *accruals* (BENEISH, 2011, p.3).

Em suma, os estudos sobre gerenciamento dos *accruals*, basicamente, decompõem as suas acumulações totais em discricionárias e não-discricionárias. Apesar de nenhum dos dois componentes serem observados diretamente, existem diversas *proxies* e modelos sugeridos.

Os modelos propostos consideram que o *accrual* discricionário é uma *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis (HEALY, 1985; McNICHOLS; WILSON, 1988; JONES, 1991, DECHOW *et al*, 1995; KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995). Porém segundo Roychowdhury (2006), os *accruals* discricionários podem ser afetados pela manipulação das atividades operacionais.

Segundo Kang e Sivaramakrishnan (1995, p. 353):

Nos estudos empíricos sobre gerenciamento de resultados (EM), a origem principal é a estimação do componente gerenciado (*accruals* discricionários), enquanto os agentes externos observam somente a soma dos números contábeis gerenciados ou não-gerenciados (*accruals* não discricionários).

O desafio de trabalhos na área de gerenciamento dos resultados contábeis é estimar o valor dos *accruals* discricionários.

2.2.2 CÁLCULO DOS *ACCRUALS*

Nas pesquisas sobre gerenciamento de resultados, os modelos necessitam identificar adequadamente os *accruals* discricionários, que supostamente seriam artificiais e teriam como único objetivo somente manipular o resultado contábil, enquanto as acumulações não discricionárias são inerentes às atividades da empresa. Exatamente nessa decomposição dos *accruals* reside a principal dificuldade dos métodos para detecção de gerenciamento de resultados através dos *accruals*, devido à complexidade das relações entre *accruals*, resultados contábeis e fluxos de caixa e, os fatores condicionantes do comportamento oportunístico dos administradores com as características institucionais e organizacionais do ambiente analisado. (PAULO; 2007, p. 96)

McNichols e Wilson (1988) descrevem uma estrutura comum que serve de base para a detecção de gerenciamento de resultados através dos *accruals*:

$$TA_t^* = NDA_t^* + DA_t^* \quad (01)$$

onde:

TA_t^* = *accruals* totais reais da empresa num período t ;

NDA_t^* = *accruals* não-discricionários reais da empresa num período t ;

DA_t^* = *accruals* discricionários reais da empresa num período t ;

Na maioria dos trabalhos empíricos, são empregados os modelos de Jones Modificado (DECHOW et al, 1995) e KS (KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995) para estimar os *accruals* discricionários, sendo que o primeiro tem maior frequência na literatura internacional (DECHOW et al, 1995; BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; TEOH et al, 1998; HEALY; WAHLEN, 1999; BARTOV et al, 2002; ROOSENBOOM et al, 2003; BARTOV; MOHANRAM, 2004), enquanto o segundo tem apresentado melhores resultados no contexto brasileiro (MARTINEZ, 2001).

O modelo de Jones (1991) busca controlar os efeitos das mudanças no ambiente econômico da firma sobre os *accruals* não-discricionários através da variação das receitas e do montante do imobilizado e diferido, agora compreendido como diferido. E são calculados da seguinte forma:

$$NDA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) \quad (02)$$

onde:

NDA_{it} = *accruals* não-discrecionários da empresa i no período t ;

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

PPE_{it} = saldo das contas do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido ou Intangível da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

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

α, β_1 e β_2 = coeficientes estimados da regressão pela Equação 03

As estimativas dos parâmetros dos modelos α, β_1 e β_2 são geradas pelo seguinte modelo:

$$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + V_{it} \quad (03)$$

em que:

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

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

PPE_{it} = saldo das contas do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido ou Intangível da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

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

V_{it} = erro da regressão (resíduos).

Dechow *et al.* (1995) incluem uma terceira variável - “Contas a Receber” - na especificação original da Jones (1991), sendo esta a única modificação prevista em relação ao modelo referentes às Equações 02 e 03. A versão modificada assume que todas as mudanças em contas a receber resultam do gerenciamento de resultados. A premissa é baseada na suposição de que é mais fácil gerenciar resultados pelo exercício de ações discrecionárias sobre o reconhecimento da receita em contas a receber (em detrimento a fazê-lo diretamente na conta “caixa”).

Inicialmente, as estimativas dos coeficientes α, β_1 e β_2 são obtidas através do modelo original da Jones, conforme Equação 03. No segundo momento, os coeficientes estimados são

combinados com os parâmetros do modelo Jones Modificado, descrito na Equação 04, a seguir, para estimar *accruals* não-discriminatórios. Por fim este resultado é extraído dos *accruals* totais e a diferença são os *accruals* discriminatórios pelo modelo Jones Modificado.

O modelo modificado é estimado para o período do evento (isto é, durante o período em que o gerenciamento de resultados está sendo analisado) como:

$$NDA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) \quad (04)$$

onde:

NDA_{it} = *accruals* não-discriminatórios da empresa *i* no período *t*;

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

ΔCR_{it} = variação das contas a receber (clientes) da empresa *i* do período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

PPE_{it} = saldo das contas do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido ou Intangível da empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

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

α, β_1 e β_2 = coeficientes estimados da regressão pela Equação 03.

Os referidos autores sugerem que os modelos anteriores que tentam capturar os *accruals* discriminatórios através da modelagem das acumulações totais estão sujeitos aos problemas de simultaneidade³, erros de mensuração nas variáveis e omissão de variáveis, reduzindo o poder estatístico e conduzindo a inferências errôneas sem relação ao gerenciamento de resultados.

A partir do contexto o cálculo dos *accruals* discriminatórios propiciará compreender se antes da emissão dos laudos houve manipulação de resultado, visando o condicionamento dos resultados na avaliação das empresas.

2.3 OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

³ O problema de simultaneidade ocorre porque parte do resultado contábil está diretamente relacionado ao processo de estimação de *accrual*. (PAULO; 2007, p. 104)

Corriqueiramente no meio econômico são noticiados o fechamento de negociações como aquisições e fusões organizacionais por altos valores, absolutamente distintos daqueles existentes no patrimônio líquido das organizações envolvidas. Isso decorre da avaliação de empresas não envolver somente variáveis objetivas como o preço de ações ou o patrimônio delas, mas também variáveis subjetivas como credibilidade no mercado, valor da marca ou de seus produtos bem como, premissas assumidas.

O envolvimento dessas variáveis subjetivas torna o processo de avaliação complexo, onde a qualidade das informações utilizadas condicionará a eficiência de uma provável negociação e atribuirá parâmetros de avaliação, assim sendo, antes de se determinar os métodos de avaliação utilizados, é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada. Perez e Fama (2003, p.2) corroboram com essa idéia:

[...] é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada, o contexto macroeconômico no qual ele está inserida, seu setor de atuação, seu mercado consumidor, seu desempenho passado e atual, seus aspectos econômicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos.

A profundidade dessas análises depende das peculiaridades de cada caso, do tamanho do negócio avaliado e da disponibilidade de informações. Segundo Damondaran (2007, p.1) o processo de avaliação apresenta duas visões extremas:

[...] De um lado, há aqueles que acreditam que a avaliação, quando bem feita, é uma ciência exata, com pouca margem para opinião de analistas ou para o erro humano. De outro, estão aqueles que consideram a avaliação uma forma de arte, em que analistas perspicazes podem manipular os números de modo a gerar o resultado desejado.

O autor ainda afirma que a avaliação terá valores de maior verdade se for considerada uma ponderação entre as visões, pois os extremos não surtem efeitos satisfatórios. E que o resultado da avaliação não está na precisão dos dados, mas sim no nível de precisão do valor em relação às estimativas de outros investidores que tentam avaliar a empresa. Pois assim quanto maior forem as incertezas em relação aos números, maior será o retorno da avaliação, ou seja, quanto mais questionado for o resultado obtido melhor será a avaliação.

A respeito desses métodos, nenhum é considerado ideal, sua utilização dependerá do objeto a ser avaliado, conforme a visão de Pasin (*et al* 2004) onde afirma que o método a ser escolhido deve condizer com a finalidade da avaliação, considerando todas as particularidades da empresa avaliada para que seja possível chegar a resultados que reflitam seu valor real.

Segundo a CVM (2006) o laudo de avaliação deve determinar o valor econômico da companhia objeto, calculado pela regra de fluxo de caixa descontado, por múltiplos ou pelo método patrimonial conforme se entender fundamentalmente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente.

Nesse trabalho o enfoque será dado aos laudos provenientes dos métodos de avaliação pelo fluxo de caixa descontado, pois tais modelos consideram que o valor depende dos benefícios futuros que o empreendimento irá produzir, trazidos a valor presente pela taxa de custo de oportunidade: características condizentes com o problema em questão, que busca avaliar se há discricionariedade na atribuição de medidas econômicas como o lucro, com intuito de averiguar a manipulação de resultados.

2.3.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O modelo de fluxo de caixa descontado é citado pela literatura como sendo um dos mais utilizados em avaliação de empresas, usado principalmente para se mensurar o desempenho das ações no mercado acionário e, como consequência, traçar as políticas de aquisição, venda ou manutenção de investimentos.

Nessa abordagem ao ajustar o fluxo de caixa projetado ao seu valor presente, procura-se determinar o valor da empresa com base na capacidade de remuneração aos acionistas no longo prazo, através dos fluxos de caixa futuros esperados. Corroborando com esse contexto Copeland, Koller e Murrin (2002, p.55) discorrem:

[...] o valor intrínseco se baseia nos fluxos de caixa futuros ou no poder de ganhos da empresa. Isto significa, em essência, que os investidores estão pagando pelo desempenho que esperam obter da empresa no futuro, não por aquilo que ela fez no passado e, certamente, não pelo custo de seu ativo.

Na visão de Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p.185) considerando a hipótese de um mercado eficiente, o preço de mercado das ações refletiria os lucros potenciais da empresa e seus dividendos, os riscos do mercado, bem como as variáveis ambientais e outros fatores intangíveis que possam afetar o valor da empresa, refletindo assim o valor presente do fluxo de caixa para os sócios.

Além de ser um método bastante utilizado para geração dos laudos de avaliação, ressalta-se que este utiliza uma medida indireta para que os *accruals* sejam realizados. O modelo em questão pode ser analisado sob diversos enfoques, aqui aprofundaremos nos

seguintes: a) fluxo de dividendos, b) fluxo de caixa do acionista e c) fluxo de caixa da empresa.

2.3.1.1 FLUXO DE DIVIDENDOS

O fluxo de dividendos considera todos os dividendos futuros esperados, trazidos a valor presente pela taxa do custo do capital próprio, conforme explicado por Damodaran (2005, p.238). Segundo o autor, ao comprarem ações, os investidores geralmente esperam obter dois tipos de fluxos de caixa: os dividendos (durante o período que conservam as ações), e o preço (ao final de período de conservação).

É importante mencionar que este método só tem sentido para todos os acionistas se a empresa continuamente investir, na produção, o seu fluxo de caixa disponível. Caso contrário, se a empresa não investir regularmente na sua capacidade operacional, esse método só é válido para os acionistas minoritários, que por não terem direito a fazer retirada de capital, ficam sujeitos à ineficiência de caixa da empresa.

2.3.1.2 FLUXO DE CAIXA DO AÇIONISTA

Nesse método, primeiramente é projetado o fluxo operacional livre, onde são considerados os desembolsos necessários a todos os tipos de investimento, bem como eventuais fluxos provocados por desinvestimentos, em seqüência os aspectos financeiros são inclusos na análise. Tais descontos serão efetivados ao custo de capital próprio.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p.155-156 afirmam que:

Investidores num ativo recebem um direito residual sobre seus fluxos de caixa; isto é, têm direito a quaisquer fluxos de caixa excedentes após o atendimento de todas as obrigações financeiras, incluindo o pagamento das dívidas e depois que tenham sido atendidas as necessidades de reinvestimento da empresa.

Na visão de Damodaran (2005) é importante ressaltar que esse método está baseado na premissa de que o acionista deverá retirar, além dos dividendos, o montante de caixa excedente à necessidade operacional, considerando que sempre terá outra opção de investimento que produzirá no mínimo seu custo de capital próprio.

2.3.1.3 FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA

Também denominado de fluxo de caixa firma, o fluxo de caixa da empresa é explicado por Damodaran (2005) como a acumulação dos fluxos de caixa de todos os detentores de direito, que inclui além dos investidores em patrimônio líquido, os detentores de obrigação.

Dessa forma, do fluxo de caixa operacional líquido produzido pelos ativos operacionais se deduz os montantes necessários a novos investimentos em capital de giro e capital fixo, acrescido de eventuais liberações de recursos de desinvestimento nesses grupos, mas não são considerados os fluxos relativos aos financiadores. Martelanc, Pansin e Cavalcante (2005, p.18) corroboram com a idéia:

[...] por meio da abordagem do Fluxo de Caixa Livre da Empresa, o que se determina é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza em decorrência de suas características operacionais.

Como se observa a partir dos diferentes fluxos que são gerados por meio desse método de avaliação, o FC é um parâmetro contábil essencial para se estimar valores futuros e por fim, o valor econômico da empresa.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 POPULAÇÃO

A população é composta pelas empresas que emitiram laudo de avaliação das OPAs do período de 2010 a 2012, conforme relação exposta no Anexo I.

A restrição a esse período é devido à possibilidade da crise mundial ter afetado os dados contábeis nos anos de 2008 e 2009, o que poderia comprometer o resultado da pesquisa.

3.2 AMOSTRA

Partindo da população conforme o Anexo I, onde estão relacionadas 40 empresas, a amostra é formada por 07 empresas listadas do Anexo II, as quais possuem informações contábeis trimestrais disponíveis no *software* Economática[®], do período de 2010 a 2012.

3.3 OPERACIONALIZAÇÃO

- a) Realização do cálculo dos *accruals* discricionários
- Cálculo dos *accruals* não discricionários através da Equação 04;
 - Cálculo dos *accruals* discricionários pela seguinte equação:

$$AD = AT - AND \quad (5)$$

Sendo que:

AD = *accruals* discricionários

AT = *accruals* totais;

AND = *accruals* não discricionários.

- b) Execução do teste para verificar se houve diferença significativa entre os *accruals*:
- Essa etapa buscará identificar se houve mudanças nos *accruals* discricionários das empresas antes e depois de seus laudos de avaliação;

- Será aplicado o Teste de Wilcoxon com objetivo de identificar se nos períodos trimestrais houve diferença significativa entre os *accruals* antes e depois da divulgação do laudo;
- Identificar as empresas que apresentaram tal variação, pois podem ter gerenciado seus resultados.
- O teste abrange a análise de amostras relacionadas, que são os *accruals* ao longo dos trimestres⁴.

3.4 TESTE DE HIPÓTESE

No estudo será testada a hipótese de que há diferença nos *accruals* discricionários antes e após a emissão do laudo de avaliação de OPA's. Desta forma, ficam assim descritas as hipóteses da pesquisa:

H_0 = não há diferença entre os valores dos *accruals* discricionários;

H_1 = há diferença entre os valores dos *accruals* discricionários.

Para tal será aplicado o teste não-paramétrico de Wilcoxon em razão de a amostra ser pequena, o teste será realizado no software *Statistical Package for the Social Sciences*[®] (SPSS[®]).

Com base na explanação, fica evidenciado que as hipóteses estabelecidas satisfarão os objetivos apresentados, tanto o geral quanto os específicos.

3.4.1 TESTE DE WILCOXON

O teste de Wilcoxon considerado um teste não paramétrico é definido por Fávero (2009, p. 158) como sendo uma alternativa ao teste *t* de *Student* para comparar médias populacionais a partir de amostras emparelhadas. Segundo Marôco (2010, p.29) “amostras emparelhadas são constituídas utilizando os mesmos sujeitos experimentais, tendo como base algum critério unificador dos elementos das amostras”.

Antes da realização do teste devem ser obedecidos os seguintes procedimentos:

⁴ Serão sete trimestres sendo a data base o trimestre o qual o laudo foi emitido, utilizando assim três trimestres anteriores à emissão do laudo e três posteriores à sua emissão. Somente para empresa Vivo Participações S/A, por indisponibilidade de dados, serão utilizados cinco trimestres.

- a) Determinar a diferença D_i entre os escores para cada par;
- b) Atribuir postos, ou seja, colocar em ordem crescente os valores de D_i obtidos no item anterior sem considerar os sinais. Deve-se atribuir a média em caso de postos empatados;
- c) Identificar o sinal de D_i (+ ou -) para cada posto;
- d) Determinar N , o número de D_i 's não nulos;
- e) Determinar S_p e S_n , que correspondem à soma dos postos com sinal positivo e negativo respectivamente.

Após todos os passos realizados, os procedimentos para a aplicação do teste são:

- 1- Fixar a hipótese nula (H_0) quando não houver diferenças entre os grupos; e H_1 quando houver diferenças entre os grupos;
- 2- Fixar nível de significância α do teste, o qual será utilizado $\alpha = 5\%$, o que corresponde a um grau de confiança de 95%;
- 3- Calcular o valor real da variável z , quando $N > 15$;

Assim a estatística do teste se dá pela seguinte equação:

$$Z = \frac{\min(S^+, S^-) - (N(N+1)/4)}{\sqrt{N(N+1)(2N+1)/24 - \sum_{i=1}^g \frac{(e_i^3 - e_i)}{48}}} \quad (06)$$

4. ANÁLISE DOS DADOS

Após os procedimentos constantes no item 'a' da operacionalização, onde foram encontrados os valores dos *accruals* discricionários, foi iniciado o teste de hipótese da pesquisa.

4.1 TESTES DE HIPÓTESE DA PESQUISA

4.1.1 TESTE DE WILCOXON

Após aplicação do teste obtivemos o resultado abaixo:

Tabela 01: Resumo do teste de hipótese

Hipótese Nula	Teste	Sig.	Decisão
A diferenças das médias entre os <i>accruals</i> antes e os <i>accruals</i> depois são iguais a zero	Teste de Wilcoxon	.075	Não rejeita a hipótese nula

Significâncias Assintóticas são exibidas. O nível de significância é .05.

Fonte: SPSS

Conforme Tabela 01 o nível de significância observado do teste de Wilcoxon é 0,075 (valor superior a 5%), o que faz com que a hipótese não seja rejeitada, ou seja, não apresentou diferença na média dos *accruals* antes e após a emissão dos laudos de avaliação.

4.1.1.1 RESULTADO POR EMPRESA

Tabela 02: *Accruals* dicricionários – antes e após os laudos de avaliação

Empresa	Somatório antes	Somatório após	% de Variação
Taesa	-0,023047844986	-0,000000526782	-99,99
Banrisul	-0,000000073778	-0,000000067868	-8,01
Millenium	-0,000003800821	-0,000004165188	9,59
Vale fert	-0,000000746239	-0,000000361637	-51,54
Vivo	-0,000000048463	-0,000000045780	-5,54
Elektro	-0,000000638130	-0,000000584596	-8,39
All	-0,000000158504	-0,000000141824	-10,52

Fonte: Próprio Autor

Observando os resultados somente a empresa Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A – MILLENIUM apresentou aumento (9,59%) nos *accruals* discricionários antes e após o laudo de avaliação. No entanto entre as que obtiveram diminuição a empresa Transmissora do Atlântico de Energia S.A. – TAESA apresentou a maior variação chegando a quase 100% de diminuição; a empresa Vale Fertilizantes S.A. – VALEFERT também obteve queda significativa (51,54%) no valor dos *accruals* discricionários. As demais empresas apresentaram uma diminuição entre 05 e 10 pontos percentuais.

Tabela 03: Resumo do teste de hipótese por empresa

Empresa	Hipótese Nula	Sig.	Decisão
Transmissora do Atlântico de Energia S.A.	A diferenças das médias entre os <i>accruals</i> antes e os <i>accruals</i> depois são iguais a zero	.180	Não rejeita a hipótese nula
Banrisul S.A. – Administradora de Consórcios		.180	
Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A.		.180	
Vale Fertilizantes S.A.		.180	
Vivo Participações S.A.		.317	
Elektro Eletricidade e Serviços S.A.		.180	
América Latina Logística S.A.		.180	

Significâncias Assintóticas são exibidas. O nível de significância é .05.

Fonte: SPSS

Observa-se que o nível de significância de todas as empresas de nossa amostra é superior s 0,05, considerando assim que a hipótese nula não é rejeitada, ou seja, as médias dos *accruals* discricionários antes e depois do laudo de avaliação não são diferentes.

Sendo assim, nenhuma das empresas analisadas tentou gerenciar seus resultados através dos *accruals* discricionários.

Vale ressaltar que entre todas as empresas apenas a VIVO apresentou nível de significância diferente – obtendo 0,317 – tal divergência pode ser justificada por ela ter sido a única a utilizar apenas dois trimestres antes e dois após a emissão do laudo. O nível de significância para as demais empresas foi de 0,180.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os laudos de avaliação da oferta pública de ações (OPA's) seguem um padrão regulamentado por inúmeras instruções e Leis, dentre elas a Instrução CVM nº 361/02 que dispõe sobre os procedimentos aplicáveis as OPA's.

A população do trabalho era composta por 40 empresas que emitiram laudo de avaliação de OPA's entre 2010 e 2012, destes apenas 07 tinham informações suficientes disponíveis no *software* Economática® para a realização de um comparativo dos *accruals* discricionários antes e após a emissão dos laudos.

A escolha da emissão dos laudos de avaliação de OPA's como evento se deu devido à possibilidade de gerenciamento de resultado para que o mesmo apresentasse o resultado de interesse dos gestores, deixando assim a empresa atrativa para possíveis investidores.

Tais laudos são emitidos para diversos fins, o da empresa Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A foi emitido no âmbito da oferta mandatória ("Oferta") para a aquisição das ações ordinárias, ações preferenciais e *Units* de titularidade dos acionistas não controladores da mesma.

Enquanto a Banrisul S.A. Administradora de Consórcios emitiu o laudo para o cancelamento de seu registro de companhia aberta, visando à aquisição pelo Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A., da totalidade das ações da Administradora em circulação no mercado.

A Vale Fertilizantes S.A. foi adquirida pela Vale S.A. sendo assim seu laudo de avaliação de OPA's foi para a venda de ações ordinárias por alienação de controle incluindo as de titularidade dos acionistas minoritários.

Já a Vivo Participações S.A. realizou o laudo para a aquisição das ordinárias da empresa Brasicel controlada pela Portugal Telecom. O que motivou a América Latina Logística S.A. a emitir o laudo foi o aumento de participação da Ofertante na empresa. As empresas Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A e Elektro Eletricidade e Serviços S.A. tiveram os arquivos dos laudos de avaliação excluídos do site da CVM.

Dito isso, o resultado esperado era de que a maioria das empresas demonstrasse um possível gerenciamento de resultado através dos *accruals* discricionários, onde seria detectada uma variação significativa dessa variável antes e após a emissão dos laudos de avaliação.

A Equação 01 foi utilizada para encontrar os *accruals* discricionários, no entanto antes de sua aplicação foi necessário o cálculo dos *accruals* totais e dos não discricionários através do modelo de Jones Modificado, onde foi detectada a variação significativa na soma dos *accruals* discricionários antes e após emissão do laudo de avaliação das empresas TAESA e VALEFERT.

O resultado do teste tanto coletivo quanto individualmente apresentou a não rejeição de H_0 , ou seja, nenhuma empresa apresentou variação significativa entre os *accruals* discricionários antes e após a emissão do laudo de avaliação de OPA's com isso não houve tentativa de gerenciamento de resultado através dos *accruals*.

Sendo assim já findando essa pesquisa fica como sugestão para outros estudos: a escolha de um período maior, pois aqui se utilizou os anos de 2010 a 2012, em razão da possibilidade da crise poder afetar os dados contábeis e conseqüentemente o resultado da pesquisa; a utilização de outros modelos de gerenciamento de resultado; e a escolha de um setor para trazer homogeneidade à pesquisa.

REFERÊNCIAS

- COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse Maria. A identificação de accruals na sintaxe do lucro contábil: o caso Parmalat Brasil. **Revista Eletrônica de Administração – REAd**. Rio Grande do Sul, v. 12, n. 2, mar.-abr. 2006.
- COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas - valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo, Macron Books, (2000).
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários – Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall. 2007.
- DECHOW, Patricia M.; DICHEV, Ilia D. *The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors*. **The Accounting Review**. Sarasota: v. 77, n.4, supplement, p.35-59, oct. 2002.
- ECONOMÁTICA. **Ferramenta para análise de investimentos**. São Paulo. Fornece acesso a bancos de dados financeiros de diversos mercados. Disponível em: <<http://www.economica.com.br>>.
- HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. *A review of the earnings management literature and its implications for standard setting*. **Accounting Horizons**. Sarasota: v. 13, n.4, p.365-383, dec. 1999.
- JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, n. 29, Elsevir Science, 1991.
- LOPES, Alexandre B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.
- LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa; SANTOS, Ariovaldo dos. **Importância relativa do ajuste no fluxo de caixa das Operações para o mercado de capitais brasileiro**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6, 2006, São Paulo.
- MARÔCO, João. **Análise Estatística com PASW Statistics**. © Report Number Lda, 2010.
- MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice-Hall, 2005.
- MARTINEZ, Antônio Lopo. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. São Paulo, 2001. 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.

_____; **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras.** Tese (Doutorado). São Paulo: FEA-USP, 2001.

_____; **Detectando *Earning management* no Brasil: Estimando os Accruals discricionários.** Revista Cont. Fin USP, São Paulo, v.19, n 46, p. 7-17, jan./abr/2008.

_____; Detectando earnings management no Brasil: Estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças.** USP, São Paulo, v.19, n.46, p. 7-17, janeiro/abril 2008.

McKEE, Thomas E. ***Earnings management: an executive perspective.*** Ohio: Thomson, 2005.

MIRANDA, Gilberto José; REIS, Ernando Antonio dos; LEMES, Sirlei. Valor de Empresas: uma abordagem do fluxo de caixa descontado. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 17, n. 3, p.45-65, jul./set. 2006.

MURCIA, F. D. R; WERGES, A. **Escolhas contábeis no mercado brasileiro: Divulgação voluntária de informações versus Gerenciamento de Resultados.** Revista Universo Contábil v. 7 p. 28-44 abr./jun., 2011, FURB, Blumenau, 2011.

PASIN, R.M. **Avaliação Relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor.** Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA- USP), São Paulo, 2004, 195 f.

PAULO, Edilson. **Manipulação das Informações Contábeis: A Análise Teórica e Empírica sobre os Modelos Operacionais de Detecção de Gerenciamento de Resultados.** Tese de doutorado em contabilidade. São Paulo: FEA/USP, 2007.

_____; **Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras.** In: EnANPAD, 30., 2006, Salvador. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. CDROM.

PEREZ, M.M., FAMÁ, R. **Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais.** In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP – SEMEAD, São Paulo, 2003. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SOUSA, A. F. **Fatores que contribuem para a empresa agregar valor.** Tese de Livre Docência, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

ANEXO I – COMPOSIÇÃO DA POPULAÇÃO DA PESQUISA

ANO	EMPRESA
2010	CIA MARANHENSE REFRIGERANTES GVT HOLDING S/A TRANSMISSORA DO ATLÂNTICO DE ENERGIA S.A. MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS DO BRASIL TIVIT TERCEIRIZAÇÃO DE PROCESSOS, SERVIÇOS E TECNOLOGIA S/A BANRISUL S.A. ADMINISTRADORA DE CONSÓRCIOS RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES QUATTOR PETROQUÍMICA S.A. FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. FOSFERTIL SEB PARTICIPAÇÕES S.A
2011	PRONOR PETROQUIMICA SA SOLA SA INDS ALIMENTÍCIAS FAE ADM. E PARTICIPAÇÕES SA FAE - FERRAGENS APARELHOS ELÉTRICOS S/A CIA BANDEIRANTES ARMS GERAIS SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO SA VIVO PARTICIPAÇÕES SA CENTENNIAL ASSET PARTICIPAÇÕES SUDESTE S/A ELEKTRO ELETRICIDADE E SERVIÇOS S.A. DIXIE TOGA SA REDENTOR ENERGIA S/A BANCO PANAMERICANO SA YARA BRASIL FERTILIZANTES VALE FERTILIZANTES S.A. UNIVERSO ONLINE SA SEB PARTICIPAÇÕES S.A
2012	ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA NORTE S.A. AMPLA INVESTIMENTOS E SERVIÇOS S/A AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S.A. QGN PARTICIPAÇÕES SA BANCO BERJ S.A. IND MAQS AGRICOLAS FUCHS SA MARISOL SA TAM S.A. CONFAB INDUSTRIAL SA JBS SA REDECARD S/A CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO SA RIMET EMPREEND. INDS. E COMERCIAIS S/A SEB PARTICIPAÇÕES S.A

Fonte: CVM – Comissão de Valores Mobiliários, disponível em: <http://www.cvm.gov.br>

ANEXO II – COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA DE PESQUISA

ANO	EMPRESA
2010	TRANSMISSORA DO ATLÂNTICO DE ENERGIA S.A. MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS DO BRASIL BANRISUL S.A. ADMINISTRADORA DE CONSÓRCIOS FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. FOSFERTIL
2011	VIVO PARTICIPAÇÕES SA ELEKTRO ELETRICIDADE E SERVIÇOS S.A.
2012	ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA NORTE S.A.

APÊNDICE A – VARIÁVEIS DA EQUAÇÃO 04

Transmissora do Atlântico de Energia S.A.						
	2T 2009	3T 2009	4T 2009	1T 2010	2T 2010	3T 2010
1/Ai_{t-1}	0,00000031	0,00000030	0,00000029	0,00000028	0,00000024	0,00000024
(ΔR - ΔCR)	0,00173326	-0,00339912	0,01935633	-0,17161839	-0,00127728	0,03014528
PPE	0,76304150	0,75247857	0,72402488	0,00345190	0,00285299	0,00304672
ACCRUALS	0,764775064	0,74907975	0,743381502	-0,168166208	0,00157595	0,033192241

Barrisul S.A. – Administradora de Consórcios						
	2T 2009	3T 2009	4T 2009	1T 2010	2T 2010	3T 2010
1/Ai_{t-1}	0,00000004	0,00000004	0,00000003	0,00000003	0,00000003	0,00000003
(ΔR - ΔCR)	-0,00015527	-0,00045456	0,00193216	-0,02081045	-0,00017666	0,00410377
PPE	0,00535664	0,00561934	0,00595166	0,00612468	0,00572120	0,00550983
ACCRUALS	0,0052014	0,005164814	0,007883854	-0,014685737	0,005544565	0,009613633

Millenium Irnorganic Chemicals do Brasil S.A.						
	3T 2009	4T 2009	1T 2010	2T 2010	3T 2010	4T 2010
1/Ai_{t-1}	0,00000185	0,00000195	0,00000204	0,00000204	0,00000212	0,00000219
(ΔR - ΔCR)	0,01206231	0,01137178	-0,02941092	0,00626330	-0,00153447	0,01443203
PPE	0,56040430	0,58324965	0,59166133	0,57375827	0,58272864	0,56820661
ACCRUALS	0,572468472	0,594623367	0,562252444	0,580023615	0,581196291	0,582640827


Vale Fertilizantes S.A.						
	4T2009	1T2010	2T2010	3T2010	4T2010	1T2011
1/Ai±1	0,00000037	0,00000038	0,00000019	0,00000018	0,00000018	0,00000017
(ΔR - ΔCR)	-0,04897510	0,00956023	-0,02033581	0,06269162	0,01113319	-0,01798922
PPE	0,44958265	1,45455445	0,73248956	0,73646802	0,74515877	0,93090805
ACCRUALS	0,400607924	1,464115057	0,712153939	0,799159819	0,756292142	0,912918997

Vivo Participações S.A.				
	3T2010	4T2010	1T2011	2T2011
1/Ai±1	0,00000005	0,00000005	0,00000005	0,00000005
(ΔR - ΔCR)	0,00380145	0,00504853	-0,00177364	0,00285299
PPE	0,28414332	0,29676989	0,28375851	0,27872680
ACCRUALS	0,287944814	0,301818467	0,28198492	0,281579835

Elektro Eletricidade e Serviços S.A.						
	4T2010	1T2011	2T2011	3T2011	4T2011	1T2012
1/Ai±1	0,00000033	0,00000031	0,00000030	0,00000029	0,00000030	0,00000029
(ΔR - ΔCR)	0,01305875	-0,01431947	-0,00629657	0,00079954	0,00044567	-0,01615238
PPE	0,00631012	0,00620037	0,00575437	0,00478459	0,00609655	0,00553935
ACCRUALS	0,019369199	-0,0081188	-0,000541903	0,005584413	0,006542518	-0,010612742

ALL – América Latina Logística Malha Norte S.A.						
	2T2011	3T2011	4T2011	1T2012	2T2012	3T2012
1/Ait-1	0,00000008	0,00000008	0,00000007	0,00000007	0,00000007	0,00000007
(ΔR - ΔCR)	0,00604792	0,01929645	-0,00738476	-0,00837322	-0,00280015	0,01355272
PPE	0,51521026	0,53122956	0,50338257	0,51641508	0,53112174	0,55013895
ACCRUALS	0,521258266	0,550526091	0,495997885	0,508041935	0,528321662	0,56369174

Legenda

 Trimestre em que foi emitido o laudo de avaliação de OPA's

APÊNDICE B – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS ACCRUALS

Transmissora do Atlântico de Energia S.A.					
	Accruals totais	Accruals não discricionários	Accruals discricionários	AD - Antes	AD - Depois
2T 2009	0,741727519848	0,764775064	-0,023047544152	-0,023047544152	
3T 2009	0,749079448969	0,74907975	-0,00000300834	-0,00000300834	
4T 2009	0,743381208177	0,743381502	-0,00000293585		
1T 2010	-0,168166492473	-0,168166208	-0,00000284552		-0,00000284552
2T 2010	0,001575707985	0,00157595	-0,00000242230		-0,00000242230
3T 2010	0,033192002591	0,033192241	-0,00000238640		-0,00000238640

Banrisul S.A. – Administradora de Consórcios					
	Accruals totais	Accruals não discricionários	Accruals discricionários	AD - Antes	AD - Depois
2T 2009	0,005201362428	0,0052014	-0,00000037734	-0,00000037734	
3T 2009	0,005164778337	0,005164814	-0,00000036045	-0,00000036045	
4T 2009	0,007883818720	0,007883854	-0,00000034998		
1T 2010	-0,014685771835	-0,014685737	-0,00000034383		-0,00000034383
2T 2010	0,005544531156	0,005544565	-0,00000033485		-0,00000033485
3T 2010	0,009613600596	0,009613633	-0,00000032156		-0,00000032156

Millenium Irnoganic Chemicals do Brasil S.A.					
	Accruals totais	Accruals não discricionários	Accruals discricionários	AD - Antes	AD - Depois
3T 2009	0,572466617211	0,572468472	-0,00001854599	-0,00001854599	
4T 2009	0,594621420898	0,594623367	-0,00001946222	-0,00001946222	
1T 2010	0,562250404859	0,562252444	-0,00002039593		
2T 2010	0,580021572240	0,580023615	-0,00002042826		-0,00002042826
3T 2010	0,581194168596	0,581196291	-0,00002122363		-0,00002122363
4T 2010	0,582638636394	0,582640827	-0,00002190321		-0,00002190321

Vale Fertilizantes S.A.					
	Accruals totais	Accruals não discricionários	Accruals discricionários	AD - Antes	AD - Depois
4T 2009	0,400607555574	0,400607924	-0,00000368439	-0,00000368439	
1T 2010	1,464114678885	1,464115057	-0,00000377800	-0,00000377800	
2T 2010	0,712153753318	0,712153939	-0,00000186014		
3T 2010	0,799159638359	0,799159819	-0,00000180669		-0,00000180669
4T 2010	0,756291960959	0,756292142	-0,00000180969		-0,00000180969
1T 2011	0,912918827127	0,912918997	-0,00000169764		-0,00000169764

Vivo Participações S.A.					
	Accruals totais	Accruals não discricionários	Accruals discricionários	AD - Antes	AD - Depois
3T 2010	0,287944765918	0,287944814	-0,00000048463	-0,00000048463	
4T 2010	0,301818419684	0,301818467	-0,00000046925		
1T 2011	0,281984874594	0,28198492	-0,00000045780		-0,00000045780
2T 2011	0,281579789428	0,281579835	-0,00000045362		-0,00000045362

Elektro Eletricidade e Serviços S.A.					
	Accruals totais	Accruals não discricionários	Accruals discricionários	AD - Antes	AD - Depois
4T 2010	0,019368869028	0,019369199	-0,000000329700	-0,000000329700	
1T 2011	-0,008119108218	-0,0081188	-0,000000308430	-0,000000308430	
2T 2011	-0,000542204826	-0,000541903	-0,000000301560		
3T 2011	0,005584125478	0,005584413	-0,000000287087		-0,000000287087
4T 2011	0,006542220678	0,006542518	-0,000000297509		-0,000000297509
1T 2012	-0,010613034048	-0,010612742	-0,000000292499		-0,000000292499

ALL – América Latina Logística Malha Norte S.A.					
	Accruals totais	Accruals não discricionários	Accruals discricionários	AD - Antes	AD - Depois
2T 2011	0,521258185810	0,521258266	-0,00000079873	-0,00000079873	
3T 2011	0,550526011944	0,550526091	-0,00000078631	-0,00000078631	
4T 2011	0,495997813010	0,495997885	-0,00000071865		
1T 2012	0,508041863730	0,508041935	-0,00000071113		-0,00000071113
2T 2012	0,528321591095	0,528321662	-0,00000070711		-0,00000070711
3T 2012	0,563691668929	0,56369174	-0,00000071325		-0,00000071325

Legenda



Trimestre em que foi emitido o laudo de avaliação de OPA's