

1 Introdução

Em um dos artigos mais influentes em Economia, Akerlof (1970) usou o mercado de carros usados para explicar como problemas de informação podem dificultar o funcionamento dos mercados. Diferentemente dos potenciais compradores, os antigos proprietários têm, em geral, um bom conhecimento da qualidade de seus carros, tendo, por isso, incentivos para vendê-los quando se tornam problemáticos. Antecipando tal comportamento, os potenciais compradores exigem um desconto no preço, ou simplesmente se afastam do mercado.

O mercado de carros usados não é o único em que problemas de assimetria de informação são potencialmente importantes. Um segundo candidato para tais problemas é o de ofertas iniciais de ações. Em uma oferta inicial de ações, os responsáveis pelo gerenciamento da empresa contratam um ou mais bancos de investimento para montar uma estratégia de venda de um bem – a ação – cujo valor depende, em grande parte, de fatores não observados por investidores externos: a capacidade de gestão dos administradores existentes, a qualificação pessoal dos trabalhadores, o estado das máquinas etc. Assim como no mercado de carros usados, um receio natural é que os acionistas iniciais se neguem a prosseguir com a oferta sob um preço que eles considerem como baixo, dadas as características não observadas da empresas – mas, por outro lado, levem a oferta adiante sob preços acima do valor que eles considerem representativo do potencial da empresa. Tal receio tende a afastar os investidores iniciais, dificultando o desenvolvimento do mercado acionário.

Ciente de tais problemas, os órgãos reguladores dos mercados de capitais – entre eles o órgão regulador brasileiro (Comissão de Valores Mobiliários – CVM) – exigem que empresas de capital aberto periodicamente divulguem demonstrativos financeiros, com o intuito de diminuir a assimetria de informações entre os gestores das empresas e os investidores externos. E, no caso das empresas

que buscam uma venda inicial de ações, a exigência de divulgação de informações se estende a anos anteriores. Ou seja, o órgão regulador do mercado de capitais se preocupa em oferecer aos investidores uma visão de como o negócio está progredindo.

Apesar dos esforços dos órgãos reguladores, há evidência de que, nas ofertas iniciais de ações, as empresas emissoras freqüentemente usam contas discricionárias para inflar a lucratividade de suas operações. Teoh, Wong e Rao (1998), entre outros, mostram que contas a receber, contas de estoque e contas a pagar apresentam, em média, uma elevada variação no ano da oferta pública inicial. Presumivelmente, tais contas são mais facilmente manipuladas para inflar resultados do que as contas do ativo permanente. Por exemplo, um acréscimo artificial de vendas pode ser obtido através de extensões de prazos de recebimento que reduzem o preço efetivo de venda, sem impactar, em um primeiro momento, a lucratividade registrada nos demonstrativos financeiros. Analogamente, as empresas podem apresentar uma redução artificial de custos ao comprar insumos de menor qualidade. Essas duas táticas de manipulação inflam as avaliações dos resultados da empresa.

O objetivo desta dissertação é procurar evidência de manipulação de demonstrativos financeiros do ano que antecede ofertas públicas iniciais da Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa. Tal estudo é relevante por, pelo menos, duas razões. A primeira é o grande número de ofertas iniciais de ações que têm sido feitas na Bovespa. Entre 2002 e 2007, foram 105 ofertas iniciais de ações, totalizando investimentos de 85 bilhões de reais, que levaram a Bovespa à quarta bolsa de ações do mundo em ofertas iniciais, no ano de 2007 (Thompson Financial).

A segunda motivação do estudo é que a quase totalidade dessas emissões foi feita no âmbito do Novo Mercado, o segmento especial da Bovespa que exige regras mais rígidas de governança corporativa. Em tese, regras rígidas de governança corporativa implicam um grau de transparência que deveria revelar tentativas de manipulação de dados pelos gestores. Uma análise da precisão dos demonstrativos financeiros anteriores à oferta inicial das ações é, portanto, uma forma de avaliar a eficácia das regras do Novo Mercado.

A base do nosso estudo são 67 das 105 ofertas iniciais de ações de ações feitas na Bovespa entre 2002 e 2007. Tais ofertas representam todas aquelas realizadas

por empresas privadas não financeiras com operações no Brasil. A análise dos demonstrativos financeiros apresentados pelas empresas nessas 67 ofertas mostra que o indicador de manipulação contábil usado por Jones (1991) – a variação do capital de giro próprio não disponível (ativo circulante menos passivo circulante não disponíveis) como proporção do ativo permanente – não é significativamente maior no exercício fiscal anterior à oferta inicial, quando, presumivelmente, os incentivos para manipular são mais fortes.

Entretanto, encontramos diferenças significativas no indicador de manipulação contábil em um grupo 20 empresas, cujas ofertas de ações foram lideradas por um único banco coordenador ou cujos demonstrativos financeiros foram apresentados em formato pró-forma (auditado sem valor legal). Mais especificamente, no ano anterior à oferta, o indicador de manipulação contábil das empresas com um único banco coordenador excedeu ao das empresas com múltiplos coordenadores em 13,3 pontos percentuais do ativo total, uma diferença estatisticamente significativa ao nível de 1%. E, nas empresas com demonstrativos no formato pró-forma, o indicador de manipulação excedeu ao das empresas com dos demonstrativos legalmente auditados em 18,9 pontos percentuais do total de ativos, uma diferença significativa a 5%.

Os dados mostram, portanto, que uma parcela significativa de empresas – 20, de 67 – teve variações anormais de rubricas discricionárias nos demonstrativos financeiros apresentados na oferta inicial de ações. Tais variações são consistentes com tentativas de inflacionar os lucros contábeis das empresas, e as suas magnitudes sugerem que as regras de governança dos segmentos especiais da Bovespa não são suficientes para garantir transparência, sem mecanismos adicionais de certificação como a existência de múltiplos coordenadores e legislação específica para balanços no formato pró-forma.

O restante desta dissertação está organizado da seguinte forma. A seção 2 descreve os dados da amostra, discute as contas dos demonstrativos financeiros consideradas mais sujeitas a usos discricionários e apresenta estatísticas da amostra. Na seção 3, descreve-se a abordagem empírica para comparar o uso das contas discricionárias entre sub-amostras, discutindo-se, também, os possíveis problemas de endogeneidade e as hipóteses de identificação dos parâmetros de interesse. Por fim, a seção 4 apresenta os resultados, e a seção 5 conclui.