

## 2

### Seleção de Amostra e Base de Dados

O ponto de partida para a seleção da amostra são todas as 105 empresas que realizaram ofertas públicas iniciais de ações na Bovespa entre janeiro de 2002 e dezembro de 2007, isto é, desde as primeiras listagens nos segmentos especiais de governança. Dessa amostra inicial, foram retiradas 15 ofertas de empresas do setor financeiro ou do setor segurador. Foram também excluídas oito empresas sediadas no exterior que fizeram oferta inicial através de Brazilian Depositary Receipts (BDR), duas ofertas de empresas estatais, uma que não apresentava o prospecto no modelo padrão e 12 ofertas cujas empresas são resultado de fusões ou que possuíam menos de três anos de atividade. Após essas exclusões, a amostra final consiste de 67 ofertas iniciais.

Os dados dos demonstrativos financeiros das 67 empresas da amostra foram compilados do prospecto definitivo da oferta inicial de ações. Esses demonstrativos foram divulgados sob três diferentes tipos de metodologia contábil: 46 no formato consolidado, 11 no formato combinado e 10 no formato pró-forma.

A diferença principal entre os formatos consolidado e combinado está na agregação dos demonstrativos financeiros de empresas de um mesmo grupo. Enquanto o primeiro agrega o balanço de empresas que estiveram sob o controle de uma única pessoa jurídica, o segundo aglutina as firmas que eram controladas pela mesma pessoa física. Para os pontos de interesse desta dissertação, não há diferenças relevantes entre os formatos combinado e consolidado. Em contraste, há diferenças relevantes no formato pró-forma. Tais diferenças se referem ao tratamento contábil de transações de grande impacto econômico para a empresa. De forma sucinta, o formato pró-forma permite que os demonstrativos das empresas incorporem transações importantes – por exemplo, aquisições – antes que elas ocorram. O objetivo da antecipação é facilitar a comparação dos demonstrativos financeiros de anos diferentes. No Brasil, os demonstrativos pró-

forma não impõem responsabilidade legal sobre os auditores, o que, em tese, aumenta o espaço de manobra para manipulações contábeis.

Para 60 empresas que fizeram ofertas iniciais, dispomos de demonstrativos financeiros para pelo menos três anos imediatamente anteriores à oferta inicial. Para outras seis empresas existem três demonstrativos consecutivos, mas o do ano imediatamente anterior à oferta não está disponível. Por fim, para uma empresa só dispomos de dois anos de demonstrativos auditados consecutivos, sendo que nenhum deles se refere ao ano imediatamente anterior ao da oferta inicial.

A primeira linha do painel A da Tabela I mostra que 54 das 67 ofertas iniciais na amostra aconteceram nos anos de 2006 e 2007. Por sua vez, a segunda linha do painel apresenta o número de balanços disponíveis em cada ano, para a amostra de empresas que fizeram ofertas iniciais. Esses balanços são as fontes usadas para calcular indicadores de usos anormais de contas discricionárias de balanço.

Intuitivamente, um indicador de tentativa de inflar lucros deve crescer com variações nominais de contas de balanço que são mais suscetíveis a manipulação contábil. Nesta dissertação, seguimos Jones (1991) ao usar a seguinte *proxy* para variações de contas que são mais suscetíveis a manipulação:

$$Accruals_{i,t} = \frac{\left( \Delta \left[ \text{duplicatas a receber}_{i,t} + \text{estoques}_{i,t} + \text{outros ativos circulantes}_{i,t} \right] - \Delta \left[ \text{fornecedores}_{i,t} + \text{outros passivos circulantes}_{i,t} \right] \right)}{\text{Ativo Total}_{i,t-1}} \quad (1)$$

A idéia da medida acima é que contas de ativo circulante e passivo circulante são mais fáceis de manipular, pois podem ser mais facilmente revertidas do que contas que refletem obrigações ou direitos de longo prazo. O numerador da equação (1), portanto, é a variação do capital de giro próprio não disponível (ativo circulante menos passivo circulante não disponível), enquanto o denominador é a normalização pelo ativo total do período anterior. Segundo essa medida, os resultados contábeis seriam manipulados inflando os ativos circulantes ou diminuindo artificialmente o passivo circulante.<sup>1</sup> Daqui por diante nos referiremos à medida (1) de *accruals*.

<sup>1</sup> Outra medida de manipulação usada na literatura é a diferença entre o lucro e o fluxo de caixa operacional. Hribar e Collins (2002) demonstram que essa medida é mais correlacionada com reversões futuras de lucratividade – como deve acontecer no caso de manipulações – do que a

O painel B da tabela I apresenta os *accruals* médios das empresas na amostra. A convenção usada no painel é que cada ano se refere ao último da variação temporal em questão. Por exemplo, o *accrual* médio de 2002 é construído a partir da variação de contas de balanço dos exercícios de 2002 e 2001. A média dos *accruals* é positiva em todos os anos, considerando todos os anos da amostra, e os *accruals* médios das empresas que fizeram ofertas iniciais é de 4,4%.

Obviamente, uma tentativa de manipulação não é a única razão para que os *accruals* sejam positivos. Empresas em fase de crescimento de vendas aumentam suas necessidades de capital de giro, pois vendas mais elevadas, em geral, implicam crescimento de estoques e contas a receber. De fato, o painel B da tabela I mostra que, no período amostral total, as vendas das empresas que realizaram ofertas iniciais de ações cresceram em média 34,2%. Para incorporar características das firmas na análise dos *accruals*, precisamos de um modelo multivariado que nos permita separar tentativas de manipulação de outros determinantes dos *accruals*. A próxima seção apresenta o modelo multivariado que usamos em tal análise.