

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

SABRINA PATROCINIO OZAWA GIOIELLI

**OS GESTORES DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* INFLUENCIAM A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS INVESTIDAS? EVIDÊNCIAS DAS
EMPRESAS ESTREANTES NA BOVESPA**

SÃO PAULO

2008

SABRINA PATROCINIO OZAWA GIOIELLI

**OS GESTORES DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* INFLUENCIAM A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS INVESTIDAS? EVIDÊNCIAS DAS
EMPRESAS ESTREANTES NA BOVESPA**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo da
Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a
obtenção de título de Mestre em Administração de
Empresas

Campo de Conhecimento:
Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Orientador:
Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho

SÃO PAULO

2008

SABRINA PATROCINIO OZAWA GIOIELLI

**OS GESTORES DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* INFLUENCIAM A
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS INVESTIDAS? EVIDÊNCIAS DAS
EMPRESAS ESTREANTES NA BOVESPA**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo da
Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a
obtenção de título de Mestre em Administração de
Empresas

Campo de Conhecimento:
Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Data da Aprovação:

26 / 02 / 2008

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho (Orientador)
EAESP-FGV

Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado
EAESP-FGV

Prof. Dr. Ricardo Pereira Câmara Leal
COPPEAD-UFRJ

AGRADECIMENTOS

Ao meu marido, Chico, por todo apoio, carinho e compreensão no decorrer do mestrado e nos dez anos por nós compartilhados.

Aos meus pais, Tetsuo e Sandra, por todo esforço e amor dedicados à minha educação e por serem responsáveis pela pessoa que sou hoje.

À minha irmã, Simone, e sobrinhos, Victor e Luíza, pelos momentos familiares felizes e reconfortantes que passamos juntos.

Ao Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho, pela valiosa orientação no desenvolvimento do trabalho e ajuda na elaboração desta dissertação.

Ao Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado, pelo apoio e incentivo para a realização deste trabalho e pela cuidadosa revisão da proposta de dissertação.

Ao Prof. Dr. Rodrigo De Losso da Silveira Bueno, pelas preciosas sugestões oferecidas na defesa da proposta.

Ao Banco Central do Brasil, pelo auxílio institucional e financeiro durante a realização do mestrado.

À CAPES e ao GVcepe, pela ajuda financeira concedida ao longo do curso.

Aos meus antigos chefes no BC, João Hiroki Takauti e João Carlos Gimenez do Carmo, pelo incentivo e apoio fundamentais no início do mestrado.

A todos os professores da EAESP e EESP da FGV cujas disciplinas ministradas contribuíram para a minha formação acadêmica e profissional.

Ao pesquisador Leonardo de Lima Ribeiro e ao colega Eduardo Madureira Rodrigues Siqueira, pela ajuda mútua e pelas preciosas contribuições para o aprimoramento deste trabalho.

Aos colegas da turma de Finanças 2006 da EAESP-FGV, pelo companheirismo e pela amizade que espero manter daqui em diante.

À Paula Carvalho Pereda, pela imprescindível monitoria em Econometria.

Aos membros do GVcepe, pelos momentos compartilhados e apoio recebido durante a minha participação na equipe.

Por fim, agradeço a todos os amigos e familiares, não explicitamente aqui citados, que de alguma forma contribuíram ou incentivaram a concretização deste objetivo.

RESUMO

Este trabalho investiga a influência da participação de gestores de *private equity* e *venture capital* (PE/VC) na governança corporativa das empresas investidas. Mais especificamente, o objetivo do presente estudo é verificar se as empresas financiadas por fundos de PE/VC estréiam no mercado acionário brasileiro com melhor qualidade de informação contábil e melhores padrões de governança corporativa do que as restantes. A amostra utilizada é composta por 69 empresas que efetuaram oferta pública inicial (IPO) na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) no período de janeiro de 2004 a julho de 2007. Primeiramente, constatou-se que o nível de gerenciamento de resultados contábeis, ou *earnings management* (medido pelas acumulações discricionárias correntes) das companhias com investimento de PE/VC é significativamente inferior ao nível apresentado pelas empresas que não receberam este tipo de aporte de capital. Ademais, os resultados indicam que a influência do gestor de PE/VC na redução da manipulação de informações contábeis é mais importante exatamente no momento mais crítico, ou seja, no intervalo imediatamente ao redor da data do IPO, quando as empresas gerenciam os resultados mais intensamente. Por fim, também foram encontradas evidências de que as empresas investidas por PE/VC possuem conselhos de administração mais independentes da gestão, em comparação às demais empresas da amostra. A proporção de membros executivos e instrumentais, estreitamente relacionados à administração, é menor entre o grupo de companhias do *portfolio* dos fundos de PE/VC, enquanto a participação relativa de conselheiros com a função de monitoramento é substancialmente maior. Os resultados obtidos no presente estudo foram robustos a diversos testes de sensibilidade. Em síntese, as evidências encontradas levam à conclusão de que as organizações de *private equity* e *venture capital* influenciam de forma positiva as práticas de governança corporativa das empresas por elas financiadas.

Palavras-chave: *private equity*, *venture capital*, governança corporativa, gerenciamento de resultados contábeis, acumulações discricionárias correntes, conselho de administração, oferta pública inicial de ações (IPO).

ABSTRACT

This paper investigates the role of private equity and venture capital (PE/VC) organizations in the corporate governance of portfolio firms. More specifically, the objective of the present study is to verify if the PE/VC-backed companies have better financial reporting quality and corporate governance standards than others at the time of the Initial Public Offering (IPO) in Brazil. The sample is composed of 69 firms' IPOs on the Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) in the period from January 2004 to July 2007. First, it was verified that PE/VC-backed companies have significantly lower earnings management (measured by the level of discretionary current accruals) than non-PE/VC-backed firms. Moreover, the results indicate that the influence of PE/VC managers in reducing the manipulation of accounting information is more important exactly in the most critical moment, that is, in the interval immediately around the date of the IPO, when firms manage earnings upwards more intensely. Finally, evidences have showed, as well, that PE/VC invested companies have boards of directors more independent from management, compared to other companies in the sample. The proportion of executive and instrumental members in the board, closely related to the management, is lower among the group of companies in the portfolio of PE/VC funds, while the participation of directors with the task of monitoring is substantially greater. The results obtained in this study were robust to different tests of sensitivity. In summary, the evidences found lead to the conclusion that private equity and venture capital organizations influence in a positive way the practices of corporate governance at companies they finance.

Keywords: *private equity, venture capital, corporate governance, earnings management, discretionary current accruals, board of directors, initial public offering (IPO).*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Volume captado nos IPOs realizados na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007.....	24
Figura 2	Descrição das fases no estudo de gerenciamento de resultados contábeis.....	37
Figura 3	Esquema explicativo das componentes das acumulações.....	40
Figura 4	Gráfico do nível médio de acumulações discricionárias correntes por fases...	56

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Descrição das modalidades de investimento conforme estágio das empresas investidas quando do primeiro aporte de PE/VC.....	14
Tabela 2	Aberturas de capital na BOVESPA.....	25
Tabela 3	Estatísticas descritivas da amostra de IPOs.....	29
Tabela 4	Resumo das amostras auxiliares utilizadas para o cálculo das acumulações discricionárias correntes.....	43
Tabela 5	Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados.....	53
Tabela 6	Testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados com segmentação pelas variáveis de controle.....	57
Tabela 7	Matriz de correlação das variáveis independentes na análise do gerenciamento de resultados.....	60
Tabela 8	Regressões do nível de gerenciamento de resultados.....	61
Tabela 9	Regressões do nível de gerenciamento de resultados c/ dummies p/ as fases...	66
Tabela 10	Regressões do nível de gerenciamento de resultados com tratamento da endogeneidade do financiamento por PE/VC.....	69
Tabela 11	Regressões dos perfis Conservador e Agressivo no gerenciamento de resultados.....	71
Tabela 12	Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias para características do Conselho de Administração e do Diretor Presidente.....	87
Tabela 13	Matriz de correlação das variáveis independentes na análise das características do Conselho de Administração.....	89
Tabela 14	Regressões da composição do Conselho de Administração.....	90
Tabela 15	Regressões da separação entre os cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração.....	92

SUMÁRIO

Capítulo 1 – INTRODUÇÃO.....	9
Capítulo 2 – O INVESTIMENTO DE PE/VC E SEUS IMPACTOS.....	13
2.1. O Problema Principal-Agente na Indústria de PE/VC.....	15
2.2. Evidências da Adição de Valor do Investimento de PE/VC às Investidas.....	19
Capítulo 3 – A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE PE/VC.....	21
3.1. Participação de Investidas por PE/VC em IPOs na BOVESPA.....	23
Capítulo 4 – DADOS.....	28
Capítulo 5 – GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS.....	32
5.1. Revisão da Literatura Relacionada.....	33
5.2. Metodologia e Hipóteses do Estudo.....	36
5.2.1. Descrição das Fases ao Redor do IPO.....	36
5.2.2. Hipóteses.....	38
5.2.3. Cálculo da <i>Proxy</i> do Gerenciamento de Resultados Contábeis.....	39
5.2.4. Modelos de Regressão.....	46
5.2.5. Tratamento da Endogeneidade do Investimento de PE/VC.....	50
5.2.6. Teste de Robustez.....	52
5.3. Resultados.....	53
5.3.1. Análise Preliminar dos Dados.....	53
5.3.2. Análises de Regressão.....	59
Capítulo 6 – CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	76
6.1. Revisão da Literatura Relacionada.....	77
6.2. Metodologia e Hipóteses do Estudo.....	80
6.2.1. Composição do Conselho de Administração.....	80
6.2.2. Separação entre os Cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho.....	84
6.2.3. Tratamento da Endogeneidade do Investimento de PE/VC.....	86
6.3. Resultados.....	87
6.3.1. Análise Preliminar dos Dados.....	87
6.3.2. Análises de Regressão.....	88
Capítulo 7 – CONCLUSÕES.....	94
Capítulo 8 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	99
Anexo A Ranking ANBID de Distribuição de Renda Variável – Dezembro/2006.....	105
Anexo B Ranking Carter-Manaster de Reputação de <i>Underwriters</i> : Período 2001-2004..	106

Capítulo 1

INTRODUÇÃO

A governança corporativa tem sido um tema de grande destaque nos debates, tanto acadêmicos quanto do meio empresarial e da imprensa. De maneira genérica, a governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de princípios e mecanismos destinados ao controle dos potenciais conflitos de interesses entre as diversas partes envolvidas em uma companhia, com o objetivo de assegurar que os fornecedores de capital (acionistas) receberão o adequado retorno sobre seus investimentos. Os problemas de conflito de interesses são tratados na literatura econômica por meio dos modelos de principal-agente. No âmbito da governança corporativa, esta discussão tem sido pautada pelos modelos precursores de Coase (1937), Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983a; 1983b). De fato, o propósito específico de uma regra de governança depende do conflito de agência que está sendo considerado.

Os escândalos contábeis ocorridos no início desta primeira década do milênio, envolvendo grandes empresas internacionais como a Enron e a Worldcom, evidenciaram ainda mais a importância de uma adequada estrutura de governança corporativa para a proteção dos investidores, dos mercados financeiros e da sociedade como um todo. Neste contexto, uma boa qualidade de informação contábil tem um papel fundamental: garantir que os valores reportados expressam a verdadeira situação financeira da empresa. De maneira oposta, o gerenciamento de resultados (intervenção proposital no processo de elaboração dos

relatórios financeiros, com qualquer finalidade que não seja representar a realidade intrínseca ao negócio), embora não seja ilegal, pode distorcer o conteúdo informativo das demonstrações contábeis e, desta maneira, prejudicar os acionistas.

Em um contexto de abertura de capital (IPO), as empresas têm incentivos para manipular os resultados de modo a induzir os investidores a pagar um preço irreal (inflacionado) pelas suas ações. Nesta situação, o gerenciamento de resultados contábeis (*earnings management*) pode ser visto como uma prática que beneficia o grupo controlador, em detrimento dos futuros acionistas minoritários. Isto porque os ganhos obtidos com a sobrevalorização artificial do preço da ação no IPO são auferidos pelos antigos controladores, enquanto o ônus fica a cargo dos acionistas (minoritários) que entram na empresa no momento da abertura de capital. Diante disso, contribuir para a redução da manipulação de resultados em períodos próximos ao IPO é uma prática que protege os acionistas minoritários da expropriação pelos controladores.

Além da qualidade da informação contábil, outro tópico de grande relevância quando se trata de governança corporativa é a composição e as diferentes funções desempenhadas pelo conselho de administração (CA). Um das atribuições mais importantes do CA é supervisionar a atuação e o desempenho dos administradores. Para cumprir satisfatoriamente este papel, é fundamental que esse órgão apresente certa independência em relação à gestão da empresa. Por essa razão, os códigos de boas práticas de governança corporativa (e.g., IBGC, 2004; CVM, 2002) costumam recomendar um número mínimo de conselheiros independentes, como forma de tornar o processo de monitoramento da gestão mais objetivo e eficaz. Do ponto de vista da teoria de agência, esse tipo de recomendação visa reduzir o conflito potencial de interesses entre acionistas (principais) e administradores (agentes).

Na literatura sobre *private equity* e *venture capital*, existem evidências de que a indústria de PE/VC adaptou-se gradualmente para lidar com os problemas de agência existentes entre as partes, tendo desenvolvido mecanismos apropriados a ambientes caracterizados por um alto grau de incerteza e assimetria informacional (SAHLMAN, 1990). Como resultado, diversos trabalhos acadêmicos demonstram que o contínuo monitoramento por parte dos gestores de PE/VC, com o intuito de minimizar os conflitos principal-agente nas relações com suas investidas, acaba colaborando também para a melhoria das práticas de governança corporativa e da qualidade de informação contábil das empresas do *portfolio*

(HELLMAN e PURI, 2002; BAKER e GOMPERS, 2003; HOCHBERG, 2004; MORSFIELD e TAN, 2006; WONGSUNWAI, 2007).

A indústria brasileira de PE/VC é ainda recente, porém seu impacto na economia é particularmente visível na evolução do mercado acionário ocorrida notadamente a partir do ano de 2004. Das 88 ofertas públicas iniciais ocorridas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) de janeiro/2004 a julho/2007, 31 foram de empresas financiadas por PE/VC. Juntas, essas empresas levantaram 32% do valor agregado das emissões do período. Entretanto, apesar de já ser um notório participante do sistema financeiro nacional, ainda são os escassos os estudos centrados na indústria de *private equity* e *venture capital* do Brasil, sobretudo no se refere aos impactos produzidos nas empresas investidas por PE/VC.

Diante da importância de uma adequada estrutura de governança corporativa para a proteção dos diversos *stakeholders* e da saúde dos mercados financeiros, o objetivo do presente trabalho é estudar o papel desempenhado pelas organizações de *private equity* e *venture capital* no aprimoramento das práticas de governança corporativa das empresas por elas financiadas, a partir de uma amostra de IPOs realizados na BOVESPA. Para atingir este propósito, a investigação realizada aborda duas questões: (i) o efeito da participação de fundos de PE/VC no nível de gerenciamento de resultados contábeis apresentado pelas companhias em períodos próximos ao IPO, quando os incentivos a tal prática são maiores; e (ii) a influência dos gestores de PE/VC na construção de conselhos de administração mais independentes da gestão da empresa.

Os resultados encontrados neste trabalho corroboram a hipótese de que as organizações de PE/VC impactam de forma positiva a governança corporativa das empresas investidas. Primeiramente, constatou-se que o nível de gerenciamento de resultados contábeis das companhias com investimento de PE/VC é significativamente inferior ao nível apresentado pelas empresas que não receberam este tipo de aporte de capital. Ademais, com o emprego de uma metodologia pautada em dados trimestrais e estrutura de painel, foi possível verificar que a influência do gestor de PE/VC na redução da manipulação de informações contábeis é mais importante exatamente no momento mais crítico: no intervalo imediatamente ao redor da data do IPO, quando as empresas gerenciam os resultados mais intensamente. Trabalhos que abordaram esta questão anteriormente na literatura (HOCHBERG, 2004; MORSFIELD e TAN, 2006) fizeram uso de dados em *cross section* extraídos dos demonstrativos contábeis anuais das companhias (no ano do IPO), o que impossibilitou a

investigação sob um ponto de vista temporal, da forma como foi realizada no presente estudo. Por fim, também foram encontradas evidências de que, nas empresas investidas por PE/VC, os conselhos de administração são mais independentes da gestão, tendo em vista que possuem menor proporção de conselheiros executivos e instrumentais, estreitamente relacionados aos administradores, e maior proporção de conselheiros com a função de monitoramento.

No Brasil, a literatura acadêmica sobre *private equity* e *venture capital* é ainda incipiente, sendo que não há registro de pesquisa anterior que tenha abordado as questões acima. Desta forma, acredita-se que este estudo pode contribuir para o melhor entendimento da indústria de PE/VC, sua influência e importância no contexto brasileiro. Além disso, ao empregar procedimentos metodológicos diferenciados, os resultados aqui relatados se somam ao corpo da literatura internacional sobre os impactos da indústria de PE/VC na governança corporativa das empresas de seus *portfolios*.

A estrutura do trabalho é dividida em 8 capítulos. O Capítulo 2 apresenta um panorama geral da atividade de *private equity* e *venture capital* e seus impactos, cobrindo a literatura mais relevante sobre o assunto. O Capítulo 3 discorre sobre a indústria brasileira de PE/VC, com destaque para a participação das investidas por PE/VC em IPOs ocorridos na BOVESPA a partir de 2004. O Capítulo 4 descreve os dados utilizados no trabalho. O desenvolvimento principal do estudo, por sua vez, é apresentado em duas partes. O Capítulo 5 relata a revisão da literatura, a metodologia e os resultados da análise do gerenciamento de resultados contábeis, enquanto o Capítulo 6 apresenta a revisão da literatura, a metodologia e os resultados da análise das características dos conselhos de administração. Por fim, o Capítulo 7 traz as conclusões do trabalho e o Capítulo 8 lista as referências bibliográficas.

Capítulo 2

O INVESTIMENTO DE PE/VC E SEUS IMPACTOS

A indústria de *private equity* e *venture capital* é composta por quatro agentes: as organizações gestoras, os veículos de investimentos (usualmente chamados de fundos de PE/VC), os investidores e as empresas investidas. Os fundos recebem recursos dos investidores e são administrados pelas organizações gestoras, enquanto as empresas do *portfolio*, em geral não listadas em bolsa de valores, constituem o destino final do capital. Os investimentos de PE/VC caracterizam-se por serem temporários, de longo prazo e usualmente ocorrem por meio da compra de ações, sendo que outros instrumentos financeiros, tais como debêntures conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição (*warrants*), também são empregados.

A diferenciação entre os termos *private equity* e *venture capital* diz respeito ao estágio de desenvolvimento em que se encontram as empresas quando do aporte de capital. Em geral, o termo *venture capital* (VC) se refere ao investimento realizado em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, enquanto a expressão *private equity* (PE) costuma ser empregada para designar os investimentos em companhias mais maduras e já estabelecidas. A Tabela 1 apresenta as diversas modalidades dos investimentos típicos de PE/VC, de acordo com o estágio de desenvolvimento das investidas:

Tabela 1: Descrição das modalidades de investimento conforme estágio das empresas investidas quando do primeiro aporte de PE/VC

Venture Capital	Capital semente (<i>seed capital</i>)	Investimento em empresas de pequeno porte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma idéia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes.
	Estruturação inicial (<i>start-up</i>)	Aporte de capital em empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase, a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios.
	Expansão (<i>expansion</i>)	Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing.
Private Equity	Estágio avançado (<i>later stage</i>)	Investimento em empresa que já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo.
	Financiamento de aquisições (<i>acquisition finance</i>)	Aporte de capital para expansão por meio da aquisição de outras empresas.
	Tomada de controle pelos executivos (<i>management buyout</i>)	Aporte de capital para financiar uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma empresa.
	Estágio pré-emissão (<i>bridge finance</i>)	Aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até dois anos. Também pode envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas.
	Recuperação empresarial (<i>turnaround</i>)	Financiamento para empresa com dificuldade operacional e/ou financeira quando existe possibilidade de recuperação.
	Mezanino	Investimentos em companhias em estágios avançados de desenvolvimento por meio de dívidas subordinadas.
	PIPEs (<i>Private Investment in Public Equity</i>)	Aporte em ações pouca líquidas de empresas listadas em bolsa de valores.

Fonte: Carvalho et al. (2006).

Os intermediários financeiros do tipo PE/VC desempenham um importante papel nos mercados financeiros, provendo recursos a companhias com acesso restrito a formas tradicionais de financiamento (GOMPERS e LERNER, 2001), tais como empresas inovadoras, com alta proporção de ativos intangíveis e companhias que necessitam de reestruturação. Os investimentos de PE/VC são conhecidos por se concentrarem em empresas com alto potencial de crescimento, pois somente a perspectiva de obtenção de elevados retornos pode justificar os altos riscos, a baixa liquidez e os grandes custos envolvidos na realização e acompanhamento dos investimentos típicos.

2.1. O Problema Principal-Agente na Indústria de PE/VC

O trabalho seminal de Sahlman (1990) traz uma descrição detalhada da estrutura e da governança das organizações de *venture capital* nos Estados Unidos, país em que esta atividade teve início e se encontra mais disseminada e desenvolvida. De acordo com o autor, a indústria de *venture capital* desenvolveu, gradualmente, procedimentos operacionais e contratuais adaptados a ambientes caracterizados pelo alto grau de incerteza e assimetria informacional entre principais e agentes.

Segundo Jensen e Meckling (1976), um relacionamento de agência é definido como um contrato em que uma parte (o principal) emprega uma outra parte (o agente) para realizar algum serviço em seu benefício, o que envolve a delegação de algum poder de decisão ao agente. Contudo, buscando maximizar o seu ganho particular, o agente pode tomar decisões que muitas vezes não são de interesse do principal. Para limitar estas divergências, o principal estabelece incentivos apropriados e também incorre em custos de monitoramento para induzir o agente a agir de acordo com os seus interesses.

Na atividade de *private equity* e *venture capital*, existem duas configurações possíveis para o par principal-agente. No relacionamento entre as organizações gestoras de PE/VC e os investidores, os primeiros são os agentes e os últimos, os principais, uma vez que os gestores são contratados para gerir o capital dos investidores. Já no relacionamento entre os gestores e as empresas de suas carteiras de investimentos, os gestores assumem o papel de principais, enquanto as empresas investidas são os agentes.

Nos Estados Unidos, uma organização típica de VC é constituída como uma *limited partnership*, onde o gestor atua como *general partner* e os investidores como *limited partners*. O termo “*limited*” se refere à responsabilidade limitada sobre os passivos do fundo. Sahlman (1990) destaca que, como forma de reduzir os conflitos de agência, a relação investidor-gestor é governada por um acordo contratual que deixa claro os direitos e as obrigações de cada grupo envolvido. Além disso, a estrutura de *limited partnership* impõe uma série de condições, tais como: a duração do fundo é pré-determinada; a transferência de cotas dos fundos é restrita; o abandono da parceria antes da data de término é proibido; e os *limited partners* não podem participar ativamente da administração do fundo.

No que diz respeito ao relacionamento entre as organizações de VC e as empresas de seus *portfolios*, Sahlman (1990) lista quatro princípios de governança usualmente empregados, brevemente descritos a seguir:

- ***Investimento por etapas:*** este é considerado pelo autor o mais importante mecanismo de controle das empresas investidas. As organizações de VC raramente investem todo o capital que uma empresa necessitará para concretizar seu plano de negócios; ao invés disso, preferem investir em companhias em distintos estágios de desenvolvimento, como forma de mitigar o risco. Ao efetuar infusões de capital por etapas, os *venture capitalists* (VC) preservam seu direito de abandonar um projeto que não pareça lucrativo. Além disso, esta forma de financiamento também funciona como incentivo para os empreendedores, uma vez que novos aportes de recursos somente são feitos após o cumprimento de determinadas metas pré-estabelecidas.
- ***Remuneração por resultado:*** os empreendedores e profissionais que aceitam um investimento de VC tipicamente recebem um salário menor do que eles conseguiriam no mercado de trabalho. Esta redução é compensada pelo direito a ações da empresa, bem como subseqüentes opções de compra de ações. Contudo, estes ativos só trarão rendimentos e liquidez se o negócio prosperar, o que resulta no alinhamento de interesses entre as organizações de VC e as empresas investidas.
- ***Participação ativa e monitoramento constante:*** de acordo com o autor, os gestores de VC muitas vezes fazem parte do conselho de administração das empresas de seu *portfolio*, ajudam no recrutamento de funcionários, lidam com fornecedores e clientes, contribuem na elaboração das estratégias e são fundamentais para a obtenção de capital adicional. Ao participar ativamente da administração das investidas, os gestores (que geralmente são pessoas altamente capacitadas e com larga experiência no mercado em questão) aumentam a probabilidade de sucesso do negócio, incrementam o retorno dos investimentos, protegem os direitos dos investidores e reduzem a assimetria informacional.
- ***Mecanismos relacionados à liquidez:*** os investimentos são estruturados com instrumentos que dão maior liquidez futura para o gestor, tais como opção de venda, direito de liquidação em situações específicas, regras para pagamento de dividendos, entre outros.

Na literatura internacional, diversos autores abordaram os mecanismos empregados pelos gestores de PE/VC para minimizar os problemas de agência no relacionamento com as empresas investidas. Kaplan e Strömberg (2001) constataram que os estudos geralmente focam em três formas principais de reduzir os conflitos principal-agente: (i) a elaboração de contratos sofisticados; (ii) a seleção pré-investimento (*screening*); e (iii) o monitoramento e aconselhamento pós-investimento.

Vários trabalhos se dedicaram ao estudo dos contratos entre gestores de PE/VC e as empresas do *portfolio*. Apenas para citar alguns exemplos, Admati e Pfleiderer (1994) desenvolveram um modelo de contrato financeiro com múltiplas decisões de investimento em que os conflitos de interesse e a assimetria informacional são efetivamente resolvidos por um investidor interno. Um exemplo deste tipo de investidor são os gestores de *venture capital*, que não apenas fornecem capital à empresa, mas também mantêm um contato bastante próximo com a investida. Gompers e Lerner (1996) examinaram as restrições contratuais de 140 fundos de VC e constataram que dois fatores são determinantes importantes destas restrições: a necessidade de monitoramento e as condições de oferta e demanda dos serviços dos *venture capitalists*. Já Kaplan e Strömberg (2003) realizaram uma investigação empírica bastante detalhada de contratos entre gestores de PE/VC e empresas investidas, fazendo uma comparação entre as características dos contratos reais e as respectivas hipóteses derivadas da teoria de contratos.

O processo de seleção pré-investimento, ou *screening*, envolve a coleta das informações necessárias para a tomada de decisão de investimento, com o objetivo de eliminar projetos potencialmente ruins e selecionar as melhores oportunidades disponíveis. Chan (1983) desenvolveu um modelo de equilíbrio teórico que explica como os *venture capitalists*, no papel de intermediários financeiros informados, induzem os empreendedores a oferecerem projetos com retornos superiores. Por sua vez, Kaplan e Strömberg (2000) estudaram empiricamente como o processo de seleção funciona e como as análises pré-investimento influenciam a confecção dos contratos financeiros e o desempenho subsequente das empresas investidas. Já Sahlman (1990) afirma que os gestores de VC utilizam algumas técnicas padronizadas no processo de avaliação das empresas, o que inclui o emprego de altas taxas de desconto, usualmente entre 40% e 60%. No entanto, o alto custo de capital pode fazer com que os melhores empreendedores procurem fontes alternativas de capital, restando apenas aqueles que não dispõem de outras formas de financiamento. Sahlman (1990) afirma que este problema de seleção adversa é efetivamente mitigado quando o VC consegue

convencer o empreendedor de que seu ativo envolvimento no negócio compensará o elevado custo do capital provido por sua organização.

Um dos primeiros trabalhos a abordar o relacionamento pós-investimento entre os gestores de PE/VC e suas investidas foi Gorman e Sahlman (1989). Por meio da aplicação de um questionário a *venture capitalists* norte-americanos no final do ano de 1984, os autores constataram que a maioria dos gestores gasta mais da metade de seu tempo monitorando as empresas de seu *portfolio*. Em média, cada gestor é responsável por nove empresas simultaneamente, das quais em cinco também ocupam assentos no conselho de administração.

Já Gompers (1995) usou uma amostra aleatória de 794 empresas com financiamento de *venture capital* para examinar como os gestores utilizam a infusão de capital por etapas para minimizar os problemas de agência existentes na relação entre o gestor e a empresa investida. O autor constatou que as organizações de PE/VC concentram seus investimentos em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento e em indústrias de alta tecnologia, onde a assimetria informacional é mais significativa e o monitoramento tem maior valor. Outra evidência encontrada em seu trabalho foi que a duração dos investimentos (e, em consequência, a intensidade do monitoramento) é negativamente relacionada aos custos de agência esperados. Estes custos, por sua vez, aumentam com a diminuição da tangibilidade dos ativos, com o aumento da intensidade de investimento em P&D (Pesquisa e Desenvolvimento) e com o aumento das oportunidades futuras de crescimento (medido pela razão *market-to-book*).

Por fim, Lerner (1995) examinou se a representação de gestores de VC nos conselhos de administração das investidas é maior quando a necessidade de supervisão é mais intensa. Os resultados obtidos pelo autor indicam, especificamente, que a participação do gestor no conselho aumenta perto de períodos em que o CEO é substituído, o que não ocorre com outros membros externos. Como a troca do executivo principal geralmente coincide com períodos de crise, esta constatação é interpretada como evidência de monitoramento por parte do gestor. Lerner (1995) também encontrou evidências de que a proximidade geográfica entre a organização de PE/VC e as empresas do *portfolio* é um determinante importante da presença do gestor no conselho, que procura minimizar os custos acompanhando empresas próximas a ele.

2.2. Evidências da Adição de Valor do Investimento de PE/VC às Investidas

Diante das evidências de que a indústria de PE/VC está adaptada para lidar com os problemas de agência existentes entre as partes envolvidas, uma questão natural surge: será que o relacionamento próximo e freqüente entre os gestores de PE/VC e as empresas investidas se reflete em benefícios concretos para estas últimas? Vários trabalhos empíricos buscaram responder a esta questão, tentando verificar se os investimentos de PE/VC agregam valor adicional ao negócio, além daquele que seria gerado apenas pela provisão de capital. Os resultados encontrados corroboram a hipótese de que os gestores de PE/VC desempenham um papel significativo no desenvolvimento das suas investidas.

De acordo com Gorman e Sahlman (1989), os gestores de VC fornecem três serviços principais às empresas do *portfolio*: (i) ajuda para obter financiamento adicional; (ii) revisão e suporte na formulação das estratégias de negócios; e (iii) formação do time de administração. Neste sentido, Hellmann e Puri (2000) mostram que os gestores de VC influenciam as estratégias adotadas e o resultado obtido por empresas inovadoras. A partir de uma amostra de 173 *start-ups* do Vale do Silício, na Califórnia, os autores concluíram que o financiamento por *venture capital* está associado a uma significativa redução no tempo necessário para trazer um produto ao mercado.

Em um trabalho posterior, realizado com base na mesma amostra de empresas californianas em estágios iniciais de desenvolvimento, Hellmann e Puri (2002) constataram que os gestores de VC estão associados a diversas medidas de profissionalização das companhias. Os resultados obtidos indicam que o recebimento de investimento de VC está relacionado a mudanças organizacionais importantes na empresa, tais como a formulação de políticas de recursos humanos e a contratação de vice-presidentes de marketing e vendas.

Em nível macro, Kortum e Lerner (2000) examinaram o impacto do investimento de VC na inovação tecnológica. Os autores constataram que a indústria de *venture capital* está associada a um aumento substancial no número de patentes registradas nos Estados Unidos nas últimas três décadas do século XX. A robustez dos resultados foi testada utilizando-se diferentes formas de medir a atividade de *venture capital* e várias especificações da relação entre financiamento de VC, despesas em pesquisa e desenvolvimento e produção de patentes. Os resultados obtidos demonstram que, em 1998, a indústria de VC foi responsável por aproximadamente 14% da inovação tecnológica introduzida naquele país.

Outros trabalhos investigaram o papel das organizações de PE/VC no processo de abertura de capital das empresas em bolsa de valores, encontrando evidências de que também neste estágio as empresas investidas por PE/VC se diferenciam das demais. Megginson e Weiss (1991), comparando empresas com e sem investimento de VC combinadas por indústria e tamanho da oferta, concluíram que as primeiras apresentam menor *underpricing*¹ e menor custo de abertura de capital, à favor da hipótese do papel certificador desempenhado pelas organizações de *venture capital*. Já Barry et al. (1990) não encontraram diferenças significativas no *underpricing* dos IPOs de investidas e não investidas por VC, porém constataram que as organizações de VC com melhor qualidade de monitoramento (medida por diversas *proxies*) são recompensadas por um *underpricing* inferior. Ademais, ambos os trabalhos indicam que as companhias financiadas por VC são trazidas ao mercado por *underwriters* de qualidade superior quando comparadas às empresas que não receberam este tipo de aporte de capital. Por fim, Brav e Gompers (1997) constataram que as ações das empresas investidas por VC apresentam desempenho de longo prazo superior às restantes no período pós-IPO.

Evidências da literatura internacional também indicam que os gestores de PE/VC influenciam de forma positiva a governança corporativa das empresas do *portfolio*, ao longo de todo o ciclo de desenvolvimento das mesmas. O trabalho de Hellmann e Puri (2002), por exemplo, evidencia o papel dos investidores de PE/VC na estruturação da governança de empresas em estágios iniciais. Os autores constataram que as *start-ups* financiadas por fundos de VC são mais propensas a adotar um programa de opção de ações para executivos e a substituir o fundador por um CEO profissional.

No caso das empresas que chegam ao estágio de realização de IPO, diversos trabalhos estudaram o papel desempenhado pelas organizações de PE/VC no aprimoramento das práticas de governança corporativa de suas investidas estreantes no mercado acionário. Entre as principais evidências encontradas, destacam-se a contribuição dos gestores de PE/VC na redução do gerenciamento de resultados contábeis em períodos próximos ao IPO (HOCHBERG, 2004; MORSFIELD e TAN, 2006; WONGSUNWAI, 2007) e na construção de conselhos de administração mais independentes (BAKER e GOMPERS, 2003; HOCHBERG, 2004). Por ser o escopo do presente trabalho, a literatura relacionada a esse assunto será detalhadamente abordada nos Capítulos 5 e 6.

¹ O *underpricing* é definido como a variação percentual entre o preço da oferta e o preço de fechamento da ação no primeiro dia de negociação.

Capítulo 3

A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE PE/VC

A literatura nacional sobre *private equity* e *venture capital* é ainda incipiente, em grande parte devido à escassez de dados disponíveis sobre esta indústria no Brasil. O maior levantamento sobre PE/VC já efetuado no país, concluído no ano de 2006 (CARVALHO et al., 2006), traçou um panorama bastante abrangente da atividade de PE/VC no Brasil, focando principalmente nas organizações gestoras e nos veículos de investimento. Este estudo contou com a participação de 71 organizações de PE/VC com escritórios no país. Em dezembro de 2004, estas organizações administravam 97 veículos de investimento, tinham 306 empresas em seus *portfolios* e eram responsáveis pela gestão de US\$ 5,58 bilhões em capital comprometido.

Os dados de Carvalho et al. (2006) evidenciam alguns mecanismos empregados pelos gestores de PE/VC para reduzir os problemas de agência na relação com as empresas do *portfolio*. Quanto à participação dos gestores nos conselhos de administração das investidas, foi constatado que 21,9% das organizações detêm, em média, mais de 50% dos assentos dos conselhos, enquanto 50,8% das organizações, responsáveis por 60% dos negócios, ocupam entre 20% e 40% dos assentos. A participação dos gestores nos conselhos de administração é vista como uma atividade-chave, já que é principalmente por meio desta representação que as organizações gestoras podem interferir nos rumos das empresas de sua carteira de investimentos, aconselhando-as estrategicamente. Ademais, como os gestores geralmente ocupam assentos em diversos conselhos, estes vão gradualmente acumulando experiência em

vários tipos de negócios, o que pode trazer benefícios para todas as empresas em que o gestor participa. Por exemplo, as estratégias empregadas em uma determinada empresa podem ser úteis na elaboração das estratégias de outra empresa, assim como as dificuldades vivenciadas em um negócio podem antecipar possíveis problemas que venham a afetar uma empresa com características semelhantes.

Além do acompanhamento das empresas investidas por meio da participação nos conselhos de administração, os dados de Carvalho et al. (2006) revelam que, também no Brasil, os gestores de PE/VC mantêm um contato permanente com as empresas de suas carteiras. A maioria das organizações (65,4%) gasta em média entre 5 e 30 horas/mês com cada empresa do *portfolio* em conversas telefônicas e reuniões, exceto as do conselho de administração. Quanto à distância geográfica entre as organizações de PE/VC e as empresas investidas, os dados indicam que, para 15 organizações, com 62 empresas em carteira (19,9% do total de negócios), a distância média não passa de 10 km. Por outro lado, longas distâncias também são comuns na indústria de PE/VC: 29 organizações gestoras, responsáveis por 63,2% dos negócios, afirmam possuírem investimentos em empresas com distância máxima superior a 500 km de seu escritório mais próximo.

Assim como o Carvalho et al. (2006), a maior parte dos trabalhos acadêmicos na área de *private equity* e *venture capital* realizados até o momento no país apresenta caráter essencialmente descritivo e exploratório. Para citar alguns exemplos, Checa et al. (2001) estudaram o setor de PE/VC e o ambiente institucional brasileiro em um momento anterior de desenvolvimento da indústria, antes do início das saídas via abertura de capital. Já Ribeiro e Almeida (2005) realizaram um estudo empírico no mercado brasileiro sobre as estratégias de saída dos fundos de PE/VC.

Em outro trabalho, Ribeiro (2005) procurou identificar similaridades e diferenças entre o modelo brasileiro de *private equity* e *venture capital* e o modelo vigente nos Estados Unidos, utilizando os dados publicados por Carvalho et al. (2006). Mariz e Savoia (2005) também realizaram um estudo comparativo entre o Brasil e os EUA, porém focando nos desafios para o crescimento da indústria de PE/VC no país. Já Lopes e Furtado (2006) discutem o investimento em cotas de fundos de *private equity*, *venture capital* e mezaninos (denominados no Brasil de fundos de investimento em participações e em empresas emergentes – FIPs e FIEEs, respectivamente) como alternativa para as entidades de previdência complementar.

Mais recentemente, outros estudos surgiram com enfoque na atividade de *private equity* e *venture capital* no Brasil. Ribeiro e Tironi (2007), por meio de entrevistas com organizações de PE/VC atuantes no mercado brasileiro, estudaram os critérios utilizados pelos gestores para avaliar e mensurar os ativos intangíveis nas etapas de seleção e monitoramento dos investimentos. Dois trabalhos utilizaram os dados coletados por Carvalho et al. (2006) para estudar a relação entre investidores e organizações de PE/VC: Coelho (2007) estudou a utilização de cláusulas contratuais restritivas como forma de minimizar os conflitos de agência entre investidores e gestores de PE/VC; e Siqueira e Gioielli (2007), a partir de premissas derivadas dos modelos de aprendizado e de sinalização, investigaram os fatores que influenciam a remuneração dos fundos de PE/VC no Brasil.

Na literatura nacional, poucos trabalhos que tratam especificamente do relacionamento entre gestores de PE/VC e empresas investidas foram identificados. Um exemplo é Bocatto (2001), que, através de uma pesquisa qualitativa e exploratória com administradores de quatro fundos de PE/VC, abordou as relações de governança estabelecidas entre as empresas investidas e os gestores, e também entre estes últimos e seus investidores. As conclusões do trabalho indicam que os mecanismos de incentivo, controle e monitoramento utilizados na indústria brasileira de PE/VC são muito semelhantes ao padrão da indústria norte-americana. Cabe ressaltar, entretanto, que nenhum trabalho anterior estudou as relações entre gestores e empresas do *portfolio* com base em dados obtidos diretamente das investidas, nem tampouco baseou suas conclusões em dados exclusivamente públicos.

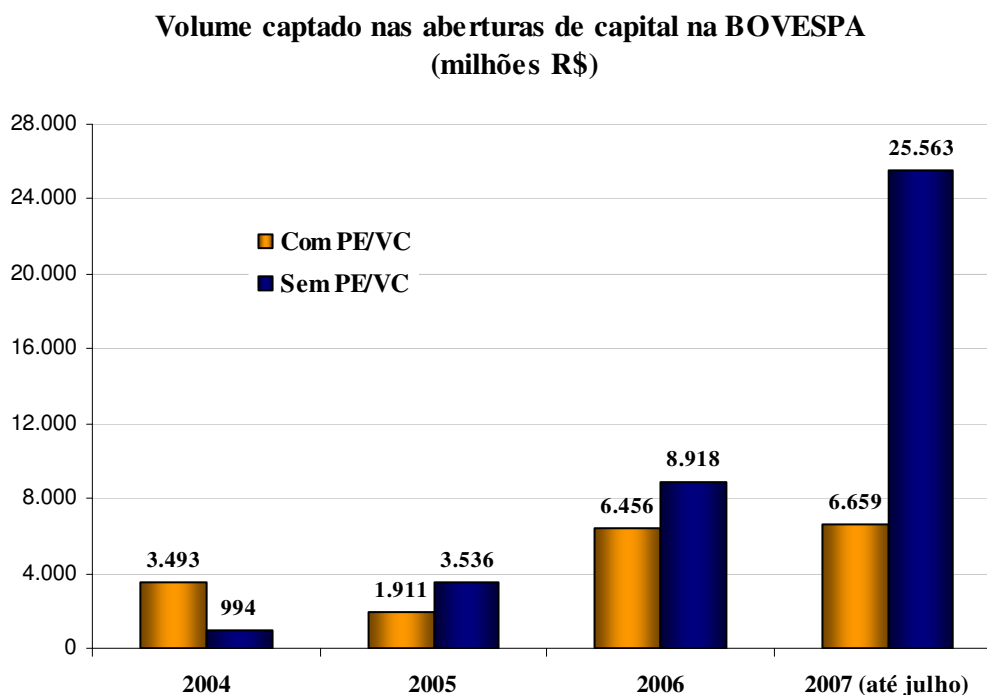
3.1. Participação de Investidas por PE/VC em IPOs na BOVESPA

O impacto econômico gerado pela indústria de *private equity* e *venture capital* no país é particularmente evidente na evolução recente do mercado de capitais brasileiro. Após anos de estagnação, ou até mesmo retração, a quantidade de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) vem crescendo bastante desde o ano de 2004. Uma série de transformações ocorridas no país impulsionou esta expansão, tais como a estabilização da economia, o aumento de investimentos estrangeiros e a queda gradual da taxa de juros. A indústria de PE/VC tem desempenhado um papel importante neste processo: 31 dos 88 IPOs realizados entre janeiro/2004 e julho/2007 foram de empresas investidas por PE/VC (e.g.,

ALL, DASA, Even, Gafisa, Gol, Odontoprev, Submarino), tendo sido responsáveis por aproximadamente 32% do valor total das emissões do período.

Uma das formas de saída do negócio empregada pelos fundos de PE/VC é via mercado acionário. Nos Estados Unidos, Gompers (1995) destaca que o IPO representa a estratégia de saída mais rentável para a organização gestora de PE/VC, com um retorno médio de 59,5% ao ano. No entanto, a saída via abertura de capital é factível somente para empresas acima de um determinado tamanho, devido aos altos custos fixos envolvidos no IPO (GOMPERS, 1995; CUMMING e MACINTOSH, 2003).

A Figura 1 apresenta o volume captado nas aberturas de capital realizadas na BOVESPA no período de janeiro/2004 a julho/2007, dividido entre empresas investidas e não investidas por PE/VC. A participação de um fundo típico de PE/VC foi identificada principalmente por meio dos prospectos dos IPOs, que apresentam informações detalhadas da empresa e de seus investidores. Em alguns casos, entretanto, os gestores de PE/VC já haviam liquidado a sua participação antes da realização do IPO. Desta forma, fontes secundárias de informações (especialmente contatos com as organizações de PE/VC atuantes no Brasil) também foram utilizadas no processo de identificação das empresas investidas por PE/VC.



Fonte: Elaborado com dados da BOVESPA.

Figura 1: Volume captado nos IPOs realizados na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/ 2007.

Observa-se que as empresas com investimento de PE/VC foram responsáveis por mais de 50% do volume arrecadado nas distribuições públicas iniciais de ações realizadas nos anos de 2004 e 2005. No ano de 2006, 11 empresas investidas por PE/VC abriram o capital na BOVESPA. Em 2007 (até o mês de julho), o número de IPOs de empresas com investimento de PE/VC diminuiu proporcionalmente ao total, o que, provavelmente, apenas é resultado de um aumento significativo na quantidade total de ofertas realizadas no período. A Tabela 2 apresenta a listagem das empresas que estrearam na bolsa de valores entre janeiro/2004 e julho/2007:

Tabela 2: Aberturas de capital na BOVESPA

A tabela abaixo apresenta as ofertas públicas iniciais de ações realizadas na BOVESPA no período de janeiro/2004 a julho/2007. O volume captado refere-se ao volume financeiro total da operação e a participação de investidores estrangeiros é medida em porcentagem do volume total. O segmento de atuação segue a classificação setorial da BOVESPA.

PAINEL A: Empresas que receberam investimento de PE/VC anteriormente ao IPO

Ano	Empresa	Volume captado (milhões de R\$)	Segmento de listagem BOVESPA	Participação de investidores estrangeiros	Segmento de atuação
2004	Natura Cosméticos	768	Novo Mercado	67%	Produtos de uso pessoal
	Gol Linhas Aéreas Inteligentes	878	Nível 2	75%	Transporte aéreo
	ALL - América Latina Logística	588	Nível 2	71%	Transporte ferroviário
	CPFL Energia	821	Novo Mercado	69%	Energia elétrica
	DASA - Diagnósticos da América	437	Novo Mercado	68%	Serviços médico-hosp., análises e diag.
2005	Submarino (atual B2W Varejo)	473	Novo Mercado	73%	Produtos diversos (comércio)
	Localiza Rent a Car	265	Novo Mercado	87%	Aluguel de carros
	TAM	548	Nível 2	74%	Transporte aéreo
	UOL - Universo Online	625	Nível 2	71%	Programas e serviços (TI)
2006	Vivax	529	Nível 2	69%	Televisão por assinatura
	Gafisa	927	Novo Mercado	72%	Construção civil
	Totvs	460	Novo Mercado	69%	Programas e serviços (TI)
	Equatorial Energia	540	Nível 2	77%	Energia elétrica
	CSU Cardsystem	341	Novo Mercado	98%	Serviços diversos
	Brasilagro	583	Novo Mercado	82%	Exploração de imóveis
	Lupatech	453	Novo Mercado	73%	Motores, compressores e outros
	Datasul	317	Novo Mercado	72%	Programas e serviços (TI)
	Santos-Brasil	933	Nível 2	77%	Serviços de apoio e armazenagem
	Odontoprev	522	Novo Mercado	63%	Serviços médico-hosp., análises e diag.
	Dufry South America	850	BDR	69%	Produtos diversos (comércio)
2007*	PDG Realty Empreend. e Part.	648	Novo Mercado	84%	Construção civil
	Anhanguera Educacional	512	Nível 2	76%	Serviços educacionais
	Even Const. e Incorporadora	460	Novo Mercado	53%	Construção civil
	BR Malls Participações	657	Novo Mercado	69%	Exploração de imóveis
	Fertilizantes Heringer	350	Novo Mercado	65%	Fertilizantes e defensivos
	Bematech	407	Novo Mercado	70%	Computadores e equipamentos
	Cremer	552	Novo Mercado	76%	Medicamentos e outros produtos
	Inpar	756	Novo Mercado	70%	Construção civil
	MRV Engenharia e Part.	1.193	Novo Mercado	73%	Construção civil
	Springs Global Participações	656	Novo Mercado	37%	Fios e tecidos
	Cia Providência	469	Novo Mercado	67%	Materiais Diversos
Total	31 empresas	18.519			

Tabela 2: Aberturas de capital na BOVESPA (continuação)**PAINEL B:** Empresas que não receberam investimento de PE/VC anteriormente ao IPO

Ano	Empresa	Volume captado (milhões R\$)	Segmento de listagem BOVESPA	Participação de investidores estrangeiros	Segmento de atuação
2004	Grendene	617	Novo Mercado	64%	Calçados
	Porto Seguro	377	Novo Mercado	71%	Seguradoras
2005	Renar Maçãs	16	Novo Mercado	5%	Alimentos diversos
	EDP - Energias do Brasil	1.185	Novo Mercado	26%	Energia elétrica
	OHL Brasil	496	Novo Mercado	70%	Exploração de rodovias
	Banco Nossa Caixa	954	Novo Mercado	71%	Bancos
	Cosan	886	Novo Mercado	72%	Alimentos diversos
2006	Copasa	813	Novo Mercado	74%	Água e saneamento
	Company	282	Novo Mercado	64%	Construção civil
	American Banknote	480	Novo Mercado	70%	Serviços diversos
	GP Investments	706	BDR	74%	Holdings diversificadas
	MMX Mineração e Metálicos	1.119	Novo Mercado	76%	Minerais metálicos
	Abyara Planej. Imobiliário	164	Novo Mercado	83%	Construção civil
	Medial Saúde	742	Novo Mercado	76%	Serviços médico-hosp., análises e diag.
	Klablin Segall	527	Novo Mercado	65%	Construção civil
	M. Dias Branco	411	Novo Mercado	71%	Alimentos diversos
	Brascan Residential Properties	1.188	Novo Mercado	87%	Construção civil
	Profarma	401	Novo Mercado	70%	Medicamentos (comércio)
	Terna Participações	627	Nível 2	65%	Energia elétrica
	Brasil Ecodiesel	379	Novo Mercado	60%	Exploração e/ou refino (combustíveis)
	Positivo Informática	604	Novo Mercado	64%	Computadores e equipamentos
	Lopes Brasil Cons. de Imóveis	475	Novo Mercado	71%	Intermediação imobiliária
2007 [†]	Rodobens Neg. Imobiliários	449	Novo Mercado	67%	Construção civil
	Camargo Correa Des. Imob.	522	Novo Mercado	48%	Construção civil
	Tecnisa	791	Novo Mercado	62%	Construção civil
	Iguatemi Shopping	549	Novo Mercado	72%	Exploração de imóveis
	São Martinho	424	Novo Mercado	53%	Alimentos diversos
	GVT Holding	1.076	Novo Mercado	76%	Telefonia fixa
	JBS	1.617	Novo Mercado	74%	Carnes e Derivados
	Banco Pine	517	Nível 1	78%	Bancos
	JHSF Participações	432	Novo Mercado	89%	Construção civil
	Metalfrio Solutions	453	Novo Mercado	57%	Equipamentos elétricos
	CR2 Empreend. Imobiliários	308	Novo Mercado	0%	Construção civil
	Agra Empreend. Imobiliários	786	Novo Mercado	67%	Construção civil
	Wilson Sons	706	BDR	74%	Serviços de apoio e armazenagem
	Banco Sofisa	505	Nível 1	76%	Bancos
	Tarpon Investment Group	444	BDR	87%	Holdings diversificadas
	Paraná Banco	529	Nível 1	78%	Bancos
	SLC Agrícola	490	Novo Mercado	70%	Alimentos diversos
	Log-In Logística Intermodal	848	Novo Mercado	75%	Transporte hidroviário
	EZ Tec Empreend. e Part.	542	Novo Mercado	68%	Construção civil
	Banco Cruzeiro do Sul	574	Nível 1	59%	Bancos
	Marfrig Frigoríficos	1.021	Novo Mercado	68%	Carnes e Derivados
	Banco Daycoval	1.092	Nível 1	70%	Bancos
	Tegma Gestão Logística	604	Novo Mercado	59%	Transporte rodoviário
	Banco Indusval	253	Nível 1	88%	Bancos
	Redecard	4.643	Novo Mercado	72%	Serviços Financeiros Diversos
	Invest Tur	945	Novo Mercado	87%	Exploração de imóveis
	Minerva	444	Novo Mercado	62%	Carnes e Derivados
	Banco Patagonia [‡]	76	BDR	84%	Bancos
	Kroton Educacional	479	Nível 2	70%	Serviços educacionais
	Açúcar Guarani	666	Novo Mercado	45%	Alimentos diversos
	TPI - Triunfo Part. e Investimentos	513	Novo Mercado	72%	Exploração de rodovias
	Banco ABC Brasil	609	Nível 2	65%	Bancos
	Multiplan Empreend. Imobiliários	925	Nível 2	64%	Exploração de imóveis
	General Shopping Brasil	287	Novo Mercado	66%	Exploração de imóveis
	Estácio Participações	447	Nível 2	64%	Serviços educacionais
Total	57 empresas	39.011			

[‡] Dados referentes somente à oferta realizada no Brasil[†] Até julho/2007**Fonte:** Elaborada com base em informações da BOVESPA e dos prospectos de distribuição pública inicial de ações.

Na Tabela 2, é possível perceber que a participação de investidores estrangeiros tem sido intensa nas ofertas públicas iniciais de ações na bolsa de valores brasileira. A parcela adquirida por compradores de fora do país se situa em torno de 70% do volume total captado nas operações, o que demonstra a forte demanda dos papéis nacionais por investidores estrangeiros em busca de boas oportunidades de investimento.

Os dados do Painel A, que lista os IPOs de empresas com investimento de PE/VC, evidenciam uma grande diversificação setorial das empresas trazidas ao mercado acionário, que também é percebida no caso das companhias não investidas por PE/VC (Painel B). Além disso, algumas empresas do *portfolio* dos fundos de PE/VC inauguraram determinados setores de atuação na BOVESPA, tais como comércio eletrônico (Submarino), medicina diagnóstica (DASA – Diagnósticos da América) e serviços educacionais (Anhanguera Educacional).

Outra constatação importante que pode ser feita a partir da análise da Tabela 2 é que praticamente a totalidade das empresas que ingressaram na bolsa (com exceção apenas das companhias emissoras de BDRs, ou *Brazilian Depositary Receipts*, constituídas no exterior) optaram, voluntariamente, por um dos segmentos de governança corporativa diferenciada criados pela BOVESPA em 2001 (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), cuja inspiração veio do projeto pioneiro do *Neuer Markt* da bolsa de valores alemã. Ademais, 64 das 88 empresas que abriram o capital de 2004 até o final de julho de 2007 escolheram listar suas ações no Novo Mercado, nível mais elevado de governança. Ao optar pela listagem no Novo Mercado, as firmas se comprometem a cumprir diversos requisitos criados com o objetivo de aumentar a proteção aos acionistas minoritários: existência apenas de ações ordinárias; mínimo de 25% do capital social disponibilizado no mercado (*free float*); compra das ações dos minoritários nas mesmas condições do bloco majoritário quando da venda do controle (*tag along*); publicação, no idioma inglês, de demonstrações financeiras em padrões internacionais (US GAAP ou IFRS); e no mínimo 20% de membros independentes no conselho de administração, entre outros. O sucesso do Novo Mercado, além de demonstrar uma maior preocupação das companhias com as suas práticas de governança corporativa, também pode ser um indicativo de que os investidores e a sociedade em geral passaram a demandar um padrão de governança superior no mercado acionário brasileiro.

Capítulo 4

DADOS

A amostra do presente estudo é composta por empresas que efetuaram distribuição pública inicial de ações na BOVESPA no período de janeiro/2004 a julho/2007. Seguindo o padrão de trabalhos internacionais semelhantes (HOCHBERG, 2004; BAKER e GOMPERS, 2003), foram excluídas as empresas financeiras e de exploração de imóveis, devido ao tratamento contábil e à estrutura de governança muitas vezes bastante distintos das outras empresas. Como critério para esta exclusão, foi utilizada a classificação setorial da BOVESPA, eliminando-se todas as empresas do setor econômico “Finanças e Outros”. Este setor é composto pelos seguintes segmentos de atuação: Bancos, Sociedades de Crédito e Financiamento, Sociedades de Arrendamento Mercantil, Securitizadoras de Recebíveis, Seguradoras, Exploração de Imóveis, Holdings Diversificadas, Outros e Fundos. As empresas que abriram o capital no período analisado e que foram excluídas de acordo com este critério são: Porto Seguro, Banco Nossa Caixa, Brasilagro, GP Investments, Iguatemi Shopping, Banco Pine, BR Malls, Banco Sofisa, Tarpon Investment Group, Paraná Banco, Banco Cruzeiro do Sul, Banco Daycoval, Banco Indusval, Redecard, Invest Tur, Banco Patagônia, Banco ABC Brasil, Multiplan e General Shopping. A amostra final compõe-se de 69 empresas.

Os dados necessários foram coletados das seguintes fontes públicas de informações: prospectos de oferta pública inicial de ações, sistema Economática®, relatórios

contábeis publicados pelas empresas e *sites* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, da BOVESPA e das companhias. Das 69 empresas da amostra, 29 receberam investimento de fundos de *private equity* e *venture capital*.

A Tabela 3 apresenta estatísticas descritivas da amostra de IPOs. No PAINEL A, que compara as características gerais da amostra, pode-se notar que não há grandes diferenças entre as empresas financiadas por fundos de PE/VC e as companhias que não receberam este tipo de financiamento. Quanto à localização, percebe-se grande concentração no Estado de São Paulo tanto nas companhias investidas por PE/VC (58,62%) quanto nas restantes (55,00%). Contudo, uma diferença notável entre os dois grupos é que 20% das empresas sem investimento de PE/VC possuem sede no Estado do Rio de Janeiro, enquanto nenhuma matriz de empresa do *portfolio* de fundos de *private equity* e *venture capital* se localiza neste Estado.

Tabela 3: Estatísticas descritivas da amostra de IPOs

A tabela abaixo apresenta estatísticas descritivas de 69 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações na BOVESPA no período de janeiro/2004 a julho/2007, excluindo as empresas do setor econômico Finanças e Outros (segundo classificação setorial da BOVESPA). As informações referem-se à data do IPO e foram coletadas dos prospectos de distribuição de ações, do sistema Economática®, dos relatórios contábeis publicados pelas empresas e dos *sites* da BOVESPA, CVM e das companhias. O PAINEL A apresenta características gerais das empresas, incluindo localização, setor econômico e idade. O PAINEL B apresenta características financeiras das companhias emissoras de ações. Os valores dos ativos totais, patrimônio líquido, receita líquida operacional e lucro líquido referem-se ao final do ano anterior ao ano do IPO. O volume captado no IPO foi obtido do *site* da BOVESPA. O valor de mercado refere-se ao primeiro dia de listagem e foi calculado pelo produto do número total de ações pelo preço de fechamento do dia.

PAINEL A: Características gerais						
	Todas		Com investimento de PE/VC		Sem investimento de PE/VC	
	Nº empresas	% do total	Nº empresas	% do total	Nº empresas	% do total
Localização (Estado)						
São Paulo	39	56,52	17	58,62	22	55,00
Rio de Janeiro	8	11,59	0	0,00	8	20,00
Paraná	5	7,25	3	10,34	2	5,00
Minas Gerais	5	7,25	3	10,34	2	5,00
Outros	12	17,39	6	20,69	6	15,00
Total	69	100,00	29	100,00	40	100,00
Setor econômico						
Bens Industriais	4	5,80	2	6,90	2	5,00
Construção e Transporte	26	37,68	9	31,03	17	42,50
Consumo Cíclico	9	13,04	6	20,69	3	7,50
Consumo Não Cíclico	15	21,74	4	13,79	11	27,50
Materiais Básicos	3	4,35	2	6,90	1	2,50
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	1,45	0	0,00	1	2,50
Tecnologia da Informação	5	7,25	4	13,79	1	2,50
Telecomunicações	1	1,45	0	0,00	1	2,50
Utilidade Pública	5	7,25	2	6,90	3	7,50
Total	69	100,00	29	100,00	40	100,00
Idade (anos desde a fundação)						
Menos de 5 anos	4	5,80	1	3,45	3	7,50
Entre 5 e 10 anos	14	20,29	8	27,59	6	15,00
Entre 11 e 20 anos	13	18,84	5	17,24	8	20,00
Mais de 20 anos	38	55,07	15	51,72	23	57,50
Total	69	100,00	29	100,00	40	100,00

Tabela 3: Estatísticas descritivas da amostra de IPOs (continuação)

PAINEL B: Características financeiras										
Em milhões de R\$, exceto quando indicado	Total			Com investimento de PE/VC			Sem investimento de PE/VC			Teste t [‡]
	N = 69			N = 29			N = 40			
	Média	Mediana	Desvio-padrão	Média	Mediana	Desvio-padrão	Média	Mediana	Desvio-padrão	
Ativos totais	1.000,2	445,9	1.805,8	1.048,8	445,9	2.248,6	965,0	437,8	1.432,7	0,18
Patrimônio líquido	296,2	123,8	545,0	314,6	123,8	684,6	282,8	114,6	425,5	0,22
Receita líquida operacional	781,9	295,9	1.214,0	927,4	353,6	1.512,2	676,5	275,4	949,0	0,79
Lucro líquido	37,5	20,9	91,9	24,8	20,1	117,0	46,7	23,1	68,5	-0,90
Volume captado no IPO	610,3	529,2	270,4	591,2	540,3	205,6	624,1	524,7	311,0	-0,53
Valor de mercado	1.870,1	1.437,0	1.335,0	1.916,2	1.284,0	1.608,2	1.836,6	1.471,5	1.117,1	0,23
Book-to-market (razão)	0,155	0,077	0,201	0,161	0,080	0,233	0,151	0,075	0,177	0,18

[‡] O teste t refere-se à comparação das médias das empresas com investimento de PE/VC e das empresas sem investimento de PE/VC.

Os dois setores econômicos com maior participação nas aberturas de capital da amostra são o setor de Construção e Transporte (26 empresas, ou 37,68% do total) e Consumo Não Cíclico (21,74% do total). As companhias com investimento de PE/VC apresentam maior diversificação entre os setores, enquanto 70% das empresas não investidas por PE/VC se concentram nos dois setores citados anteriormente. As empresas do setor de Tecnologia da Informação, típicos alvos de investimentos de PE/VC, se apresentam em maior proporção no *portfolio* das organizações gestoras, o que também ocorre com os setores de Bens Industriais, Materiais Básicos e Consumo Cíclico. Quanto à idade das companhias na data do IPO, observa-se que não há muita diferença na distribuição entre as empresas com aporte de PE/VC e as demais. Nota-se apenas uma concentração um pouco maior de empresas de até 10 anos de existência entre as empresas com investimento de PE/VC (31,03% do total, contra 22,50% das não financiadas por fundos de PE/VC).

Já o PAINEL B apresenta características financeiras da amostra de empresas ingressantes na BOVESPA. Mais uma vez, percebe-se uma homogeneidade entre os grupos de empresas com e sem investimento de PE/VC, pelo menos em termos médios. O teste t para comparação das médias entre os dois grupos não apresentou significância estatística em nenhum dos indicadores analisados. Contudo, nota-se que os desvios-padrão de todos os índices (exceto volume captado no IPO), embora bastante elevados em ambos os grupos, são ainda maiores para o conjunto de empresas financiadas por PE/VC. Isto indica uma maior variabilidade em termos de tamanho, faturamento, rentabilidade e oportunidade de

crescimento (medida pela razão *book-to-market*, ou valor contábil sobre valor de mercado) para as empresas que receberam investimento de PE/VC previamente à abertura de capital.

Cabe destacar que algumas exclusões adicionais de empresas tiveram que ser realizadas no decorrer do trabalho. Na análise da influência do gestor de PE/VC na prática de gerenciamento de resultados contábeis, apresentada no capítulo 5, as companhias com menos de três trimestres de demonstrações contábeis disponíveis não foram inseridas na amostra, tendo em vista que o pequeno número de observações dificulta a análise do fenômeno no tempo. De acordo com este critério, foram excluídas as empresas Kroton Educacional, Açúcar Guarani e Estácio Participações, o que reduziu a amostra final para 66 companhias, totalizando 356 observações empresas-trimestres. O mesmo ocorreu na análise das características dos conselhos de administração, apresentada no Capítulo 6. Neste caso, foram excluídas as empresas São Martinho, Wilson Sons e Minerva, devido à indisponibilidade de algumas informações necessárias à realização do estudo, totalizando também 66 empresas.

Capítulo 5

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS

A qualidade das informações contábeis é de fundamental importância para a proteção dos diversos participantes dos mercados de capitais, sendo do interesse não apenas de acadêmicos, mas também de profissionais de contabilidade, autoridades reguladoras e investidores. Neste contexto, o gerenciamento de resultados contábeis, ou *earnings management*, demonstra a falta de qualidade dos relatórios financeiros divulgados pelas empresas, o que também pode ser visto como um possível sintoma de uma governança corporativa fraca ou problemática.

Em um cenário de abertura de capital, as empresas têm incentivos para inflar os resultados reportados (sem contrapartida na real situação financeira do negócio) com o propósito de conseguir um maior preço de oferta de seus papéis. A participação de um fundo de PE/VC como investidor de uma companhia, por sua vez, pode contribuir na redução da manipulação de dados contábeis, uma vez que os gestores de PE/VC possuem razões reputacionais para zelar pela qualidade da informação contábil de suas investidas, atuando como monitores externos. As organizações de PE/VC têm interesse em ser associadas apenas a empresas de sucesso e credibilidade, pois isso contribui para a formação de sua reputação no mercado e, conseqüentemente, impacta na atração de novos investimentos para seus fundos. Desta forma, os gestores de PE/VC podem utilizar sua proximidade e poder sobre a gestão das

companhias com o objetivo de influenciar as decisões contábeis das empresas de seus *portfolios*.

O escopo do presente capítulo é verificar se as organizações gestoras de PE/VC efetivamente contribuem para a redução do gerenciamento de resultados por suas investidas em períodos próximos ao IPO no Brasil. Não há registro de trabalho que tenha analisado esta questão anteriormente no país. Além disso, a utilização de dados trimestrais e estrutura de painel também possibilitam a análise temporal da prática de *earnings management* ao longo do intervalo ao redor do IPO, o que confere caráter único ao presente estudo frente a outros trabalhos internacionais semelhantes (HOCHBERG 2004; MORSFIELD e TAN, 2006).

O capítulo se desenvolve da seguinte forma. A Seção 5.1. apresenta a literatura relacionada ao tema, em complemento aos Capítulos 2 e 3. A Seção 5.2. relata a metodologia empregada e as hipóteses do estudo. Por fim, a Seção 5.3. detalha os resultados obtidos nesta parte do trabalho.

5.1. Revisão da Literatura Relacionada

Os mecanismos de monitoramento e supervisão empregados pelas organizações de PE/VC, com o objetivo de reduzir os conflitos de agência entre gestores e empresas investidas, acabam por influenciar também a estrutura de governança corporativa adotada nas companhias. Ou seja, além de adicionar valor por meio do suporte na formulação de estratégias, promoção da inovação tecnológica, profissionalização das companhias, redução do *underpricing* no IPO, entre diversas outras evidências encontradas na literatura (vide Seção 2.2. do Capítulo 2), os gestores de PE/VC também desempenham um papel importante na melhoria das práticas de governança de suas investidas.

A governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, dependendo do problema de agência que está sendo considerado. Por muito tempo, a literatura sobre governança se concentrou no conflito existente entre os administradores (agentes) e os acionistas (principais). Com base nesta visão, boa governança significa a adoção de mecanismos que garantam que os administradores (não-acionistas) sempre ajam em benefício dos acionistas, em detrimento dos interesses particulares dos primeiros que não busquem a maximização do valor das ações. Posteriormente, outros estudos (e.g., LA PORTA et al.,

1997) demonstraram que, na maioria dos países, o modelo predominante é o de um acionista majoritário que detém o controle e designa os administradores. Dentro deste novo paradigma, boa governança corporativa significa adotar medidas com o objetivo de proteger os acionistas minoritários da expropriação pelos controladores.

Em um processo de IPO, o gerenciamento de resultados contábeis pode ser visto como uma prática que prejudica os futuros acionistas minoritários, em benefício dos interesses do grupo controlador. Isto porque, quando os administradores optam por manipular os resultados “para cima”, com a exclusiva intenção de elevar o valor de venda inicial das ações de uma companhia, os ganhos são auferidos pelos antigos controladores, enquanto o ônus fica a cargo dos acionistas ingressantes na abertura de capital (minoritários). Neste sentido, contribuir para a redução da manipulação de resultados em períodos próximos ao IPO é uma prática de governança corporativa que defende os interesses dos minoritários.

Segundo Schipper (1989), o gerenciamento de resultados contábeis pode ser definido como uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras, com o objetivo de obter algum benefício particular. Ou seja, os administradores manipulam artificialmente os resultados com qualquer propósito específico que não seja expressar a real situação econômico-financeira do negócio.

No que diz respeito às razões para o gerenciamento de resultados, Healy e Wahlen (1999) agrupam as principais motivações em três categorias: (i) aquelas relacionadas ao mercado de capitais, com o objetivo de influenciar o desempenho de curto prazo dos preços das ações; (ii) motivações contratuais, com o propósito de evitar o descumprimento de cláusulas de contratos de empréstimo ou de pagamento de dividendos, ou ainda inflar os bônus (remuneração variável) dos executivos; e (iii) motivações regulamentares, principalmente com o objetivo de evitar uma intervenção pela autoridade competente devido ao não atendimento de alguma regulamentação específica.

Embora não seja ilegal, a prática de manipulação de resultados traz uma série de prejuízos aos diversos usuários de informações contábeis, em especial aos investidores. Teoh et al. (1998b) constataram que as empresas no quartil mais “agressivo” do nível gerenciamento de resultados, medido no primeiro relatório contábil após o IPO, obtiveram um desempenho de longo prazo (num horizonte de 3 anos) do retorno de suas ações aproximadamente 20% menor do que as empresas que se situavam no quartil mais

“conservador”. No Brasil, resultado semelhante foi encontrado por Martinez (2001) em um estudo englobando 147 companhias abertas brasileiras no período de 1996-1999.

De acordo com Teoh et al. (1998b), o processo de oferta pública inicial de ações é particularmente suscetível ao gerenciamento de resultados, oferecendo às empresas ingressantes no mercado acionário tanto motivação quanto oportunidade para manipular dados contábeis. Com já citado anteriormente, as empresas têm incentivos para inflar os resultados reportados em relação ao fluxo de caixa real, pois esta prática pode contribuir para a elevação do preço dos seus papéis no lançamento. Ademais, Teoh et al. (1998b) destacam que o alto grau de assimetria informacional existente entre os vendedores e os investidores, no momento do IPO, faz com que os últimos sejam obrigados a confiar nas informações divulgadas pelos primeiros nos prospectos de distribuição pública, que geralmente incluem apenas de um a três relatórios contábeis anuais.

Na literatura internacional, alguns trabalhos procuraram testar empiricamente a influência dos gestores de PE/VC na prática de manipulação contábil. Hochberg (2004), com base em uma amostra de IPOs ocorridos nos Estados Unidos entre 1983 e 1994, encontrou evidências de que as empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam menor grau de gerenciamento de resultados contábeis no ano do IPO (medido pelo nível de acumulações discricionárias), quando comparadas àquelas que não contaram com este tipo de financiamento. Morsfield e Tan (2006) obtiveram o mesmo resultado para uma amostra de IPOs englobando o período entre 1983 e 2001 também nos EUA, utilizando as acumulações anormais (ou discricionárias) correntes como *proxy* do nível de gerenciamento de resultados contábeis. As autoras efetuaram uma série de testes de robustez dos resultados, tais como controles da decisão endógena do investimento por VC e da existência de cláusula de restrição à venda após o IPO (*lock-up*). Os resultados principais permaneceram inalterados após todos os testes de sensibilidade realizados. Adicionalmente, Morsfield e Tan (2006) encontraram evidências de que o desempenho de longo prazo das empresas investidas por VC supera o das não investidas, utilizando tanto medidas contábeis de *performance* quanto o retorno das ações. Entretanto, os resultados obtidos pelas autoras indicam que o melhor desempenho só ocorre quando os gestores de *venture capital* são eficientes na mitigação do gerenciamento de resultados no IPO. Cabe ressaltar que tanto Hochberg (2004) quanto Morsfield e Tan (2006) basearam suas conclusões em análises em corte seccional (*cross section*), com o emprego de dados obtidos dos demonstrativos contábeis anuais das companhias.

Por fim, Wongsunwai (2007) complementou os trabalhos anteriores, investigando se a qualidade do gestor de VC também afeta a governança corporativa das empresas do *portfolio*. O autor desenvolveu um índice para medir a qualidade da organização de VC que possui alta correlação positiva com o retorno dos fundos e a probabilidade de saída via abertura de capital ou venda estratégica (*trade-sale*), consideradas as mais rentáveis. Em relação à qualidade da informação contábil, os resultados encontrados por Wongsunwai (2007) indicam que apenas gestores de PE/VC de qualidade superior são eficientes na redução do gerenciamento de resultados por suas investidas em períodos próximos ao IPO.

5.2. Metodologia e Hipóteses do Estudo

A metodologia desenvolvida para o presente trabalho é inovadora em relação aos trabalhos anteriores encontrados na literatura (HOCHBERG 2004; MORSFIELD e TAN, 2006). Por meio da utilização de dados em painel, torna-se possível estudar a questão também sob uma ótica temporal. Portanto, além de investigar se a participação de gestores de PE/VC ajuda a reduzir a manipulação de informações contábeis, também é analisado em que momento ao redor do IPO esta prática é mais intensa e quando a influência do gestor se mostra mais significativa.

Para a realização do estudo, foram coletados dados financeiros trimestrais da amostra de 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007, dentre as quais 29 receberam investimento de fundos de PE/VC, conforme já relatado no Capítulo 4. As subseções a seguir descrevem detalhadamente a metodologia e as hipóteses do estudo da influência dos gestores de PE/VC na propensão ao gerenciamento de resultados em um contexto de IPO.

5.2.1. Descrição das Fases ao Redor do IPO

Para a investigação na perspectiva temporal da prática de *earnings management*, quatro fases ao redor da data do IPO foram definidas, conforme esquema e descrição apresentados a seguir:

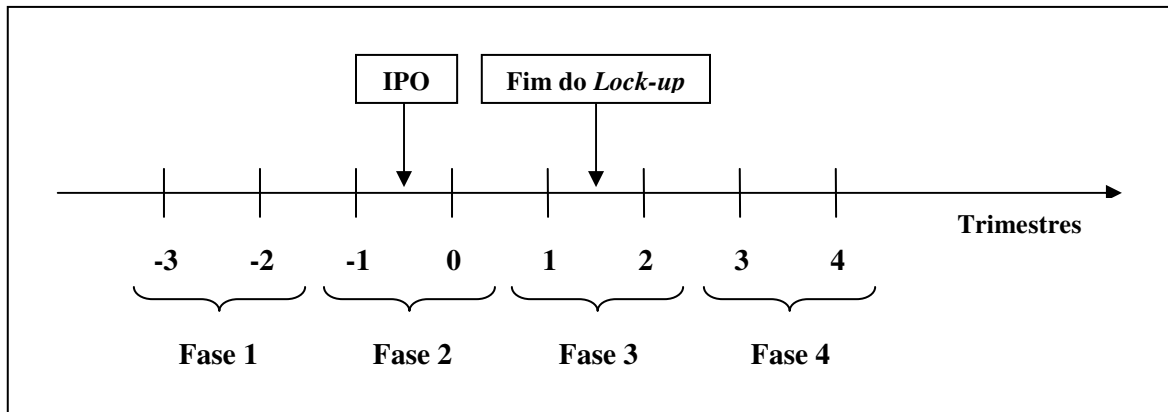


Figura 2: Descrição das fases no estudo de gerenciamento de resultados contábeis.

- **Fase 1:** período pré-IPO, composto pelos dois trimestres anteriores ao trimestre imediatamente prévio ao IPO (-3 e -2 na convenção adotada). Neste período, espera-se encontrar níveis mais baixos de manipulação de resultados contábeis, tendo em vista que as empresas ainda não se encontram no intervalo presumido como o mais propenso à tal prática.
- **Fase 2:** período do IPO, que compreende os trimestres anterior e posterior à data do IPO (-1 e 0, respectivamente). Segundo Rangan (1998), os incentivos para manipular resultados são mais fortes no trimestre imediatamente anterior ao anúncio da oferta pública, porque é neste momento que os administradores desejam que a empresa seja mais bem avaliada, com o objetivo final de subir o preço inicial da ação. Ainda de acordo com o autor, é esperado que os resultados continuem a ser gerenciados no trimestre seguinte, pois uma mudança brusca nos resultados reportados e a associada queda no preço da ação poderiam motivar a abertura de processos contra a empresa e seus administradores, além de outros prejuízos financeiros e reputacionais.
- **Fase 3:** período pré-expiração da cláusula *lock-up* (ou vedação à negociação), composto pelos dois trimestres logo após o trimestre imediatamente posterior ao IPO (trimestres 1 e 2). Ainda de acordo com Rangan (1998), as empresas assinam acordos com seus *underwriters* que impedem a venda das posições detidas por *insiders* da companhia por um intervalo de 90 a 180 dias após a data da oferta pública. Os *insiders* que pretendem vender suas ações logo após o período *lock-up* têm incentivos para manter o preço de seus papéis e podem gerenciar os resultados com este objetivo até o final deste período (RANGAN, 1998). No Brasil, os regulamentos do Nível 2 e do

Novo Mercado da BOVESPA estabelecem que, nos seis meses subseqüentes à primeira distribuição pública de ações da companhia, o acionista controlador e os administradores não podem vender e/ou ofertar à venda quaisquer das ações e derivativos destas de que eram titulares imediatamente após a efetivação da distribuição (BOVESPA, 2001). Como quase todas as empresas da amostra fazem parte de um destes dois níveis de governança diferenciada, adotou-se como período *lock-up* o intervalo de seis meses (dois trimestres) logo após o IPO.

- **Fase 4:** período pós *lock-up*, que compreende os dois trimestres logo após o trimestre imediatamente posterior ao encerramento da cláusula *lock-up*. Considera-se que nesta fase os administradores já não possuem mais incentivos para manipular os resultados.

O painel empregado nas análises do Capítulo 5 é do tipo desbalanceado, em que faltam observações temporais para algumas unidades *cross section* da amostra. Isto decorre do fato de não haver informações disponíveis em alguns trimestres para a maioria das empresas, principalmente nas Fases 1 e 4. A maior parte das companhias disponibiliza apenas os relatórios contábeis de poucos trimestres anteriores à data da abertura de capital, o que reduz o número de observações na fase 1. Já a quantidade de dados disponíveis na fase 4 é prejudicada pelo fato de algumas empresas da amostra ainda não terem atingido esta fase. As Fases 2 e 3, de maior interesse no estudo já que englobam o período em que, por hipótese, existem incentivos para a manipulação de resultados, possuem o maior número de observações disponíveis.

5.2.2. Hipóteses

Com o objetivo de avaliar o efeito da participação de fundos de *private equity* e *venture capital* no nível de gerenciamento de resultados contábeis apresentado pelas companhias estreantes na bolsa de valores brasileira, a primeira hipótese a ser testada neste trabalho pode ser resumida por:

H₁: Em períodos próximos ao IPO, empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam níveis de gerenciamento de resultados contábeis inferiores aos apresentados pelas empresas que não receberam este tipo de aporte de capital.

A hipótese **H₁** não leva em consideração as possíveis diferenças no nível de gerenciamento de resultados existentes ao longo do intervalo em torno da data do IPO. O passo seguinte consiste em investigar a questão sob uma perspectiva temporal, buscando analisar em que momento, ao redor do IPO, a prática de gerenciamento de resultados é mais intensa e quando a influência do gestor de PE/VC é mais importante.

Conforme já discutido anteriormente, Rangan (1998) pressupõe que, em um contexto de distribuição pública de ações, o período mais propenso à prática de manipulação contábil é aquele compreendido pelas Fases 2 e 3 definidas na subseção 5.2.1. (que compreende os trimestres -1 a 2, sendo 0 o trimestre imediatamente após o IPO). Então, a segunda hipótese a ser testada no presente trabalho, subdividida em duas partes, pode ser descrita da seguinte forma:

H_{2-A}: Nas Fases 2 e 3, os níveis de gerenciamento de resultados contábeis apresentados pelas empresas da amostra são superiores aos das Fases 1 e 4.

Adicionalmente:

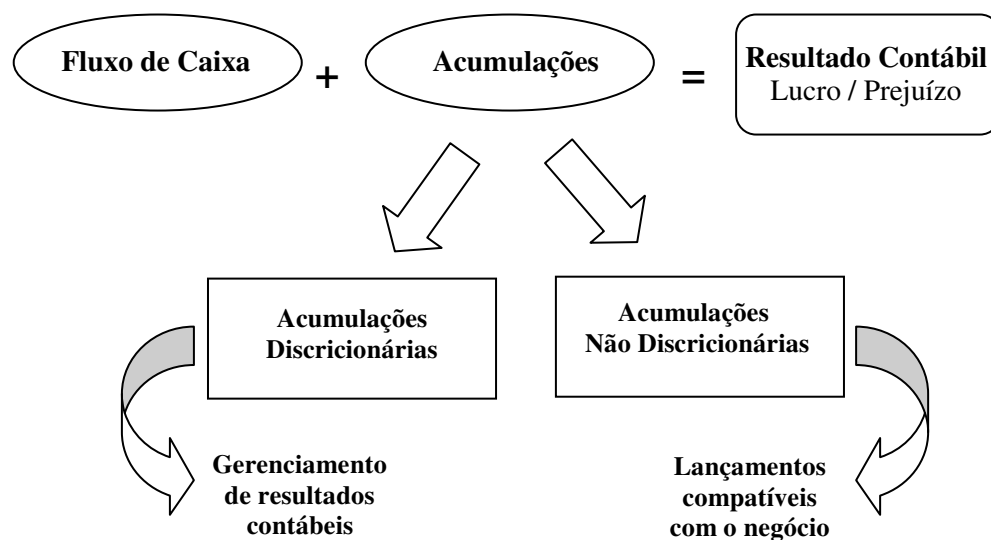
H_{2-B}: Empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam menor nível de gerenciamento de resultados nas Fases 2 e 3 do que as empresas que não contaram com este tipo de aporte de capital.

5.2.3. Cálculo da *Proxy* do Gerenciamento de Resultados Contábeis

No presente estudo, optou-se por empregar as acumulações discricionárias correntes (*discretionary current accruals*) como *proxy* do nível de gerenciamento de resultados efetuado pela empresa *i* no trimestre *t*. O termo acumulação (*accrual*) é definido como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Acumulações positivas, portanto, implicam em lucros reportados maiores do que os fluxos de caixa gerados pelas operações da empresa. Contudo, acumulações positivas não são, por si só, evidências da ocorrência de gerenciamento de resultados com o intuito de inflar os lucros. Apenas a parcela

discricionária, ou artificial, das acumulações constitui um indício da prática de manipulação de resultados contábeis.

Nas operações cotidianas da empresa, frequentemente são realizados registros com a natureza de acumulações, o que ocorre em obediência ao regime de competência (*accrual basis*). O problema ocorre quando o administrador discricionariamente aumenta ou diminui essas acumulações com qualquer propósito específico que não seja expressar a real situação econômico-financeira do negócio. Esta possibilidade cria a necessidade de separar as acumulações não discricionárias (*non discretionary accruals*), que são oriundas das atividades da empresa, e as acumulações discricionárias (*discretionary accruals*), que são artificiais e possuem como único propósito manipular o resultado contábil. A Figura 3 sintetiza os conceitos discutidos acima:



Fonte: Adaptado de Martinez (2001).

Figura 3: Esquema explicativo das componentes das acumulações.

De acordo com Teoh et al. (1998b), as acumulações discricionárias correntes se constituem na melhor medida para o nível de manipulação de resultados, porque os administradores podem exercer a discricionariedade sobre as acumulações de curto prazo (correntes) com maior facilidade quando comparadas às acumulações de longo prazo (não correntes). Os ajustes nas acumulações correntes envolvem apenas os ativos e passivos circulantes e suportam as operações do dia-a-dia das empresas. Os administradores podem

aumentar as acumulações correntes, por exemplo, adiantando o reconhecimento de receitas de vendas antes da entrada do respectivo valor no caixa ou atrasando o reconhecimento de despesas por meio de uma pequena provisão para devedores duvidosos (TEOH et al., 1998b). A maior vulnerabilidade das contas de curto prazo à manipulação pelos administradores foi fundamental para a escolha das acumulações discricionárias correntes como *proxy* para o nível de gerenciamento de resultados neste trabalho. Outro fator decisivo para esta decisão foi o fato de a maioria das empresas não divulgar trimestralmente algumas informações necessárias para o cálculo das acumulações totais (correntes mais não correntes), o que impossibilita a utilização de modelos baseados neste tipo de acumulações.

Na literatura, diversos modelos foram desenvolvidos para detectar e medir o gerenciamento de resultados contábeis, sendo que a maioria deles baseia-se na análise das acumulações (e.g., HEALY, 1985; DeANGELO, 1986; JONES, 1991; DECHOW et al. 1995; KANG e SIVARAMAKRISHNAN, 1995; KOTHARI et al., 2005). No presente trabalho, foram empregados os modelos de Jones (JONES, 1991), Jones Modificado (DECHOW et al., 1995, com alteração sugerida por KOTHARI et al., 2005) e Jones Modificado com ROA (DECHOW et al., 1995, com alterações sugeridas por KOTHARI et al., 2005) para o cálculo das acumulações discricionárias correntes ($AcD_{i,t}$). Estes modelos foram originalmente desenvolvidos para a estimação das acumulações totais, porém são facilmente adaptáveis à utilização apenas das acumulações correntes, a exemplo de Teoh et al. (1998b).

Os modelos de Jones e de Jones Modificado são os mais frequentemente encontrados nos trabalhos internacionais sobre o tema. Cabe ressaltar que o modelo de Jones Modificado aplicado neste estudo difere do modelo originalmente proposto por Dechow et al. (1995). Foram introduzidos alguns ajustes sugeridos por Kothari et al. (2005), como forma de aprimorar o modelo. A utilização de três modelos diferentes busca conferir maior robustez e confiabilidade aos resultados. Por simplicidade, doravante os modelos serão chamados apenas de Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA.

A estimação das acumulações discricionárias se baseia na comparação com a situação em que, por hipótese, nenhum gerenciamento de resultados é assumido, ou seja, as acumulações são oriundas apenas das operações usuais da empresa. Para calcular o nível “normal”, ou não discricionário das acumulações, podem ser empregados tanto dados em séries de tempo quanto em corte seccional. Como as empresas da amostra de IPOs não possuem um histórico suficiente para a utilização de dados em séries de tempo, os

coeficientes das regressões para o cálculo das acumulações não-discrecionárias foram obtidos com dados em corte seccional, para cada trimestre analisado. Além disso, Subramanyan (1996) e Bartov et al. (2000) concluem que a versão *cross section* do modelo de Jones Modificado é superior, *ex ante*, à versão em séries de tempo, principalmente em decorrência do número consideravelmente maior de observações disponíveis, o que aumenta a precisão dos coeficientes estimados, e também devido à redução do problema do viés de sobrevivência.

O modelo de Jones pode ser descrito da seguinte forma:

$$\frac{AcC_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

em que:

- $AcC_{i,t}$ = acumulações correntes da empresa i no trimestre t;
- $AT_{i,t-1}$ = ativos totais da empresa i no trimestre t-1;
- $\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa i do trimestre t-1 ao trimestre t;
- $\varepsilon_{i,t}$ = erro.

As acumulações correntes ($AcC_{i,t}$) são calculadas pela seguinte equação (TEOH et al. 1998a; 1998b):

$$AcC_{i,t} = \Delta AC_{i,t} - \Delta PC_{i,t} \quad (2)$$

em que:

- $AcC_{i,t}$ = acumulações correntes da empresa i no trimestre t;
- $\Delta AC_{i,t}$ = variação do ativo circulante da empresa i do trimestre t-1 ao trimestre t, excluídas as disponibilidades;
- $\Delta PC_{i,t}$ = variação do passivo circulante da empresa i do trimestre t-1 ao trimestre t, excluídos os financiamentos de curto prazo.

A equação (1) é utilizada para estimar as acumulações não discrecionárias, ou seja, aquelas compatíveis com as atividades da empresa. Os coeficientes da equação (1) foram

calculados em corte seccional, em cada trimestre, utilizando-se amostras auxiliares compostas por todas as companhias abertas listadas na BOVESPA, com exceção das empresas do setor de Finanças e Outros (segundo classificação setorial da BOVESPA) e das que operam no mercado de balcão organizado. Também foram excluídas as empresas que efetuaram algum tipo de distribuição pública de ações (IPO ou SEO) e se encontravam nas Fases 2 ou 3 anteriormente descritas, tendo em vista a existência de incentivos para a prática de manipulação contábil em períodos próximos à oferta pública de ações (TEOH et al. 1998a; 1998b; RANGAN, 1998). As amostras finais utilizadas para o cálculo dos coeficientes da equação (1), das quais ainda foram excluídas as empresas cujas informações contábeis necessárias não estavam disponíveis na data de coleta de dados e as observações situadas nos percentis 1º e 99º para atenuação do efeito de *outliers*, variam de 180 a 230 empresas, dependendo do trimestre.

Tabela 4: Resumo das amostras auxiliares utilizadas para o cálculo das acumulações discricionárias correntes

A tabela abaixo apresenta dados das amostras auxiliares utilizadas para o cálculo das acumulações discricionárias correntes no estudo do gerenciamento de resultados contábeis. As amostras são compostas por todas as companhias abertas listadas na BOVESPA, com exceção das empresas do setor de Finanças e Outros (segundo classificação setorial da BOVESPA) e das que operam no mercado de balcão organizado. Também foram excluídas as empresas que efetuaram algum tipo de distribuição pública de ações (IPO ou SEO) e se encontravam nas fases 2 ou 3 descritas na seção 5.2.1., as companhias cujas informações contábeis necessárias não estavam disponíveis na data de coleta de dados e as observações situadas nos percentis 1º e 99º das acumulações correntes para atenuação do efeito de *outliers*. A tabela apresenta o número de empresas, a média e o desvio-padrão das acumulações correntes em % dos ativos totais em t-1 ($AcC_{i,t}$) para cada amostra trimestral.

Trimestre	Acumulações Correntes ($AcC_{i,t}$)		
	N	Média	Desvio-padrão
3º Trim. 2003	223	0,76%	4,68%
4º Trim. 2003	180	-1,03%	7,69%
1º Trim. 2004	183	1,02%	4,96%
2º Trim. 2004	230	0,66%	4,90%
3º Trim. 2004	225	0,72%	5,30%
4º Trim. 2004	189	-2,47%	6,32%
1º Trim. 2005	189	0,85%	6,43%
2º Trim. 2005	227	-0,17%	4,76%
3º Trim. 2005	225	-0,16%	4,58%
4º Trim. 2005	195	-2,49%	6,41%
1º Trim. 2006	195	0,32%	5,57%
2º Trim. 2006	226	0,40%	5,20%
3º Trim. 2006	223	0,47%	4,21%
4º Trim. 2006	191	-1,74%	6,80%
1º Trim. 2007	191	0,93%	4,21%
2º Trim. 2007	223	0,70%	4,95%
3º Trim. 2007	221	0,04%	4,86%

A Tabela 4 apresenta o resumo das amostras auxiliares empregadas no cálculo das acumulações. Para abranger todas as fases ao redor da data do IPO (vide Figura 2) para cada empresa da amostra, foi necessário estimar os parâmetros da equação (1) em 17 trimestres, ou seja, do 3º trimestre de 2003 ao último trimestre disponível na data de levantamento dos dados (3º trimestre de 2007). Observa-se, na Tabela 4, que os valores médios das acumulações correntes variam de -2,49% a 1,02% dos ativos totais em t-1, com desvios-padrão relativamente altos (de 4,21% a 7,69%).

A seguir, os coeficientes estimados em (1) foram utilizados para o cômputo das acumulações não discricionárias correntes ($AcND_{i,t}$) da amostra principal de 66 companhias ingressantes na BOVESPA, por meio da equação abaixo:

$$AcND_{i,t} = \hat{\beta}_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) \quad (3)$$

Por fim, as acumulações discricionárias correntes ($AcD_{i,t}$) foram calculadas pela diferença entre as acumulações correntes ($AcC_{i,t}$) ponderadas pelos ativos totais em t-1 e as acumulações não discricionárias correntes ($AcND_{i,t}$):

$$AcD_{i,t} = \frac{AcC_{i,t}}{AT_{i,t-1}} - AcND_{i,t} \quad (4)$$

Os modelos de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA só diferem do modelo de Jones na especificação da equação (1) e, conseqüentemente, também de (3). Segundo Kothari et al. (2005), o modelo de Jones Modificado original (DECHOW et al., 1995) tende a estimar um alto valor de acumulações discricionárias para empresas que apresentam um crescimento extremo no período de “teste” quando comparado ao período de “estimação”. Para mitigar este problema e porque em um modelo de corte seccional não há um período de estimação em que se assume que todas as variações na conta duplicatas a receber não são manipuladas, os autores sugerem estimar o modelo como se todas as variações nesta conta fossem ocasionadas pelo gerenciamento de resultados. Ou seja, Kothari et al. (2005) utilizam a variação das vendas líquida das duplicatas a receber também no cálculo das acumulações não discricionárias.

O modelo de Jones Modificado, com a alteração sugerida por Kothari et al. (2005), pode ser representado por:

$$\frac{AcC_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

em que:

$AcC_{i,t}$ = acumulações correntes da empresa i no trimestre t;

$AT_{i,t-1}$ = ativos totais da empresa i no trimestre t-1;

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa i do trimestre t-1 ao trimestre t;

$\Delta CR_{i,t}$ = variação da conta duplicatas a receber (clientes) da empresa i do trimestre t-1 ao trimestre t;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro.

No último modelo, Jones Modificado com ROA, adota-se mais uma alteração proposta por Kothari et al. (2005). Segundo Dechow et al. (1995), os modelos de acumulações discricionárias podem não ser corretamente especificados quando aplicados a empresas com desempenho extremamente alto. Para controlar o efeito da *performance* sobre as acumulações, Kothari et al. (2005) sugere a inclusão do retorno sobre o ativo (ROA) no modelo:

$$\frac{AcC_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 (ROA_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

em que:

$AcC_{i,t}$ = acumulações correntes da empresa i no trimestre t;

$AT_{i,t-1}$ = ativos totais da empresa i no trimestre t-1;

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa i do trimestre t-1 ao trimestre t;

$\Delta CR_{i,t}$ = variação da conta duplicatas a receber (clientes) da empresa i do trimestre t-1 ao trimestre t;

$ROA_{i,t}$ = lucro líquido/ativos totais da empresa i no trimestre t;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro.

5.2.4. Modelos de Regressão

Para analisar a hipótese **H₁**, serão realizadas regressões em painel, com as acumulações discricionárias correntes ($AcD_{i,t}$) como variável dependente, funcionando como *proxy* para o nível de gerenciamento de resultados apresentado pela empresa i no trimestre t . O modelo de regressão, apresentado a seguir, inclui uma série de controles que podem influenciar a pré-disposição à manipulação de dados contábeis:

$$AcD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PE_VC_i + \beta_2 Auditoria_i + \beta_3 Underwrite_{r_i} + \beta_4 Tamanho_{i,t} + \beta_5 Crescimento_{i,t} + \beta_6 Endividamento_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 SEO_{i,t} \quad (7)$$

em que:

- PE_VC_i** = variável *dummy* que assume o valor 1 (um) se a empresa i recebeu financiamento do tipo PE/VC antes da abertura de capital e 0 (zero) caso contrário;
- $Auditoria_i$** = variável *dummy* que assume o valor 1 (um) se a empresa i tinha como auditor independente um dos líderes de mercado, ou “*Big Four*” (KPMG, PriceWaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu e Ernst & Young), na época do IPO e 0 (zero) caso contrário;
- $Underwriter_i$** = ranking nacional do coordenador líder do IPO, segundo classificação da ANBID, ou ranking internacional do *underwriter* de maior reputação, conforme classificação proposta por Carter e Manaster (1990) com atualização para o período de 2001-2004 realizada por Loughran e Ritter (2004)²;

² O ranking nacional, elaborado pela ANBID (Associação Nacional de Bancos de Investimento) de forma que a empresa com o menor ranking seja aquela responsável pela distribuição do maior volume de recursos de renda variável no mercado doméstico, funciona como uma *proxy* da reputação do *underwriter* no Brasil. Neste caso, o ranking refere-se ao volume acumulado no ano de 2006, conforme tabela apresentada no Anexo A. Já o ranking internacional busca medir o prestígio do *underwriter* no mercado externo, tendo em vista que aproximadamente 70% do volume ofertado nos IPOs ocorridos na BOVESPA desde 2004 têm sido adquiridos por investidores estrangeiros (vide Tabela 2 no Capítulo 3). Este ranking, apresentado no Anexo B, varia de 1.1 a 9.1, e, ao contrário da classificação da ANBID, é maior para os *underwriters* de maior reputação. Adotou-se o valor 1.1 para o caso de nenhum dos coordenados do IPO constar da listagem do Anexo B. Ambos os rankings (nacional e internacional) serão empregados separadamente na regressão especificada em (7).

- $Tamanho_{i,t}$** = logaritmo neperiano dos ativos totais da empresa i (em milhares de Reais) no trimestre t ;
- $Crescimento_{i,t}$** = variação da receita líquida operacional da empresa i entre $t-1$ e t , dividida pela receita líquida operacional em $t-1$;
- $Endividamento_{i,t}$** = endividamento total da empresa i no trimestre t , calculado como $1 - (\text{patrimônio líquido} / \text{ativos totais})$;
- $ROA_{i,t}$** = retorno sobre os ativos da empresa i entre $t-1$ e t , calculado como lucro líquido / ativos totais;
- $SEO_{i,t}$** = variável *dummy* que assume o valor 1 (um) se a empresa i efetuou nova oferta pública de ações (*Seasoned Equity Offering*) e se o trimestre t está compreendido no intervalo considerado com incentivos para a manipulação de resultados desta nova oferta, segundo convenção adotada em 5.2.1. (trimestres -1 a 2) e 0 (zero) caso contrário.

Cabe ressaltar que as variáveis PE_VC_i , $Auditoria_i$ e $Underwriter_i$ referem-se a características das empresas que não variam ao longo tempo. Para confirmar a hipótese de pesquisa H_1 , é necessário que o coeficiente da variável PE_VC_i seja negativo e significativo.

No que diz respeito aos controles inseridos na equação (7), as variáveis $Auditoria_i$ e $Underwriter_i$ têm a função de controlar o efeito destes outros monitores externos na propensão ao gerenciamento de resultados contábeis. Segundo Morsfield e Tan (2006), a empresa de auditoria independente possui uma reputação a zelar e pode incorrer em perdas caso seja incapaz de identificar discrepâncias entre as demonstrações contábeis reportadas e a real situação financeira da empresa auditada. Portanto, espera-se uma relação inversa entre as variáveis $AcD_{i,t}$ e $Auditoria_i$. O *underwriter* (coordenador) do IPO possui os mesmos incentivos da auditoria independente para zelar pela qualidade das dos relatórios financeiros (MORSFIELD e TAN, 2006), uma vez que também pode sofrer sérios prejuízos reputacionais caso falhe em identificar ou prevenir a manipulação de informações contábeis por parte de seus clientes. Desta forma, a expectativa é que a variável $Underwriter_i$ apresente sinal positivo quando for utilizado o ranking nacional (ANBID) e negativo com o emprego do ranking internacional (Carter-Manaster período 2001-2004).

Em relação às variáveis de controle financeiras, Hochberg (2004) argumenta que empresas maiores possuem relatórios contábeis mais complexos, o que pode aumentar os meios para gerenciar resultados. Por outro lado, grandes empresas são acompanhadas mais proximamente por analistas de mercado, o que reduz as oportunidades dos administradores para exercitar a discricionariedade ao reportar os resultados contábeis da companhia. Desta forma, não há uma expectativa clara do sinal do coeficiente da variável $Tamanho_{i,t}$. Além disso, a mesma autora afirma que empresas com maiores oportunidades de crescimento podem apresentar maior nível de acumulações discricionárias se o modelo de decomposição das acumulações empregado contiver algum grau de imprecisão. Logo, espera-se que o coeficiente da variável $Crescimento_{i,t}$ tenha sinal positivo. Quanto à variável $Endividamento_{i,t}$, Morsfield e Tan (2006) argumentam que companhias altamente alavancadas possuem incentivos para manipular os resultados “para cima” com o intuito de evitar a violação das cláusulas contratuais de dívidas, mas também estão sujeitas a um maior monitoramento por parte dos detentores dos direitos sobre os créditos. Assim, não há uma expectativa bem definida para o sinal desta variável. Por fim, no que diz respeito à variável $ROA_{i,t}$, Morsfield e Tan (2006) argumentam que as empresas selecionadas para investimento pelos fundos de PE/VC podem ter, em média, melhor desempenho do que as restantes, o que reduz a necessidade de manipulação das informações contábeis. Portanto, as investidas de PE/VC podem apresentar menor nível de gerenciamento de resultados em decorrência de seu próprio desempenho financeiro ou da pré-seleção efetuada pelo gestor de PE/VC, e não devido ao monitoramento realizado pelo gestor de PE/VC na companhia. Ademais, Dechow et al. (1995) sugerem que os testes de gerenciamento de resultados contábeis podem ser incorretamente especificados se as acumulações discricionárias ($AcD_{i,t}$) forem correlacionadas com o desempenho da empresa. A variável $ROA_{i,t}$ é inserida para controlar estes possíveis vieses e não há uma expectativa clara do sinal de seu coeficiente.

A inclusão da variável $SEO_{i,t}$, por sua vez, visa controlar a influência que uma nova distribuição de ações pode exercer no nível de gerenciamento de resultados. Assim como na abertura de capital, as empresas têm incentivos para manipular informações contábeis quando da realização de uma nova oferta de ações (TEOH, 1998a; RANGAN, 1998). As informações sobre as ofertas públicas subsequentes ao IPO foram obtidas da CVM. Espera-se que o sinal desta variável seja positivo.

Para testar as hipóteses H_{2-A} e H_{2-B} , que levam em consideração as possíveis diferenças no nível de gerenciamento de resultados existentes ao longo do tempo, será

utilizada a mesma equação definida em (7), porém acrescentando *dummies* para as fases e termos interativos destas com a variável PE_VC_i :

$$\begin{aligned}
 AcD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Auditoria_i + \beta_2 Underwrite_{r_i} + \beta_3 Tamanho_{i,t} \\
 & + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 Endividamento_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 SEO_{i,t} \\
 & + \beta_8 Fase_1_{i,t} + \beta_9 Fase_3_{i,t} + \beta_{10} Fase_4_{i,t} \\
 & + \beta_{11} PE_VC_i \times Fase_1_{i,t} + \beta_{12} PE_VC_i \times Fase_2_{i,t} \\
 & + \beta_{13} PE_VC_i \times Fase_3_{i,t} + \beta_{14} PE_VC_i \times Fase_4_{i,t}
 \end{aligned} \tag{8}$$

em que:

$Fase_1_{i,t}$ a $Fase_4_{i,t}$ = variáveis *dummy* que assumem o valor 1 (um) se a observação estiver contida na respectiva fase e 0 (zero) caso contrário.

A *dummy* representativa da Fase 2 não aparece na equação (8) isoladamente, pois se trata da categoria omitida para evitar colinearidade perfeita. Portanto, os coeficientes das variáveis $Fase_1_{i,t}$, $Fase_3_{i,t}$ e $Fase_4_{i,t}$ na regressão (8) devem ser interpretados como diferenças relativas à Fase 2. Para aceitar a hipótese de pesquisa H_{2-A} , é necessário que os coeficientes das *dummies* das Fases 1 e 4 sejam negativos e estatisticamente significativos na estimação da equação (8), o que também deve ocorrer quando se omite a *dummy* da Fase 3 ao invés da Fase 2.

A variável PE_VC_i , por sua vez, não foi inserida separadamente na especificação (8) para possibilitar a inclusão de todos os termos interativos desta variável com as *dummies* das fases. Desta forma, para confirmar a hipótese de pesquisa H_{2-B} , é necessário que os coeficientes das interações $PE_VC_i \times Fase_2_{i,t}$ e $PE_VC_i \times Fase_3_{i,t}$ sejam negativos e significativos.

Dentre as principais metodologias de análise de dados em painel existentes, podem ser citados os modelos *Pooled OLS*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. O modelo de Efeitos Fixos é o único não aplicável ao presente estudo. Isto ocorre porque, nas regressões especificadas em (7) e (8), existem três variáveis *dummy* que são constantes ao longo do tempo, incluindo a variável de interesse PE_VC_i , o que inviabiliza o emprego desta

metodologia dado que o modelo de efeitos fixos elimina todos os efeitos específicos que são constantes no tempo para cada indivíduo i .

Diante disso, serão utilizados os modelos *Pooled OLS* e Efeitos Aleatórios para testar as hipóteses de pesquisa descritas em 5.2.2. O modelo *Pooled OLS* será estimado com e sem *dummies* para os trimestres. Cabe ressaltar também que, em todas as regressões, será empregado o procedimento de White (1980) para garantir que os erros-padrão sejam robustos à heterocedasticidade dos resíduos.

5.2.5. Tratamento da Endogeneidade do Investimento de PE/VC

O interesse do estudo está centrado no nível de gerenciamento de resultados apresentado pelas empresas em períodos ao redor da data do IPO. Idealmente, seria desejável comparar os valores das empresas que receberam investimento de PE/VC com os valores que as mesmas companhias apresentariam caso não tivessem recebido este tipo de aporte de capital. Esta abordagem permitiria que fossem feitas inferências diretas sobre o efeito dos gestores de PE/VC na propensão à manipulação de dados contábeis. Entretanto, as únicas informações disponíveis são os níveis de gerenciamentos de resultados das empresas investidas e das não investidas por PE/VC.

Se investimento de PE/VC fosse aleatório, bastaria computar as diferenças entre os valores apresentados pelos dois grupos de empresas (com e sem PE/VC). Contudo, o investimento por fundos de *private equity* e *venture capital* baseia-se em um criterioso processo de seleção e avaliação das oportunidades disponíveis realizado pelos gestores de PE/VC, além de depender também da decisão dos empreendedores candidatos ao investimento. Portanto, trata-se de uma escolha endógena de ambos os lados (gestor e empreendedor). No Brasil, de acordo com Carvalho et al. (2006), de cada 100 projetos recebidos pelos gestores, apenas um recebe aporte de PE/VC.

Hochberg (2004) sugere que, mesmo que o financiamento por fundos de VC não tivesse relação direta com a propensão ao gerenciamento de resultados, ainda assim faria sentido incluir a variável VC nos modelos de *earnings management* se as empresas que recebem este tipo de financiamento já forem, *ex ante*, menos propensas à prática de gerenciamento de resultados, ou, em um sentido mais amplo, melhor governadas. Para tratar

essa possível endogeneidade, os trabalhos que relacionam financiamento de PE/VC e governança corporativa usualmente utilizam variáveis instrumentais ou modelos de seleção (BAKER e GOMPERS, 2003; HOCHBERG, 2004; MORSFIELD e TAN, 2006).

Desta forma, o modelo de regressão (7) também será estimado utilizando-se o procedimento de variáveis instrumentais. O instrumento ideal é uma variável que aumenta a probabilidade de recebimento de investimento de PE/VC, mas não é correlacionada com o nível de gerenciamento de resultados (medido pelas acumulações discricionárias correntes). Dentre os instrumentos mais empregados na literatura correlata, destacam-se *dummies* para indústria, ano e localização da empresa, ranking do *underwriter* e variáveis financeiras como ativo total, patrimônio líquido e receitas (HOCHBERG, 2004; LEE e WAHAL, 2004; MORSFIELD E TAN, 2006).

No caso da amostra utilizada no presente estudo, observa-se, pela análise da Tabela 3, que não há grandes diferenças entre as empresas com e sem investimento de PE/VC. Como já relatado no Capítulo 4, percebem-se pequenas variações na distribuição dos dois grupos de empresas quanto à localização e ao setor econômico. Já a comparação das médias das características financeiras mostrada no Painel B da Tabela 3 não se mostrou significativa em nenhuma categoria analisada. Desta forma, serão empregados como instrumentos *dummies* para indústria (segundo classificação do Economática®), trimestres e unidade da federação (UF) onde a sede da empresa está localizada. Adicionalmente, todas as outras variáveis independentes, consideradas exógenas, também serão inseridas como instrumentos.

É fundamental ressaltar que a possível divergência entre os resultados obtidos controlando-se pela endogeneidade do investimento do PE/VC e aqueles encontrados sem este controle não necessariamente implica que os gestores de PE/VC não desempenham um papel importante no fenômeno analisado. Por exemplo, suponha que seja encontrado que a participação de um fundo de PE/VC contribui significativamente para reduzir o nível de gerenciamento de resultados contábeis pela especificação (7), sem o controle da endogeneidade, e, com a utilização de variáveis instrumentais, esse efeito não permaneça estatisticamente significativo. A conclusão mais apropriada para esta situação seria que o gestor de PE/VC atuou eficientemente na seleção de empresas a priori com melhor qualidade de informação contábil, ou seja, a seleção teve um papel mais importante do que o monitoramento pós-investimento neste caso.

5.2.6. Teste de robustez

Como forma de conferir maior confiabilidade aos resultados, um teste adicional de robustez será conduzido. Este teste procura: (i) reduzir o efeito da imprecisão dos modelos para o cálculo das acumulações discricionárias, *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis; (ii) atenuar a influência de eventuais *outliers* da variável dependente. Hochberg (2004) afirma que os testes que utilizam as acumulações discricionárias como variável são, na realidade, testes conjuntos do modelo empregado no cálculo das acumulações e da hipótese de interesse. Embora os modelos descritos na seção 5.2.3. possam não ser capazes de capturar completamente a prática de gerenciamento de resultados, os mesmos fornecem dados úteis para a verificação de práticas contábeis conservadoras ou agressivas.

Adaptando-se a metodologia proposta por Hochberg (2004), o 90º e o 10º percentis da variável $AcD_{i,t}$ foram identificados como “contabilidade agressiva” e “contabilidade conservadora”, respectivamente, para cada amostra trimestral utilizada para o cálculo das acumulações não discricionárias (vide Tabela 4.). Ou seja, com o emprego de amostras auxiliares compostas por todas as empresas listadas na BOVESPA, com exceção daquelas que possuíam algum tipo de incentivo para gerenciar os resultados naquele trimestre, foram obtidos dois grupos para cada período t : os 10% mais conservadores e os 10% mais agressivos, ou com os menores e maiores níveis de acumulações discricionárias correntes, respectivamente. Voltando à amostra principal de 356 observações das empresas que abriram o capital entre janeiro/2004 e julho/2007, foram definidas duas variáveis binárias:

Conservador_{i,t} = variável *dummy* que assumem o valor 1 (um) se a observação estiver contida no grupo conservador do referido trimestre e 0 (zero) caso contrário.

Agressivo_{i,t} = variável *dummy* que assumem o valor 1 (um) se a observação estiver contida no grupo agressivo do referido trimestre e 0 (zero) caso contrário.

As equações (7) e (8) serão novamente estimadas, desta vez substituindo a variável $AcD_{i,t}$ pelas variáveis $Conservador_{i,t}$ e $Agressivo_{i,t}$, separadamente. O modelo econométrico empregado nesta análise será o Probit, pois, neste caso, as variáveis dependentes são binárias. Por fim, será também utilizado o procedimento de variáveis

instrumentais para tratar o problema da endogeneidade do financiamento por PE/VC nesta formulação.

5.3. Resultados

Para facilitar o entendimento, esta seção é dividida em duas partes. Na subseção 5.3.1., são apresentados e discutidos os testes de diferença de médias empregados para comparar, preliminarmente, os níveis de gerenciamento de resultados das empresas com e sem investimento de PE/VC. Em 5.3.2., são relatados e discutidos os resultados obtidos nas análises de regressão.

5.3.1. Análise Preliminar dos Dados

A Tabela 5 apresenta dados descritivos e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados da amostra de 356 empresas-trimestres:

Tabela 5: Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados

A tabela abaixo apresenta estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados contábeis de uma amostra composta por 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007, totalizando 356 observações (empresas-trimestres). As acumulações discricionárias correntes (em % dos ativos totais em t-1), *proxy* do nível de gerenciamento de resultados contábeis, foram calculadas utilizando-se os modelos de Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA. O teste t de diferença de médias refere-se à comparação entre as médias das acumulações das empresas que receberam investimento de PE/VC anteriormente ao IPO e das empresas que não receberam este tipo de aporte de capital. O Pannel A apresenta os dados agrupados de todo o período e o Pannel B apresenta os dados separados por fases (vide descrição das fases em 5.2.1.).

Painel A: Acumulações discricionárias correntes ($AcD_{i,t}$) médias com todas as fases agrupadas.							
Modelo	Amostra	N	Média	Desvio-padrão	25º percentil	Mediana	75º percentil
Jones	Todas as observações	356	4,78%	15,30%	-0,77%	1,94%	6,09%
	Com investimento de PE/VC	160	2,89%	10,70%	-0,97%	1,58%	4,89%
	Sem investimento de PE/VC	196	6,31%	18,09%	-0,64%	2,44%	8,11%
	Estatística t		-2,22*				
Jones Modificado	Todas as observações	356	4,72%	15,10%	-0,86%	1,90%	5,90%
	Com investimento de PE/VC	160	2,93%	10,48%	-1,04%	1,42%	5,13%
	Sem investimento de PE/VC	196	6,18%	17,92%	-0,66%	2,22%	8,33%
	Estatística t		-2,13*				
Jones Modificado com ROA	Todas as observações	356	4,26%	14,93%	-1,37%	1,75%	5,56%
	Com investimento de PE/VC	160	2,44%	10,36%	-1,40%	1,20%	4,94%
	Sem investimento de PE/VC	196	5,75%	17,70%	-1,31%	1,97%	7,67%
	Estatística t		-2,20*				

Tabela 5: Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados (continuação)

Painel B: Acumulações discricionárias correntes ($AcD_{i,t}$) médias separadas por fases.

Modelo	Amostra	Fase 1		Fase 2		Fase 3		Fase 4	
		N	Média	N	Média	N	Média	N	Média
Jones	Todas as observações	60	3,18%	125	8,31%	106	3,15%	65	2,10%
	Com investimento de PE/VC	25	3,12%	53	3,50%	47	2,69%	35	2,09%
	Sem investimento de PE/VC	35	3,23%	72	11,86%	59	3,52%	30	2,11%
	Estatística t		-0,05		-2,16*		-0,55		-0,01
Jones Modificado	Todas as observações	60	3,28%	125	8,20%	106	3,08%	65	2,02%
	Com investimento de PE/VC	25	3,36%	53	3,49%	47	2,83%	35	1,92%
	Sem investimento de PE/VC	35	3,22%	72	11,67%	59	3,28%	30	2,14%
	Estatística t		0,07		-2,15*		-0,29		-0,15
Jones Modificado com ROA	Todas as observações	60	2,56%	125	7,79%	106	2,73%	65	1,54%
	Com investimento de PE/VC	25	2,67%	53	3,00%	47	2,45%	35	1,40%
	Sem investimento de PE/VC	35	2,49%	72	11,32%	59	2,95%	30	1,71%
	Estatística t		0,08		-2,23*		-0,32		-0,21

* denota significância estatística ao nível de 5% (teste bi-caudal).

No Painel A da Tabela 5 os dados são apresentados sem divisão pelas fases descritas na seção 5.2.1. As acumulações discricionárias correntes (em % dos ativos totais em $t-1$), *proxy* do nível de gerenciamento de resultados contábeis, foram calculadas utilizando-se os modelos de Jones, Jones Modificado (J-M) e Jones Modificado com ROA (J-M com ROA). Os níveis médios das acumulações divergem pouco entre os modelos, sendo que os menores valores foram obtidos com o emprego do modelo J-M com ROA, que controla também o efeito da *performance* sobre as acumulações.

Para a amostra completa, o nível médio de acumulações discricionárias correntes varia de 4,26% a 4,78% dos ativos totais em $t-1$, dependendo do modelo utilizado. Já quando a amostra é separada entre as empresas que receberam financiamento de PE/VC e aquelas que não receberam este tipo de aporte de capital, verifica-se uma grande diferença nos valores médios da *proxy* de gerenciamento de resultados contábeis. As empresas investidas de PE/VC apresentam nível médio de acumulações discricionárias variando entre 2,44% e 2,93%, enquanto as restantes possuem valores bem superiores (5,75% a 6,31%). A diferença na média dos dois grupos oscila entre 3,24% e 3,42% e é significativa ao nível de 5%, independentemente do modelo empregado no cálculo das acumulações, o que confere robustez aos resultados. As conclusões inferidas a partir da análise do Painel A acima são consistentes com a hipótese de pesquisa H_1 , ou seja, há indícios iniciais de que a presença de

um gestor de PE/VC ajuda a mitigar a prática de manipulação de informações contábeis pelas empresas em períodos próximos ao IPO.

O Painel A também apresenta os valores do desvio-padrão, da mediana e das observações situadas no 25º e 75º percentil. Observa-se que existe uma dispersão bem maior no nível das acumulações discricionárias correntes das empresas que não receberam financiamento de PE/VC antes do IPO (desvio-padrão variando de 17,70% a 18,09%, contra 10,36% a 10,70% para as empresas com investimento de PE/VC). Nos percentis 25º, 50º e 75º a diferença entre os dois grupos também é acentuada, o que sugere que as empresas investidas por PE/VC apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados ao longo de toda a distribuição.

Já o Painel B da Tabela 5 apresenta os dados subdivididos nas quatro fases. Observa-se que, em média, as acumulações discricionárias correntes são positivas e relevantes no período que engloba os dois trimestres imediatamente ao redor da data do IPO (Fase 2), o que corrobora os resultados obtidos por Teoh et al. (1998b) e a hipótese H_{2-A} (parcialmente). No Brasil, Paulo (2006) realizou um estudo para verificar a relação entre oferta pública de ações e o nível de discricionariedade dos resultados contábeis e não encontrou evidências de que as acumulações discricionárias são positivas no período da oferta. A divergência entre os resultados encontrados provavelmente se deve às diferentes amostras empregadas. Paulo (2006) utilizou uma amostra composta essencialmente por SEOs, já que, no período analisado pelo autor (2000 a 2003), ocorreram apenas dois IPOs. No presente estudo, por sua vez, o período analisado foi de 2004 a 2007 e apenas IPOs foram incluídos na amostra.

Na Fase 3, que compreende o período pré-expiração da cláusula *lock-up*, quando também há incentivos para a prática de manipulação contábil (RANGAN, 1998), o nível médio das acumulações discricionárias correntes, embora positivo, não é muito diferente dos patamares médios identificados nas fases sem incentivo (1 e 4). Este resultado traz evidências de que, no caso brasileiro, a busca por maior valorização dos papéis para a venda das ações dos *insiders* logo após a expiração da cláusula *lock-up* não parece ser uma das motivações principais dos administradores para gerenciar os resultados contábeis.

A comparação entre os valores médios das acumulações discricionárias correntes das empresas investidas por PE/VC e das demais companhias sugere que o gestor de PE/VC tem um papel importante na redução da manipulação de relatórios financeiros exatamente no

período mais crítico. Os valores médios das acumulações discricionárias na Fase 2, quando os administradores têm incentivos para gerenciar os resultados objetivando a elevação do preço da ação no IPO (TEOH et al., 1998b), são bem inferiores para as empresas com investimento de PE/VC: variam de 3,00% a 3,50% dos ativos totais em t-1, enquanto para as empresas não investidas por PE/VC esse valor oscila entre 11,32% e 11,86%. A diferença entre as médias dos dois grupos é expressiva (entre 8,18% e 8,35%) e estatisticamente significativa ao nível de 5% para todos os modelos de cálculo das acumulações, o que sustenta parcialmente a hipótese **H_{2-B}**. Nas demais fases, esta diferença não é significativa, sendo que, na Fase 1, o nível médio de gerenciamento de resultados das empresas sem investimento de PE/VC é até mesmo inferior à média das companhias investidas por PE/VC quando se utiliza os modelos de Jones Modificado e J-M com ROA para o cálculo das acumulações discricionárias.

No gráfico da Figura 4, que apresenta a distribuição das acumulações discricionárias correntes (calculadas pelo modelo de J-M com ROA) nas quatro fases, observa-se que o nível médio de gerenciamento de resultados das empresas com investimento de PE/VC é praticamente constante ao longo do período analisado, situando-se em patamares iguais ou inferiores a 3% dos ativos totais em t-1. Por outro lado, a distribuição do valor médio da *proxy* de gerenciamento de resultados contábeis para as empresas não investidas por PE/VC dá um salto na Fase 2, evidenciando um alto nível de manipulação contábil no intervalo imediatamente ao redor da data do IPO para este subgrupo.

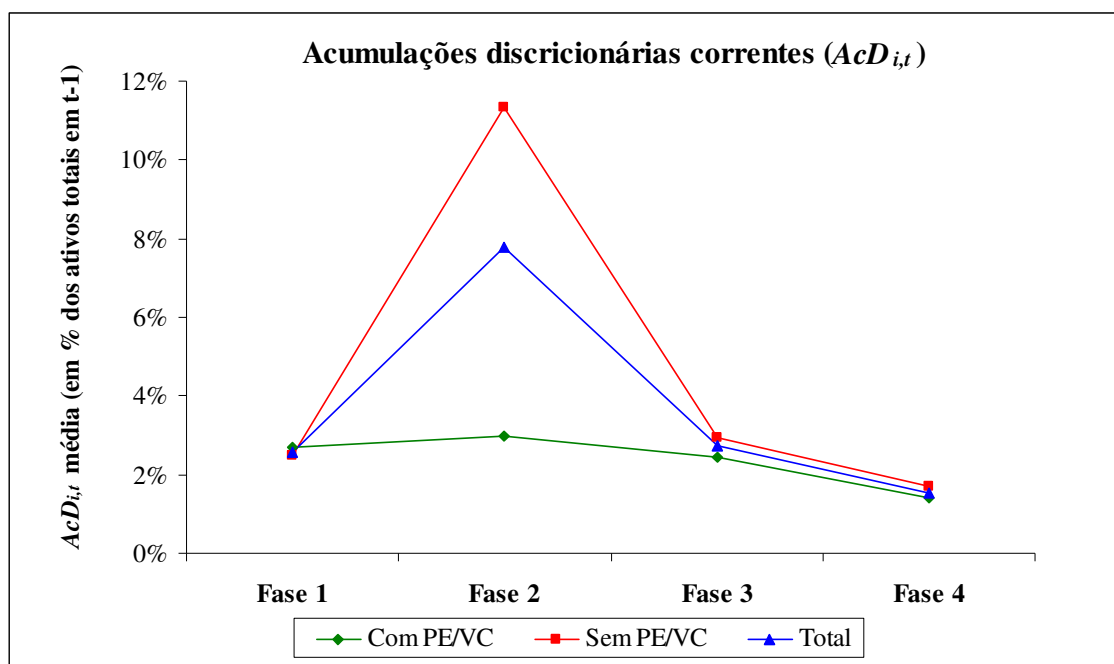


Figura 4: Gráfico do nível médio de acumulações discricionárias correntes ($AcD_{i,t}$) por fases.

Para avaliar a influência dos controles, a Tabela 6 apresenta testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados contábeis para cada variável independente separadamente. Primeiramente, observa-se que a escolha de uma das líderes de mercado como auditor independente parece contribuir para a redução da manipulação de informações contábeis, uma vez que as acumulações discricionárias médias são menores para as empresas que optaram por contratar uma das “*Big Four*”. Embora a diferença entre as duas categorias não apresente significância estatística em nenhuma das sub-amostras, nota-se que a diferença é mais acentuada para as companhias que receberam aporte de PE/VC. Ou seja, há indícios de que a atuação conjunta de um gestor de PE/VC e uma empresa de auditoria de qualidade superior ajuda a mitigar com mais intensidade o problema de gerenciamento de resultados.

Tabela 6: Testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados com segmentação pelas variáveis de controle

A tabela abaixo apresenta testes de diferença de médias, com segmentação pelas variáveis de controle (descritas em 5.1.2.), do nível de gerenciamento de resultados contábeis de uma amostra composta por 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007, totalizando 356 observações (empresas-trimestres). As acumulações discricionárias correntes (em % dos ativos totais em $t-1$), *proxy* do nível de gerenciamento de resultados contábeis, foram calculadas utilizando-se o modelo de Jones Modificado com ROA. O teste t refere-se à comparação entre as médias das acumulações dos pares de grupos de cada categoria.

	Acumulações Discricionárias Correntes (AcD_{it})								
	Todas as observações			Com investimento de PE/VC			Sem investimento de PE/VC		
	N	Média	t	N	Média	t	N	Média	t
Auditoria independente na época do IPO									
Uma das “ <i>Big Four</i> ”	314	3,80%		149	1,96%		165	5,46%	
Outras	42	7,75%	-1,13	11	8,94%	-0,81	31	7,33%	-0,54
Ranking nacional (ANBID) do coordenador líder da oferta									
Três primeiros do ranking	213	3,64%		97	2,42%		116	4,65%	
Outros	143	5,19%	-0,89	63	2,46%	-0,02	80	7,35%	-0,96
Ranking internacional (Carter-Manaster) do underwriter de maior reputação									
9,1	287	4,68%		123	2,30%		164	6,47%	
Menor que 9,1	69	2,51%	1,55	37	2,89%	-0,30	32	2,08%	2,32**
Tamanho da empresa (ativos totais)									
Menor ou igual a 1 bilhão de R\$	199	5,50%		92	3,54%		107	7,19%	
Maior que 1 bilhão de R\$	157	2,69%	1,82*	68	0,95%	1,57	89	4,02%	1,29
Endividamento total (% dos ativos totais)									
Até 50%	190	5,31%		73	2,98%		117	6,76%	
Mais de 50%	166	3,07%	1,44	87	1,98%	0,61	79	4,27%	1,03
Crescimento (variação % das receitas de $t-1$ a t)									
Até 5%	176	1,61%		79	1,33%		97	1,83%	
Mais de 5%	180	6,86%	-3,39***	81	3,51%	-1,34	99	9,59%	-3,16***
ROA (%)									
Até 1,5%	198	5,90%		84	3,93%		114	7,34%	
Mais de 1,5%	158	2,21%	2,46**	76	0,78%	1,98**	82	3,54%	1,61
Realizou nova oferta pública de ações (SEO)?									
Sim	15	1,84%		15	1,84%		0	-	
Não	341	4,37%	-1,39	145	2,50%	-0,36	196	5,75%	-

*, ** e *** denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente (teste bi-caudal).

Já no caso do *underwriter* da oferta, os resultados foram diferentes para as duas formas de medir a sua qualidade. Com a utilização do ranking da ANBID (vide Anexo A), voltado para o mercado nacional, nota-se que o nível médio de gerenciamento de resultados é menor para as empresas cujo coordenador líder da oferta está entre os três primeiros do ranking, o que condiz com o esperado. Esta diferença, embora não seja significativa, é evidente apenas para o subgrupo das empresas sem investimento de PE/VC. Uma possível interpretação para esse resultado é que os coordenadores líderes de melhor qualidade substituem os gestores de PE/VC ao contribuir para a melhoria da qualidade de informação contábil de seus clientes. Por outro lado, com o emprego do ranking internacional de Carter-Manaster para o período de 2001 a 2004 (vide Anexo B), as evidências indicam que, para o subgrupo sem investimento de PE/VC, as empresas com *underwriters* de melhor qualidade (posição 9,1 no ranking) possuem nível médio de acumulações discricionárias superior ao daquelas em que nenhum dos coordenadores da oferta ocupa a primeira posição no ranking. A diferença encontrada é de 4,39% dos ativos totais em t-1, com 5% de significância. Este resultado é oposto ao encontrado com a utilização do ranking da ANBID e contrário às expectativas. O mesmo não ocorre para as empresas investidas por PE/VC, em que a diferença, embora pequena e não significativa, é compatível com o esperado (ou seja, *underwriters* de maior reputação são associados a um menor nível de gerenciamento de resultados).

Quanto ao tamanho da empresa (medido pelos ativos totais), os dados da Tabela 6 indicam que companhias maiores gerenciam menos os resultados quando comparadas às empresas de menor porte, com diferença significativa ao nível de 10% quando todas as observações são agrupadas. Esta constatação continua válida subdividindo-se a amostra em empresas com e sem investimento de PE/VC, porém sem significância estatística. Este resultado corrobora a hipótese de que as oportunidades para exercitar a discricionariedade ao reportar os resultados contábeis são reduzidas no caso de grandes companhias, uma vez que estas são mais proximamente acompanhadas por analistas de mercado (HOCHBERG, 2004).

Na Tabela 6, nota-se também que as empresas menos endividadas (endividamento total de até 50% dos ativos totais) apresentam valor médio das acumulações discricionárias correntes superior ao grupo de empresas com maior nível de endividamento, o que pode ser resultado do maior monitoramento sobre as últimas por parte dos credores (MORSFIELD e TAN, 2006). Contudo, a diferença encontrada não é estatisticamente significativa em nenhuma das sub-amostras.

Já a influência da variável que mede as oportunidades de crescimento no nível de gerenciamento de resultados contábeis é particularmente grande no caso das empresas não investidas por fundos de PE/VC. Para as observações com crescimento de até 5%, medido em termos da variação das receitas líquidas operacionais de $t-1$ a t , o valor médio das acumulações discricionárias é de apenas 1,83% dos ativos totais em $t-1$, enquanto para o grupo com crescimento superior a 5% esse valor sobe para 9,59% (diferença estatisticamente significativa ao nível de 1%). Esta evidência pode ser um indicativo de que os modelos para decomposição das acumulações contêm algum grau de imprecisão (HOCHBERG, 2004), o que demonstra a importância do controle pelo crescimento nos testes.

No caso da variável que mede o desempenho, nota-se que as empresas com melhor *performance* (ROA acima de 1,50% dos ativos totais) possuem nível médio de gerenciamento de resultados inferior às companhias de pior desempenho, com diferença significativa ao nível de 5% para a amostra com todas as observações e para a sub-amostra das empresas investidas por PE/VC. De acordo com Morsfield e Tan (2006), uma melhor *performance* reduz a necessidade de manipulação de informações contábeis.

Por fim, nota-se que não há diferença significativa nas acumulações discricionárias médias entre as empresas que realizaram nova distribuição pública de ações subsequentemente ao IPO e as restantes. Na realidade, poucas empresas ofertaram ações novamente (apenas 15 observações empresas-trimestres) e todas elas receberam investimento de PE/VC, o que ajuda a explicar a reduzida diferença encontrada. Além disso, a variável $SEO_{i,t}$ é ainda influenciada pelo fato de uma parcela considerável das empresas da amostra ter aberto o capital há pouco tempo, ou seja, o pequeno intervalo de tempo desde o IPO diminui a probabilidade de ocorrência de uma nova oferta de ações para muitas firmas.

5.3.2. Análises de Regressão

O primeiro passo antes de partir para as análises de regressão é verificar a possível multicolinearidade entre as variáveis independentes, o que pode prejudicar as inferências realizadas a partir dos resultados das regressões. Uma das formas de se avaliar a multicolinearidade é por meio da matriz de correlação, apresentada na Tabela 7, que relata os coeficientes de correlação para cada par de variáveis. As duas medidas da qualidade do *underwriter* da oferta foram incluídas, sendo que $Underw_Nac_i$ denota a variável obtida do

ranking nacional divulgado pela ANBID, enquanto a variável $Underw_Int_i$ representa o ranking internacional produzido por Loughran e Ritter (2004) com base na metodologia desenvolvida por Carter e Manaster (1990).

Tabela 7: Matriz de correlação das variáveis independentes na análise do gerenciamento de resultados

A tabela abaixo apresenta a matriz de correlação das variáveis independentes empregadas nos modelos de regressão descritos em 5.2.4 e 5.2.6. Os p-valores do teste de significância dos coeficientes de correlação são apresentados entre parênteses.

	PE_VC	Auditoria	Underw_Nac	Underw_Int	Tamanho	Crescimento	Endividamento	ROA	SEO
PE_VC	1								
Auditoria	0,1379*** (0,009)	1							
Underw_Nac	-0,1400*** (0,008)	-0,4899*** (0,000)	1						
Underw_Int	0,1151** (0,030)	0,3396*** (0,000)	-0,7106*** (0,000)	1					
Tamanho	-0,0004 (0,994)	0,0767 (0,149)	-0,2751*** (0,000)	0,3401*** (0,000)	1				
Crescimento	-0,0832 (0,117)	-0,0034 (0,949)	0,0180 (0,735)	-0,1345** (0,011)	-0,0702 (0,186)	1			
Endividamento	0,0041 (0,939)	-0,0985* (0,063)	-0,0374 (0,482)	0,0985* (0,063)	0,1304** (0,014)	-0,0127 (0,811)	1		
ROA	0,0260 (0,624)	0,1215** (0,022)	-0,0909* (0,087)	0,0908* (0,087)	-0,2126*** (0,000)	0,0584 (0,272)	-0,0105 (0,843)	1	
SEO	0,2321*** (0,000)	-0,0100 (0,851)	-0,0402 (0,450)	0,0612 (0,249)	0,1287** (0,015)	-0,0252 (0,636)	0,0399 (0,453)	0,0062 (0,907)	1

***, ** e * denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Na Tabela 7 é possível notar que, de forma geral, as variáveis independentes apresentam baixa correlação entre si, embora os p-valores indiquem significância de 10%, 5% ou 1% para alguns coeficientes de correlação.

Com já era previsto, o único caso mais evidente de correlação ocorre entre as variáveis $Underw_Nac_i$ e $Underw_Int_i$, que apresentam coeficiente de correlação igual a -0,7106, com nível de significância de 1%. Isto indica que estas variáveis representam de maneira bastante similar a reputação dos coordenadores dos IPOs, haja vista que o sinal negativo do coeficiente apenas reflete a forma como as variáveis são mensuradas (escala decrescente para o ranking nacional e crescente para o ranking internacional). Todavia, o alto valor da correlação entre as variáveis $Underw_Nac_i$ e $Underw_Int_i$ não conduzirá a problemas de multicolinearidade, uma vez que essas variáveis serão empregadas separadamente.

É interessante notar ainda que, apesar de os coeficientes de correlação não serem muito elevados, as empresas investidas por PE/VC estão associadas também a auditores independentes e *underwriters* de qualidade superior, conforme sugerem os coeficientes de

correlação entre a variável PE_VC_i e as variáveis $Auditoria_i$, $Underwr_Nac_i$ e $Underwr_Int_i$, significativos aos níveis de 1%, 1% e 5%, respectivamente. Do mesmo modo, há evidências de que as empresas com melhor qualidade de auditoria independente tendem a realizar o IPO com coordenadores de melhor reputação (coeficientes de correlação significativos a 1%).

Partindo para as análises multivariadas, a Tabela 8 apresenta as regressões da especificação (7):

Tabela 8: Regressões do nível de gerenciamento de resultados

A tabela abaixo apresenta regressões em painel do nível de gerenciamento de resultados contábeis de 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007. O modelo de regressão está especificado em (7). A variável dependente é o nível de acumulações discricionárias correntes (em % dos ativos totais em t-1) da empresa i no trimestre t ($AcD_{i,t}$), calculado pelos modelos de Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA. As variáveis independentes são descritas em 5.2.4. Os Painéis A e B apresentam os resultados obtidos utilizando-se o método *Pooled OLS*, sem e com o emprego de *dummies* para os trimestres, respectivamente. O Painel C reporta os resultados obtidos utilizando-se o modelo de estimação GLS com efeitos aleatórios. Os valores das estatísticas t (ou z, no caso do Painel C) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses. O total de observações da amostra é 356 empresas-trimestres. Na parte inferior do Painel C são apresentados os resultados do teste LM de Breusch e Pagan para efeitos aleatórios.

Painel A: <i>Pooled OLS</i> sem <i>dummies</i> para os trimestres							
Variável	Sinal esperado	Modelo empregado no cálculo de $AcD_{i,t}$					
		Jones		Jones Modificado		Jones Modificado com ROA	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercepto	+	0,4263*** (2,67)	0,3141** (2,48)	0,4080*** (2,59)	0,2950** (2,36)	0,3843** (2,51)	0,2726** (2,24)
PE_VC	-	-0,0329* (-1,91)	-0,0334* (-1,90)	-0,0305* (-1,80)	-0,0311* (-1,79)	-0,0302* (-1,80)	-0,0308* (-1,79)
Auditoria	-	-0,0519 (-1,06)	-0,0528 (-1,30)	-0,0509 (-1,04)	-0,0518 (-1,28)	-0,0531 (-1,09)	-0,0540 (-1,09)
Underwriter_Nac	+	-0,0023 (-1,37)		-0,0023 (-1,37)		-0,0023 (-1,37)	
Underwriter_Int	-		0,0175** (2,40)		0,0176** (2,40)		0,0173** (2,39)
Tamanho	+ / -	-0,0208** (-2,07)	-0,0242** (-2,16)	-0,01957** (-1,98)	-0,0230** (-2,10)	-0,0176* (-1,86)	-0,0211** (-1,99)
Crescimento	+	0,0142 (1,48)	0,0168** (2,10)	0,0147 (1,51)	0,0173** (2,15)	0,0149 (1,52)	0,0174** (2,16)
Endividamento	+ / -	-0,0583 (-1,17)	-0,0644 (-1,27)	-0,0581 (-1,18)	-0,0643 (-1,28)	-0,0614 (-1,25)	-0,0675 (-1,35)
ROA	+ / -	0,0010 (0,33)	0,0006 (0,20)	0,0007 (0,25)	0,0003 (0,12)	-0,0013 (-0,47)	-0,0017 (-0,60)
SEO	+	0,0146 (0,68)	0,0138 (0,67)	0,0091 (0,46)	0,0083 (0,43)	0,0062 (0,32)	0,0054 (0,29)
Número de observações		356	356	356	356	356	356
R ²		6,56%	7,78%	6,27%	7,53%	5,90%	7,16%

Tabela 8: Regressões do nível de gerenciamento de resultados (continuação)**Painel B:** Pooled OLS com dummies para os trimestres

Variável	Sinal esperado	Modelo empregado no cálculo de AcD_{it}					
		Jones		Jones Modificado		Jones Modificado com ROA	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercepto	+	0,4143** (2,18)	0,3351** (2,22)	0,4011** (2,13)	0,3150** (2,11)	0,3816** (2,07)	0,2969** (2,04)
PE_VC	-	-0,0275 (-1,43)	-0,0292 (-1,47)	-0,0262 (-1,38)	-0,0277 (-1,41)	-0,0257 (-1,36)	-0,0271 (-1,39)
Auditoria	-	-0,0548 (-1,10)	-0,0568 (-1,38)	-0,0545 (-1,10)	-0,0556 (-1,35)	-0,0563 (-1,14)	-0,0575 (-1,40)
Underwriter_Nac	+	-0,0018 (-0,98)		-0,0020 (-1,07)		-0,0019 (-1,06)	
Underwriter_Int	-		0,0154** (2,00)		0,0159** (2,05)		0,0157** (2,04)
Tamanho	+ / -	-0,0204** (-2,02)	-0,0243** (-2,14)	-0,0194* (-1,95)	-0,0233** (-2,09)	-0,0178* (-1,86)	-0,0216** (-2,01)
Crescimento	+	0,0145 (1,56)	0,0169** (2,11)	0,0152 (1,60)	0,018** (2,17)	0,0152 (-1,60)	0,0177** (2,18)
Endividamento	+ / -	-0,0497 (-0,83)	-0,0549 (-0,91)	-0,0526 (-0,88)	-0,0576 (-0,95)	-0,0535 (-0,90)	-0,0584 (-0,97)
ROA	+ / -	0,0012 (0,41)	0,0008 (0,26)	0,0009 (0,29)	0,0004 (0,14)	-0,0012 (-0,42)	-0,0016 (-0,57)
SEO	+	0,0203 (0,97)	0,0201 (0,98)	0,01425 (0,72)	0,0140 (0,73)	0,0129 (0,67)	0,0127 (0,67)
Número de observações		356	356	356	356	356	356
R ²		9,43%	10,42%	8,89%	9,93%	8,73%	9,76%

Painel C: Efeitos Aleatórios

Variável	Sinal esperado	Modelo empregado no cálculo de AcD_{it}					
		Jones		Jones Modificado		Jones Modificado com ROA	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercepto	+	0,5250** (2,31)	0,3757** (2,18)	0,4990** (2,26)	0,3510** (2,09)	0,4644** (2,18)	0,3205** (1,99)
PE_VC	-	-0,0325 (-1,42)	-0,0329 (-1,43)	-0,0301 (-1,34)	-0,0305 (-1,36)	-0,0298 (-1,35)	-0,0302 (-1,37)
Auditoria	-	-0,0732 (-1,11)	-0,0678 (-1,26)	-0,0711 (-1,10)	-0,0659 (-1,25)	-0,0723 (-1,13)	-0,0672 (-1,29)
Underwriter_Nac	+	-0,0030 (-1,32)		-0,0030 (-1,31)		-0,0029 (-1,30)	
Underwriter_Int	-		0,0189** (2,05)		0,0189** (2,06)		0,0185** (2,05)
Tamanho	+ / -	-0,0248* (-1,81)	-0,0272* (-1,86)	-0,0232* (-1,75)	-0,0257* (-1,81)	-0,0206 (-1,63)	-0,0231* (-1,71)
Crescimento	+	0,0127 (1,47)	0,0149** (2,09)	0,0132 (1,51)	0,0155** (2,13)	0,0134 (1,52)	0,0157** (2,14)
Endividamento	+ / -	-0,1001* (-1,67)	-0,1035* (-1,70)	-0,0966 (-1,63)	-0,0999* (-1,66)	-0,0988* (-1,69)	-0,1019* (-1,71)
ROA	+ / -	0,0014 (0,45)	0,0011 (0,34)	0,0012 (0,38)	0,0008 (0,27)	-0,0009 (-0,29)	-0,0013 (-0,41)
SEO	+	0,0175 (0,81)	0,0164 (0,78)	0,0106 (0,54)	0,0095 (0,49)	0,0068 (0,35)	0,0059 (0,31)
Número de observações		356	356	356	356	356	356
R ²		6,33%	7,54%	6,05%	7,31%	5,68%	6,93%

Teste LM de Breusch e Pagan para efeitos aleatórios:

H ₀ : VAR (c _i) = 0	p-valor =	0,002	0,007	0,005	0,016	0,007	0,020
--	-----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

***, ** e * denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

A Tabela 8 é dividida em 3 partes. Os Painéis A e B relatam os resultados obtidos utilizando-se o modelo *Pooled OLS*, sem e com o emprego de *dummies* para os trimestres, respectivamente. Neste modelo, a questão temporal é ignorada e todas as observações são agrupadas em corte seccional para realizar uma regressão linear múltipla pelo método OLS. O Painel C reporta os resultados encontrados utilizando-se o modelo de estimação GLS com efeitos aleatórios. As acumulações discricionárias correntes, *proxy* do nível de gerenciamento de resultados contábeis, foram calculadas pelos modelos de Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA.

Primeiramente, destaca-se que os resultados obtidos são robustos à utilização de diferentes modelos para o cálculo das acumulações discricionárias correntes, uma vez que não há grandes variações nos coeficientes estimados e na significância estatística dos mesmos com o emprego dos modelos Jones, Jones Modificado e J-M com ROA. Já em relação às diferentes técnicas econométricas utilizadas (*Pooled OLS*, *Pooled OLS* com *dummies* para trimestres e GLS com efeitos aleatórios), observa-se que, embora a magnitude dos coeficientes não varie muito, o nível de significância de algumas variáveis apresenta diferenças consideráveis dependendo do modelo econométrico empregado na estimação dos coeficientes.

Na parte inferior do Painel C da Tabela 8 é apresentado o teste de multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch e Pagan para efeitos aleatórios, que possibilita a definição do método de estimação dos parâmetros mais adequado para o conjunto de dados em painel utilizado. De acordo com Wooldridge (2002), se um modelo contém uma variável não observável e constante no tempo, usualmente chamada de efeito não observável (c_i), então os coeficientes estimados por *Pooled OLS* serão ineficientes. A ausência de um efeito não observável é estatisticamente equivalente à $H_0: \text{VAR}(c_i) = 0$. Observa-se que, em todas as regressões em painel pelo método GLS com efeitos aleatórios (Painel C), a hipótese $H_0: \text{VAR}(c_i) = 0$ é rejeitada, com p-valores indicando significância de 1% nas regressões (1), (2), (3) e (5) e de 5% nas regressões (4) e (6). Logo, rejeita-se o uso dos modelos *Pooled OLS* haja vista que a variância do componente não observável (c_i) é estatisticamente diferente de zero. Desta forma, a seguir serão discutidos somente os resultados obtidos utilizando-se o modelo GLS com efeitos aleatórios, mais adequado para a estimação da equação (7) com a amostra em painel do presente estudo.

A variável de interesse, PE_VC_i , apresenta sinal negativo em todas as regressões do Painel C, o que vai a favor da hipótese H_1 . O coeficiente desta variável varia de -0,0298 a -0,0329, sugerindo que as empresas com investimento de PE/VC exibem nível de acumulações discricionárias correntes de 2,98% a 3,29% dos ativos totais em t-1 menores do que as empresas não investidas por PE/VC. Contudo, esse resultado não permite confirmar a hipótese de pesquisa H_1 , uma vez que os coeficientes encontrados não apresentam significância estatística. Ou seja, considerando-se todo o período ao redor da data do IPO conjuntamente (sem separação pelas fases descritas em 5.2.1.), não foram encontradas evidências de que as empresas financiadas por fundos de PE/VC possuem níveis de gerenciamento de resultados contábeis inferiores aos apresentados pelas companhias sem este tipo de aporte de capital. A inserção de diversos controles, possibilitada pela análise de regressão, modificou as inferências preliminares realizadas a partir da análise univariada apresentada em 5.3.1., que confirmavam a hipótese de pesquisa H_1 .

Em relação às variáveis de controle, nota-se que algumas delas também não são significativas na estimação da equação (7). É o caso das variáveis $Auditoria_i$, $ROA_{i,t}$ e $SEO_{i,t}$, ainda que os sinais encontrados tenham sido consistentes com as expectativas. Já no caso das variáveis *proxies* da reputação dos coordenadores do IPO, observa-se que, tanto com a utilização do ranking nacional ($Underwriter_Nac_i$) quanto do ranking internacional ($Underwriter_Int_i$), o sinal obtido é contrário ao esperado. Entretanto, apenas a variável $Underwriter_Int_i$ apresenta significância estatística (ao nível de 5% em todas as regressões do Painel C). Este resultado é curioso, pois indica que *underwriters* de maior prestígio estão associados a um maior nível de gerenciamento de resultados praticado pelas companhias trazidas ao mercado acionário sob sua coordenação. Um fato que pode ter contribuído para essa aparente contradição é que existe uma alta concentração de valores no limite superior da variável $Underwriter_Int_i$: conforme dados da Tabela 6, aproximadamente 80% das observações da amostra possuem pelo menos um coordenador da oferta situado no topo do ranking (posição 9,1).

O coeficiente da variável $Tamanho_{i,t}$, por sua vez, é negativo e significativo ao nível de 10% em quase todas as regressões do Painel C, indicando uma relação inversa entre o tamanho da companhia e o nível de acumulações discricionárias correntes. Este resultado é consistente com Hochberg (2004), que argumenta que, para as empresas de maior porte, o escrutínio mais intenso dos analistas de mercado se sobrepõe às maiores oportunidades de exercer a discricionariedade aproveitando-se de relatórios contábeis mais complexos.

Já a variável $Crescimento_{i,t}$, utilizada como *proxy* das oportunidades de crescimento da empresa, apresenta o sinal esperado (positivo) em todas as estimações pelo método GLS com efeitos aleatórios, porém é significativa, ao nível de 5%, apenas nas regressões que empregam a variável $Underwriter_Int_i$. Este resultado, idêntico ao já encontrado na análise univariada, traz evidências de que as empresas com maior crescimento apresentam maiores níveis de acumulações discricionárias correntes, o que pode ser um sintoma de algum grau de imprecisão dos modelos utilizados no cálculo das acumulações (HOCHBERG, 2004).

Por fim, o coeficiente negativo da variável $Endividamento_{i,t}$, estatisticamente significativo ao nível de 10% em todas as regressões do Painel C, exceto em (3), indica que empresas mais endividadas manipulam menos os dados contábeis em um contexto de IPO, o que pode ser um reflexo do maior monitoramento por parte dos detentores dos direitos sobre as dívidas (MORSFIELD e TAN, 2006).

O passo seguinte será investigar a questão sob uma perspectiva temporal. O objetivo desta análise é verificar em que momento, ao redor do IPO, a prática de gerenciamento de resultados é mais intensa e quando a influência do gestor de PE/VC (caso realmente exista) se mostra mais significativa.

A Tabela 9 relata os resultados da estimação do modelo especificado em (8), que incorpora variáveis *dummy* para as quatro fases previamente estabelecidas e termos interativos das fases com a variável de interesse PE_VC_i . As regressões foram estimadas por *Pooled OLS* e GLS com efeitos aleatórios. Tendo em vista que o ranking internacional de reputação dos coordenadores da oferta apresentou maior poder explicativo nas regressões apresentadas na Tabela 8, além de também proporcionar um maior R^2 , optou-se por utilizar apenas a variável $Underwriter_Int_i$ nas análises seguintes, doravante denominada apenas de $Underwriter_i$.

Mais uma vez, observa-se que os resultados são robustos à escolha do modelo para cálculo das acumulações discricionárias correntes. Ademais, novamente o Teste LM de Breusch e Pagan para efeitos aleatórios, mostrado na parte inferior da Tabela 9, indica a existência do efeito não observável c_i (rejeita-se $H_0: VAR(c_i) = 0$ a 1% de significância em todas as regressões), o que causa a ineficiência dos coeficientes estimados por *Pooled OLS*. Desta forma, as inferências apresentadas a seguir baseiam-se nos resultados obtidos pelo método GLS com efeitos aleatórios.

Tabela 9: Regressões do nível de gerenciamento de resultados com *dummies* para as fases

A tabela abaixo apresenta regressões em painel do nível de gerenciamento de resultados contábeis de 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007. O modelo de regressão, com *dummies* para as fases (descritas em 5.2.1.) e termos interativos das fases com a variável $PE_VC_{i,t}$, segue a especificação (8). A variável dependente é o nível de acumulações discricionárias correntes (em % dos ativos totais em t-1) da empresa i no trimestre t ($AcD_{i,t}$), calculado pelos modelos de Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA. As variáveis independentes são descritas em 5.2.4. A Fase 2 é a categoria omitida para evitar colinearidade perfeita. Os resultados foram obtidos com a utilização dos modelos de estimação *Pooled OLS* e GLS com efeitos aleatórios. Os valores das estatísticas t (ou z) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses. O total de observações da amostra é 356 empresas-trimestres. Na parte inferior da tabela são apresentados os resultados do teste LM de Breusch e Pagan para efeitos aleatórios.

Variável	Sinal esperado	Modelo empregado no cálculo de $AcD_{i,t}$					
		Jones		Jones Modificado		Jones Modificado com ROA	
		<i>Pooled OLS</i>	Efeitos Aleatórios	<i>Pooled OLS</i>	Efeitos Aleatórios	<i>Pooled OLS</i>	Efeitos Aleatórios
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercepto	+	0,3319** (2,56)	0,3581** (2,15)	0,3120** (2,44)	0,3353** (2,07)	0,2914** (2,35)	0,3088** (1,99)
Auditoria	-	-0,0507 (-1,26)	-0,0671 (-1,25)	-0,0498 (-1,25)	-0,0655 (-1,25)	-0,0518 (-1,30)	-0,0663 (-1,28)
Underwriter	-	0,0159** (2,39)	0,0172** (2,02)	0,0161** (2,39)	0,0171** (2,03)	0,0159** (2,38)	0,0168** (2,03)
Tamanho	+ / -	-0,0199* (-1,90)	-0,0193 (-1,44)	-0,0186* (-1,82)	-0,0179 (-1,39)	-0,017* (-1,73)	-0,0159 (-1,30)
Crescimento	+	0,0142* (1,82)	0,0126* (1,81)	0,0148* (1,87)	0,0132* (1,86)	0,0149* (1,88)	0,0134* (1,86)
Endividamento	+ / -	-0,0909 (-1,46)	-0,1514** (-1,96)	-0,0923 (-1,49)	-0,1485* (-1,94)	-0,0926 (-1,51)	-0,1458* (-1,94)
ROA	+ / -	0,0016 (-0,60)	0,0024 (0,86)	0,0013 (0,51)	0,0021 (0,76)	-0,0008 (-0,33)	-0,0001 (-0,04)
SEO	+	0,0269 (1,31)	0,0298 (1,47)	0,0222 (1,16)	0,0240 (1,28)	0,0185 (0,99)	0,0193 (1,05)
Fase_1	-	-0,0735** (-2,24)	-0,0588** (-2,02)	-0,0710** (-2,18)	-0,0573* (-1,97)	-0,0729** (-2,27)	-0,0597** (-2,07)
Fase_3	+ / -	-0,0857** (-2,53)	-0,0975*** (-2,93)	-0,0866*** (-2,58)	-0,0977*** (-2,95)	-0,0849** (-2,54)	-0,0956*** (-2,90)
Fase_4	-	-0,0913*** (-2,77)	-0,0985*** (-3,08)	-0,0892*** (-2,73)	-0,0961*** (-3,01)	-0,0865*** (-2,67)	-0,0929*** (-2,93)
PE_VC x Fase_1	-	0,0002 (0,01)	-0,0041 (-0,17)	0,0028 (0,13)	-0,0009 (-0,04)	0,0046 (0,21)	0,0008 (0,03)
PE_VC x Fase_2	-	-0,0775** (-1,99)	-0,0773* (-1,84)	-0,0758** (-1,97)	-0,0755* (-1,83)	-0,0768** (-2,02)	-0,0765* (-1,88)
PE_VC x Fase_3	-	-0,0107 (-0,63)	-0,0036 (-0,18)	-0,0062 (-0,36)	0,0004 (0,02)	-0,0046 (-0,27)	0,0018 (0,10)
PE_VC x Fase_4	-	-0,0114 (-0,59)	-0,0052 (-0,25)	-0,0120 (-0,62)	-0,0061 (-0,30)	-0,0131 (-0,69)	-0,00745 (-0,37)
Número de observações		356	356	356	356	356	356
R ²		11,63%	11,15%	11,42%	10,99%	11,00%	10,59%
Teste LM de Breusch e Pagan para efeitos aleatórios:							
H ₀ : VAR (c _i) = 0	p-valor:		0,0015		0,0033		0,0049

***, ** e * denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Primeiramente, nota-se que o sinal, a magnitude e a significância estatística dos coeficientes das variáveis de controle não se alteraram muito com a inserção de novos termos

na regressão. As variáveis $Auditoria_i$, $ROA_{i,t}$ e $SEO_{i,t}$ continuaram sem poder explicativo. Já as variáveis $Underwriter_i$ e $Endividamento_{i,t}$ se mantiveram significativas aos níveis de 5% e 10%, respectivamente, enquanto a *proxy* do tamanho da empresa i no trimestre t ($Tamanho_{i,t}$) deixou de ter relevância estatística. Por fim, o coeficiente da variável $Crescimento_{i,t}$ teve sua significância reduzida de 5% para 10% em todas as regressões.

Quanto às *dummies* para as fases, observa-se que os coeficientes das variáveis $Fase_{1,i,t}$, $Fase_{3,i,t}$ e $Fase_{4,i,t}$ são negativos e estatisticamente significativos (aos níveis de 5% ou 10% para a Fase 1 e 1% para as Fases 3 e 4). Isto equivale a dizer que, nestas fases, o nível de gerenciamento de resultados é significativamente inferior àquele apresentado pelas companhias na Fase 2, utilizada como ponto de referência. Esta constatação confirma parcialmente a hipótese de pesquisa **H_{2-A}**. Ou seja, no caso brasileiro, também há evidências de que os administradores gerenciam os resultados contábeis com o objetivo de elevar o preço da ação no momento de abertura do capital em bolsa de valores, o que é consistente com o resultado obtido por Teoh (1998b) no mercado norte-americano. Cabe ressaltar que o nível de acumulações discricionárias identificado na Fase 2 é expressivamente superior ao das outras fases, com diferença variando de 5,73% a 9,85% dos ativos totais em $t-1$ dependendo da fase e do modelo empregado para o cálculo das acumulações.

Em resultados não reportados, omitiu-se a variável $Fase_{3,i,t}$ ao invés da *dummy* indicativa da Fase 2. Neste caso, também se esperava encontrar coeficientes negativos e significativos para as Fases 1 e 4, uma vez que, de acordo com a teoria (RANGAN, 1998), as empresas também têm incentivos para gerenciar os resultados em períodos próximos à expiração da cláusula *lock-up*. Contudo, como já havia sido adiantado na análise univariada apresentada em 5.3.1., não foram encontradas evidências de que o nível de manipulação de resultados contábeis na Fase 3 seja superior aos patamares identificados nas fases sem incentivo (1 e 4).

Em relação aos termos interativos da variável PE_VC_i com as fases, observa-se uma situação reveladora. Os coeficientes dos termos interativos $PE_VC_i \times Fase_{1,i,t}$, $PE_VC_i \times Fase_{3,i,t}$ e $PE_VC_i \times Fase_{4,i,t}$, embora sejam negativos na maior parte das regressões, não possuem significância estatística, ou seja, não é possível afirmar que as empresas do *portfolio* de PE/VC gerenciam menos os resultados do que as demais companhias nas Fases 1, 3 e 4.

Por outro lado, os resultados obtidos indicam que a influência do gestor de PE/VC na propensão à manipulação de dados contábeis nos períodos imediatamente ao redor do IPO é relevante. Observa-se que o termo interativo $PE_VC_i \times Fase_2_{i,t}$ apresenta sinal negativo e significativo ao nível de 10% em todas as regressões da Tabela 9. Isto quer dizer que, na Fase 2, quando há tanto motivação quanto oportunidade para manipular dados contábeis (TEOH et al., 1998b), as empresas financiadas por fundos de PE/VC se diferenciam das demais, apresentando níveis de gerenciamento de resultados contábeis significativamente inferiores, o que confirma parcialmente a hipótese de pesquisa **H_{2-B}**. Nesta fase, as evidências sugerem que a diferença no nível de acumulações discricionárias correntes entre as empresas com investimento de PE/VC e as companhias que não receberam este tipo de financiamento é expressiva, variando de 7,55% a 7,73% dos ativos totais em t-1.

Os resultados apresentados na Tabela 9 mostram que a contribuição do gestor de PE/VC para melhoria da qualidade da informação contábil é mais importante justamente no período mais crítico: o momento da estréia no mercado acionário, quando os administradores gerenciam os resultados mais intensamente. As evidências encontradas, robustas à inserção de diversos controles, indicam que os gestores de PE/VC desempenham um papel efetivo e mensurável na redução da manipulação de resultados por suas investidas, o que pode ser interpretado como uma prática de governança corporativa que protege os futuros acionistas minoritários ingressantes na companhia no IPO.

A Tabela 10 apresenta os resultados obtidos na estimação da especificação (7) com tratamento da endogeneidade do financiamento de PE/VC, conforme descrito no item 5.2.5. As regressões foram estimadas com a utilização de variáveis instrumentais (IV) pelos modelos *Pooled* 2SLS (ou *Pooled* OLS em dois estágios) e G2SLS (ou GLS em dois estágios) com efeitos aleatórios. Os instrumentos empregados foram variáveis *dummy* para indústria (segundo classificação do Economática®), trimestres e unidade da federação (UF) onde a sede da empresa está localizada. Além disso, todas as outras variáveis independentes, consideradas exógenas na formulação, também foram inseridas como instrumentos. Apenas os resultados obtidos com a utilização do modelo de J-M com ROA para cálculo da variável dependente são reportados na tabela.

Tabela 10: Regressões do nível de gerenciamento de resultados com tratamento da endogeneidade do financiamento por PE/VC

A tabela abaixo apresenta regressões em painel do nível de gerenciamento de resultados contábeis de 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007. O modelo de regressão segue a especificação (7). A variável dependente é o nível de acumulações discricionárias correntes (em % dos ativos totais em t-1) da empresa i no trimestre t ($AcD_{i,t}$), calculado pelo modelo de Jones Modificado com ROA. As variáveis independentes são descritas em 5.2.4. Os resultados foram obtidos com a utilização de variáveis instrumentais (IV) pelos modelos *Pooled* 2SLS e G2SLS com efeitos aleatórios. Os instrumentos empregados foram variáveis dummy para indústria (segundo classificação do Economática®), trimestres e unidade da federação (UF) onde a sede da empresa está localizada. Os valores das estatísticas t robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) (regressão *Pooled* 2SLS) ou z (regressão G2SLS com efeitos aleatórios) são apresentadas entre parênteses. O total de observações é 356 empresas-trimestres. Na parte inferior da tabela são apresentadas as estatísticas dos testes de exogeneidade da variável PE/VC_i , com os respectivos p -valores.

Variável	Sinal esperado	Variáveis instrumentais	
		<i>Pooled</i> 2SLS	Efeitos Aleatórios
		(1)	(2)
Intercepto	+	0,2825** (2,31)	0,3267*** (2,78)
PE_VC	-	-0,0526*** (-2,79)	-0,0522* (-1,88)
Auditoria	-	-0,0498 (-1,23)	-0,0624** (-1,99)
Underwriter	-	0,0179** (2,49)	0,0190** (2,45)
Tamanho	+ / -	-0,0217** (-2,05)	-0,0235*** (-2,70)
Crescimento	+	0,0167** (2,10)	0,0152** (2,15)
Endividamento	+ / -	-0,0671 (-1,34)	-0,1009*** (-2,58)
ROA	+ / -	-0,0018 (-0,61)	-0,0013 (-0,71)
SEO	+	0,0182 (0,92)	0,0141 (0,35)
Número de observações		356	356
R^2		6,67%	6,81%
IV Primeiro Estágio:			
Estatísticas F e χ^2 , respec.		8,82***	366***
p-valor		0,000	0,000

***, ** e * denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Em primeiro lugar, pela análise das estatísticas apresentadas na parte inferior da Tabela 10 (F para o modelo *Pooled* 2SLS e χ^2 para o modelo G2SLS), é possível notar que os instrumentos utilizados são razoáveis. Em ambas as regressões, o teste de significância

conjunta dos instrumentos indica que os mesmos têm alto poder explicativo nas regressões do primeiro estágio, ou seja, ajudam a explicar o recebimento de investimento de *private equity* e *venture capital* (nível de significância de 1%).

Analisando-se a coluna (2) da Tabela 10, que reporta os resultados obtidos pelo método G2SLS com efeitos aleatórios, observa-se que os coeficientes das variáveis de controle permanecem próximos aos estimados sem o tratamento da endogeneidade do investimento por PE/VC (vide regressão (6) do Painei C da Tabela 8). Entretanto, a relevância estatística dos parâmetros estimados se alterou consideravelmente em alguns casos. As variáveis $Tamanho_{i,t}$ e $Endividamento_{i,t}$ passaram a ser significativas ao nível de 1%, ao passo que sem a utilização do procedimento de variáveis instrumentais a significância era de 10%. Já a variável $Auditoria_i$, antes sem poder explicativo, passou a ter 5% de significância, indicando que a presença de um auditor independente de qualidade superior (identificado como um dos “*Big Four*”) contribui para a redução do nível de gerenciamento de resultados.

Quanto à variável de interesse, se os resultados obtidos anteriormente fossem atribuídos apenas ao criterioso processo de seleção de investimentos pelas organizações gestoras de PE/VC (i.e., se as firmas do *portfolio* dos fundos de PE/VC que abriram o capital na BOVESPA fossem, *ex ante*, aquelas com melhores práticas de governança corporativa, refletidas na melhor qualidade de informação contábil), o coeficiente estimado da variável PE_VC_i deveria ter sua magnitude reduzida com o emprego de IV. Contudo, como pode ser observado nas colunas (1) e (2) da Tabela 10, não é isso que ocorre. O coeficiente da variável PE_VC_i aumentou consideravelmente em termos absolutos e sua significância foi ampliada.

Os resultados obtidos por G2SLS com efeitos aleatórios indicam que as empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam níveis de gerenciamento de resultados 5,22% dos ativos totais em t-1 menores do que as companhias sem este tipo de investimento, com significância de 10%, dando suporte à hipótese de pesquisa H_1 . Sem o tratamento da endogeneidade do financiamento por PE/VC, a diferença era de 3,02% dos ativos totais em t-1 e não significativa. Este resultado sugere que, ao contrário do esperado, as firmas selecionadas pelos investidores de *private equity* e *venture capital* são aquelas com maior tendência a manipular os resultados “para cima” em um contexto de IPO. Ou seja, há evidências de que a influência dos gestores de PE/VC na redução da manipulação de informações financeiras é ainda mais destacada, uma vez que consegue reverter a tendência inicial à prática de *earnings management* apresentada pelas empresas de seus *portfolios*.

Tabela 11: Regressões dos perfis Conservador e Agressivo no gerenciamento de resultados

A tabela abaixo apresenta a análise dos perfis conservador e agressivo no gerenciamento de resultados contábeis de 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007. Os resultados das regressões do perfil conservador e agressivo são apresentados nos Painéis A e B, respectivamente. As variáveis dependentes *Conservador_{it}* e *Agressivo_{it}* assumem o valor 1 (um) se a observação estiver contida nos decis 10° e 90° das acumulações discricionárias correntes (calculadas pelo modelo de Jones Modificado com ROA), respectivamente, e 0 (zero) caso contrário. As variáveis independentes são descritas em 5.2.4. Os resultados foram obtidos com a utilização dos modelos *Pooled Probit*, *Probit* com efeitos aleatórios e variáveis instrumentais para *Pooled Probit*. Os instrumentos empregados foram variáveis dummy para indústria (segundo classificação do Economática®), trimestres e UF da sede. Os valores das estatísticas z robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses. O total de observações da amostra é 356 empresas-trimestres. Na parte inferior dos Painéis A e B são apresentados os resultados do teste da Razão de Verossimilhança para efeitos aleatórios e do teste de Wald de exogeneidade da variável *PE-VC_i*.

Painel A: Perfil Conservador						
Variável	Sinal Esperado	Variável dependente: <i>CONSERVADOR_{it}</i>				
		<i>Pooled Probit</i>	<i>Efeitos Aleatórios</i>	Variáveis instrumentais		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercepto	-	-0,4268 (-0,44)	-0,6316 (-0,61)	-0,4947 (-0,41)	-0,6422 (-0,52)	-0,5180 (-0,53)
PE_VC	+	-0,0903 (-0,46)		-0,0852 (-0,42)		-0,1368 (0,41)
Auditoria	+	-0,2098 (-0,71)	-0,1971 (-0,67)	-0,2199 (-0,72)	-0,2046 (-0,66)	-0,2545 (-0,87)
Underwriter	+	0,0186 (0,26)	0,0209 (0,30)	0,0168 (0,20)	0,0192 (0,22)	0,0108 (0,15)
Tamanho	+/-	-0,0863 (-1,11)	-0,0974 (-1,16)	-0,0838 (-0,91)	-0,0960 (-1,00)	-0,0785 (-1,01)
Crescimento	-	-0,1562 (-0,78)	-0,1202 (-0,75)	-0,1690 (-0,85)	-0,1308 (-0,71)	-0,14509 (-0,73)
Endividamento	+/-	0,7120 (1,61)	0,8466 (1,60)	0,7536* (1,66)	0,9010* (1,69)	0,7087 (1,60)
ROA	+/-	0,0245 (1,30)	0,0234 (1,18)	0,0257 (1,38)	0,0243 (1,29)	0,0255 (1,35)
SEO	-	0,2289 (0,53)	0,5946 (1,40)	0,2379 (0,53)	0,6219 (1,06)	0,1088 (0,24)
Fase_1	+/-		0,3062 (0,89)		0,2910 (0,83)	
Fase_3	-		0,4333 (1,37)		0,4465 (1,35)	
Fase_4	+/-		-0,0499 (-0,12)		-0,0468 (-0,10)	
PE_VC x Fase_1	+		-0,2699 (-0,67)		-0,2428 (-0,55)	
PE_VC x Fase_2	+		0,0870 (0,26)		0,0870 (0,26)	
PE_VC x Fase_3	+		-0,1129 (-0,35)		-0,1199 (-0,36)	
PE_VC x Fase_4	+		-0,3553 (-0,87)		-0,3661 (-0,57)	
Número de observações		356	356	356	356	356
Estatística χ^2 da regressão		7,49	21,75	6,97	10,89	42,70
p-valor		0,485	0,084	0,540	0,694	0,000
Teste da Razão de Verossimilhança para efeitos aleatórios ($H_0: \rho = 0$):						
p-valor				0,317	0,339	
Teste de Wald de exogeneidade da variável <i>PE-VC_i</i>						
Estatística χ^2						0,77
p-valor						0,379

Tabela 11: Regressões dos perfis Conservador e Agressivo no gerenciamento de resultados (continuação)

Painel B: Perfil Agressivo						
Variável	Sinal Esperado	Variável dependente: $AGRESSIVO_{i,t}$				
		Pooled Probit		Efeitos Aleatórios		Variáveis instrumentais
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercepto	+	2,3839*** (2,79)	2,3929*** (2,78)	3,6729** (2,15)	3,2961* (1,75)	2,6819*** (3,14)
PE_VC	-	-0,3197** (-2,05)		-0,3216 (-1,17)		-0,8702*** (-2,95)
Auditoria	-	-0,4574* (-1,80)	-0,4544* (-1,82)	-0,6027 (-1,48)	-0,6770 (-1,50)	-0,3542 (-1,38)
Underwriter	-	0,1414* (1,87)	0,1377* (1,92)	0,0944 (0,88)	0,0896 (0,75)	0,1528** (2,18)
Tamanho	+/-	-0,2663*** (-3,86)	-0,2325*** (-3,26)	-0,3217*** (-2,62)	-0,2344* (-1,70)	-0,2833*** (-4,07)
Crescimento	+	0,2208 (1,60)	0,2217 (1,59)	0,2738** (2,47)	0,2976*** (2,56)	0,1849 (1,48)
Endividamento	+/-	-0,2210 (-0,65)	-0,5546 (-1,39)	-0,5362 (-1,13)	-1,2646** (-2,16)	-0,2181 (-0,66)
ROA	+/-	-0,0042 (-0,23)	0,0022 (0,12)	0,0127 (0,61)	0,0244 (1,06)	-0,0039 (-0,20)
SEO	+	-0,6527 (-1,37)	-0,0124 (-0,02)	-0,8509 (-1,27)	-0,1984 (-0,26)	-0,2789 (-0,55)
Fase_1	+/-		-0,3799 (-1,40)		-0,4790 (-1,41)	
Fase_3	+		-0,4869** (-2,00)		-0,8319*** (-2,71)	
Fase_4	+/-		-0,4818 (-1,51)		-0,5413 (-1,46)	
PE_VC x Fase_1	-		0,2422 (0,71)		0,6226 (1,25)	
PE_VC x Fase_2	-		-0,5194** (-2,11)		-0,6927* (-1,84)	
PE_VC x Fase_3	-		-0,2311 (-0,81)		-0,1410 (-0,34)	
PE_VC x Fase_4	-		-0,9013* (-1,85)		-1,0254* (-1,66)	
Número de observações		356	356	356	356	356
Estatística χ^2 da regressão		32,63	40,60	19,10	30,03	45,40
p-valor		0,000	0,000	0,014	0,008	0,000
Teste da Razão de Verossimilhança para efeitos aleatórios ($H_0: \rho = 0$):						
p-valor				0,000	0,000	
Teste de Wald de exogeneidade da variável $PE-VC_i$						
Estatística χ^2						4,85
p-valor						0,028

***, ** e * denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Partindo agora para o teste adicional de robustez, a Tabela 11 relata os resultados das análises descritas em 5.2.6., que buscam avaliar a probabilidade das empresas se enquadrarem nos perfis conservador e agressivo de gerenciamento de resultados. Nas regressões desta tabela, por se tratarem de variáveis dependentes binárias, foi empregado o método de estimação Probit, tanto para o modelo *Pooled* quanto para o de efeitos aleatórios. Além disso, também foi utilizado o procedimento de variáveis instrumentais para tratar a possível endogeneidade do financiamento por PE/VC.

Em relação às regressões do perfil conservador, apresentadas no Painel A da Tabela 11, observa-se que praticamente nenhuma variável tem poder explicativo da propensão a fazer parte do decil mais conservador de gerenciamento de resultados, inclusive a variável de interesse PE_VC_i . Apenas há um indicativo de que empresas mais endividadas são mais propensas a fazer parte deste grupo (coeficientes positivos e significativos ao nível de 10% nas regressões apresentadas nas colunas (3) e (4)). Além disso, conforme resultado do Teste de Wald apresentada na parte inferior do Painel A, a regressão do primeiro estágio na análise com IV indica que o investimento de PE/VC é exógeno na análise do perfil conservador.

Já quando se trata do perfil agressivo, as evidências encontradas reafirmam a robustez dos resultados e das conclusões anteriores. Primeiramente, o teste da Razão de Verossimilhança (*Likelihood Ratio*) para efeitos aleatórios, apresentado na parte inferior do Painel B da Tabela 11, rejeita a hipótese $H_0: \rho = \sigma_c^2 / (\sigma_c^2 + 1) = 0$, onde σ_c^2 é a variância do efeito não observável c_i . Ou seja, também nesta formulação, o modelo de efeitos aleatórios é o mais apropriado, uma vez que o componente não observável de cada indivíduo i é relevante.

Nas regressões estimadas pelo modelo Probit com efeitos aleatórios (colunas (3) e (4) do Painel B da Tabela 11), observa-se que as variáveis de controle $Tamanho_{i,t}$, $Crescimento_{i,t}$ e $Endividamento_{i,t}$ possuem coeficientes significativos e consistentes com as análises precedentes. Isto sugere que empresas menores, com maiores oportunidades de crescimento e menos endividadas têm maior probabilidade de fazer parte do grupo praticante de “contabilidade agressiva”, ou seja, de pertencer ao decil superior do nível de acumulações discricionárias correntes. As variáveis $Auditoria_i$, $ROA_{i,t}$ e $SEO_{i,t}$ continuaram não significativas. Já a *proxy* da reputação do *underwriter*, embora tenha permanecido com sinal positivo, deixou de apresentar significância estatística nas regressões do perfil agressivo.

Os sinais das *dummies* representativas das Fases 1, 3 e 4, por sua vez, se mantiveram negativos, indicando que, nestas fases, há menor probabilidade de as empresas serem agressivas na prática de manipulação de informações contábeis do que na Fase 2. Contudo, apenas o coeficiente da Fase 3 é significativo nesta formulação.

No que se refere à variável de interesse, PE_VC_i , os resultados mais uma vez apontam que os gestores de PE/VC desempenham um papel significativo na diminuição do gerenciamento de resultados contábeis, particularmente no momento em que esta prática é mais intensa. Mais especificamente, observa-se que o sinal do termo interativo $PE_VC_i \times Fase_2_{i,t}$ é negativo e significativo ao nível de 10%, sugerindo que as empresas financiadas por fundos de PE/VC têm menor probabilidade de praticar contabilidade agressiva no período imediatamente ao redor da data do IPO (Fase 2). Além disso, o coeficiente da interação $PE_VC_i \times Fase_4_{i,t}$ também é negativo com 10% de significância, o que evidencia que, também na Fase 4 (período pós-expiração da cláusula *lock-up*), quando a princípio não há incentivos para a manipulação de informações financeiras, as empresas investidas por PE/VC também são menos propensas a fazer parte do grupo agressivo de gerenciamento de resultados.

A magnitude da influência dos gestores de PE/VC na redução da manipulação contábil em cada uma das fases em torno da data do IPO pode ser medida pelo efeito marginal dos termos interativos. Por exemplo, calculando-se o efeito marginal da interação $PE_VC_i \times Fase_2_{i,t}$, chega-se à conclusão de que, na Fase 2, há uma redução de aproximadamente 0,14 na probabilidade das empresas investidas por PE/VC fazerem parte do grupo agressivo de gerenciamento de resultados quando comparadas às companhias que não receberam este tipo de aporte de capital, mantendo-se todas as outras variáveis em sua média.

No caso do modelo com variáveis instrumentais, primeiramente nota-se que os instrumentos empregados ajudam a explicar o financiamento por PE/VC (regressão do primeiro estágio significativa ao nível de 5%, conforme teste de Wald de exogeneidade da variável PE_VC_i). Contudo, mais uma vez a magnitude e a significância do coeficiente da variável indicativa do investimento por PE/VC encontrados pela técnica de IV são ainda maiores. Esta constatação pode indicar que, ao contrário do esperado, as empresas selecionadas para investimento por fundos de PE/VC são, *ex ante*, mais propensas a fazer parte do grupo de contabilidade agressiva. Ou seja, reforça-se a idéia de que o monitoramento pós-investimento pelos gestores de PE/VC tem uma importância ainda maior, revertendo a

tendência inicial de suas investidas adotarem práticas agressivas de contabilidade em períodos próximos ao IPO.

Em suma, os resultados relatados no Capítulo 5 confirmam a hipótese de que as companhias financiadas por fundos de *private equity* e *venture capital* possuem melhor qualidade de informação contábil (medida pelo nível de gerenciamento de resultados contábeis) do que aquelas que não contaram com esta forma de financiamento, especialmente no período em a prática de manipulação de informações financeiras é mais intensa. Por sua vez, esta conclusão pode ser vista como uma forte evidência de que os gestores de PE/VC contribuem para a adoção de práticas de governança corporativa que protegem os interesses dos acionistas minoritários (ingressantes no IPO) da expropriação pelo grupo controlador.

Capítulo 6

CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O conselho de administração (CA) constitui uma parte fundamental da estrutura de governança de uma empresa. Esse órgão é um dos principais mecanismos com a função de alinhar os interesses dos acionistas, provedores de capital, e dos administradores, responsáveis pela criação de valor a partir do capital fornecido pelos primeiros.

Uma das mais importantes atribuições do CA é monitorar a atuação dos gestores da companhia. Como destaca Fama e Jensen (1983a), o conselho delega a maior parte das decisões administrativas e de controle a agentes internos (gestores), porém retém para si o controle final sobre estes agentes, o que inclui o direito de ratificar ou monitorar as principais iniciativas e de contratar, demitir e estabelecer a política de remuneração da alta administração.

Logo, para desempenhar satisfatoriamente o papel de monitoramento da gestão, parece evidente a necessidade de se conferir certo grau de independência ao conselho de administração. Dentre as práticas mais recomendadas pelos códigos de boas práticas de governança corporativa (e.g., IBGC, 2004; CVM, 2002), destacam-se justamente aquelas que objetivam a constituição de CA mais independentes. Como forma de se atingir este propósito, usualmente recomenda-se a adoção de uma estrutura de governança pautada em uma maior

participação possível de membros independentes (não executivos) e a existência de pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor presidente (CEO) e presidente do conselho de administração.

Os gestores de *private equity* e *venture capital*, por sua vez, possuem reputação de participar ativamente da governança de suas investidas, tipicamente exigindo assentos no conselho (SAHLMAN, 1990). Trabalhos encontrados na literatura internacional indicam que o contato freqüente e o monitoramento constante dos gestores de PE/VC resultam em impactos positivos na governança corporativa das empresas de seus *portfolios* (HELLMANN e PURI, 2002; BAKER e GOMPERS, 2003; HOCHBERG, 2004; WONGSUNWAI, 2007).

Diante do exposto, o escopo do presente capítulo consiste em avaliar a influência do investimento de PE/VC nas características dos conselhos de administração, considerados instrumentos centrais de governança. Para tanto, dois aspectos destes órgãos deliberativos serão analisados, visando avaliar a sua independência: (i) a composição; e (ii) a separação entre os cargos de diretor presidente e presidente do CA. No Brasil, nenhum trabalho anterior estudou a relação entre financiamento por fundos de PE/VC e características dos conselhos de administração das investidas, o que evidencia o ineditismo do presente estudo.

O capítulo está estruturado da seguinte forma. A Seção 6.1. apresenta a literatura relacionada ao assunto, em complemento aos tópicos já abordados nos Capítulos 2 e 3. A Seção 6.2. relata a metodologia empregada e as hipóteses do estudo. Por fim, a Seção 6.3. detalha os resultados obtidos nas análises do presente capítulo.

6.1. Revisão da Literatura Relacionada

A qualidade da governança corporativa pode ser acessada por vários indicadores, dependendo da relação principal-agente que está sendo tratada. Muitas recomendações de boas práticas de governança focam no conflito de agência existente entre os administradores (agentes) e os acionistas (principais). Neste caso, o objetivo da governança é garantir que os gestores tomem apenas decisões que privilegiem os acionistas, sem buscar a obtenção de benefícios particulares que sejam conflitantes com os interesses dos detentores do capital. Já no caso de companhias com alta concentração de controle, os mecanismos de governança priorizam a defesa dos acionistas minoritários contra a expropriação pelos controladores. De

maneira genérica, o propósito final do conjunto de regras de governança é assegurar que os fornecedores de capital para as empresas receberão o retorno adequado sobre seus investimentos.

Diversos trabalhos acadêmicos, internacionais e nacionais, encontraram evidências empíricas de que a qualidade da governança corporativa afeta positivamente o valor da empresa e o desenvolvimento dos mercados financeiros. Para citar apenas alguns exemplos, La Porta et al. (2000; 2002) concluem que, nos países com melhor proteção aos acionistas minoritários, os mercados financeiros são mais desenvolvidos e as empresas têm maior valor. Rechner e Dalton (1991) constataram que empresas com pessoas diferentes ocupando os cargos de CEO e presidente do conselho de administração consistentemente têm desempenho superior àquelas que agregam estas duas funções na mesma pessoa. Já a maioria dos trabalhos que procuraram relacionar a composição do conselho de administração com o desempenho das empresas não chegou a resultados conclusivos (BAYSINGER e BUTLER, 1985; HERMALIN e WEISBACH, 1991; BHAGAT e BLACK, 2002), embora seja bastante difundida na academia e no meio corporativo a noção de que conselhos mais independentes privilegiam os interesses dos acionistas.

No Brasil, Silveira et al. (2003) encontraram evidências de que a separação entre os cargos de diretor presidente e presidente do conselho aumenta o valor de mercado das empresas. Leal e Carvalhal da Silva (2005), utilizando um índice de práticas de governança corporativa elaborado a partir de 24 questões objetivas, concluíram que a qualidade da governança afeta positivamente o valor das empresas. Já Carvalho e Pennacchi (2007) estudaram o efeito da migração para os mercados diferenciados de governança corporativa lançados pela BOVESPA em 2001 (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1). Por meio de estudos de evento, os autores identificaram que a mudança para os níveis especiais de governança está associada a retornos anormais positivos, maior volume de negociação das ações preferenciais e redução no prêmio entre as ações ordinárias e preferenciais.

No que diz respeito ao impacto da participação de fundos de PE/VC na governança corporativa das investidas, diversos trabalhos encontraram evidências de que os gestores de PE/VC contribuem para o aprimoramento das práticas de governança das empresas por eles financiadas (HELLMANN e PURI, 2002; BAKER e GOMPERS, 2003; HOCHBERG, 2004; WONGSUNWAI, 2007). Em se tratando de empresas ingressantes mercado acionário, os gestores de VC têm incentivos para a adoção de uma estrutura de

governança adequada, já que tipicamente mantém sua participação após o IPO (BARRY et al., 1990). Segundo Hochberg (2004), tanto a remuneração do gestor de PE/VC quanto a sua habilidade para levantar novos fundos dependem dos retornos de seus investimentos, que, por sua vez, são determinados pelos preços das ações no momento da venda ou distribuição da participação. Como resultado, os gestores possuem incentivos para adotar uma estrutura de governança que garanta a preservação do valor de seus investimentos após o ingresso na bolsa de valores. Ademais, a formação da reputação da organização de *private equity* e *venture capital* também está estreitamente relacionada ao bom desempenho e à credibilidade de suas investidas, uma vez que os “casos de sucesso” são fundamentais para o incremento do prestígio dos gestores de PE/VC junto aos investidores atuais e potenciais.

De acordo com Baker e Gompers (2003), o estabelecimento de uma governança corporativa efetiva na proteção dos interesses dos acionistas minoritários é também mais importante na abertura de capital, porque o IPO representa o primeiro momento em que a maioria das empresas levanta recursos de investidores dispersos. Utilizando uma amostra de 1.116 IPOs ocorridos nos Estados Unidos, os autores concluíram que empresas com investimento do tipo VC possuem conselhos de administração com menor participação de membros internos e maior quantidade relativa de conselheiros independentes. Estes resultados se mostraram robustos ao controle da endogeneidade do financiamento por *venture capital*, o que sugere que os gestores de VC, além de monitorarem e proverem capital às empresas de seu *portfolio*, também oferecem serviços que agregam valor ao negócio, substituindo membros instrumentais no CA (tais como consultores, contabilistas e outros especialistas).

Hochberg (2004) também examinou o papel dos gestores de VC na governança corporativa de empresas norte-americanas ingressantes em bolsa de valores. Os resultados obtidos pela autora são semelhantes àqueles identificados por Baker e Gompers (2003): as companhias financiadas por VC possuem conselhos de administração e comitês de auditoria e remuneração mais independentes e são menos propensas a terem a mesma pessoa ocupando os cargos de CEO e presidente do CA.

Já Wongsunwai (2007) investigou se diferenças na qualidade do gestor de VC afetam a governança corporativa das empresas do *portfolio*. O autor desenvolveu um índice para medir a qualidade da organização de VC altamente correlacionado com o retorno dos fundos e a probabilidade de saída via abertura de capital ou venda estratégica (*trade-sale*), consideradas as mais rentáveis. Os resultados obtidos por Wongsunwai (2007) na análise das

características do conselho de administração (fração de membros independentes, separação entre os cargos de CEO e presidente do conselho, entre outros aspectos) sugerem que o financiamento por VC está associado a melhores práticas de governança, independentemente da qualidade do gestor.

6.2. Metodologia e Hipóteses do Estudo

A metodologia deste capítulo é dividida em duas partes. Em 6.2.1., são descritos os procedimentos e hipóteses empregadas na análise da composição dos conselhos, enquanto a subseção 6.2.2. relata a metodologia e as hipóteses do estudo da separação entre os cargos de CEO e presidente do CA.

6.2.1. Composição do Conselho de Administração

Para a análise da composição dos conselhos de administração, primeiramente é necessário definir o critério de classificação de seus membros. Em vez de apenas dividir os conselheiros entre aqueles que são diretores ou funcionários (internos) e aqueles que não têm vínculo empregatício atual com a empresa (externos), optou-se por classificá-los com base na sua afiliação e nas funções que desempenham na companhia. Isto permite estudar com maior clareza a distribuição dos diversos papéis exercidos pelos conselheiros.

A classificação dos membros do CA adotada no presente trabalho segue as categorias descritas por Baysinger e Butler (1985). Outros trabalhos encontrados na literatura também utilizam esta convenção (LERNER, 1995; BAKER e GOMPERS, 2003). Os conselheiros são divididos em três funções principais: executiva, instrumental e de monitoramento.

Os componentes da categoria executiva são estreitamente alinhados com a alta administração da companhia, tanto econômica quanto psicologicamente. Fazem parte deste grupo os diretores, funcionários, ex-funcionários, empregados de subsidiárias e empresas coligadas, fundadores e seus familiares. Embora não sejam imparciais em relação à administração, os membros executivos trazem informações sobre as operações da empresa

para dentro do conselho (BAKER e GOMPERS, 2003). Adicionalmente, diretores seniores podem ser avaliados para uma possível sucessão ao participar do conselho de administração (HERMALIN e WEISBACH, 1988).

Os membros instrumentais, ou quase-internos, são selecionados para o CA por razões funcionais além do aconselhamento e monitoramento da administração. Estes componentes são fontes de conhecimento específico em determinada área e podem auxiliar a administração no processo de tomada de decisões. Além disso, também servem como elo entre diferentes organizações. Advogados, contadores, financistas e consultores fazem parte desta categoria. Os tomadores de decisão afiliados a empresas que possuem alguma relação econômica com a companhia (e.g. fornecedores, clientes e instituições financeiras) também pertencem a este grupo, tendo em vista a possibilidade contribuir na busca de sinergia entre empresas.

Já para pertencer à categoria de monitoramento, o conselheiro não deve ter nenhuma relação de dependência (seja econômica ou psicológica) com os administradores, o que exclui seus familiares, representantes de organizações que negociam em quantidade significativa com empresa e outras pessoas que dependam dos gestores para manter a sua posição. A principal função deste grupo é supervisionar as ações e o desempenho dos administradores e garantir que os mesmos estejam alinhados aos interesses dos acionistas. Fazem parte desta categoria os conselheiros profissionais, investidores privados (inclusive do grupo controlador) e funcionários de empresas sem relação com a companhia. Os representantes dos investidores de *private equity* e *venture capital*, portanto, também pertencem a este grupo, desde que não façam parte diretamente da administração da empresa.

Os conselheiros da amostra de 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA entre janeiro/2004 e julho/2007 foram classificados com base nas informações biográficas contidas nos prospectos de distribuição pública inicial de ações, complementadas por dados obtidos de fontes secundárias (por exemplo, dos *sites* das companhias ou de notícias vinculadas na imprensa).

Com a finalidade de avaliar o efeito da participação de organizações de PE/VC na composição dos CA das empresas investidas, será testado o seguinte conjunto de hipóteses, considerando-se a situação na data do IPO:

H_{3-A}: Empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam conselhos de administração com menor proporção de membros executivos do que as empresas que não receberam este tipo de aporte de capital.

H_{3-B}: Empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam conselhos de administração com menor proporção de membros instrumentais do que as empresas que não receberam este tipo de aporte de capital.

H_{3-C}: Empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam conselhos de administração com maior proporção de membros independentes (grupo de monitoramento) do que as empresas que não receberam este tipo de aporte de capital.

Para testar as hipóteses de pesquisa, serão realizadas regressões em corte seccional pelos métodos dos mínimos quadrados ordinários (OLS) e Tobit. As variáveis dependentes são proporções, em relação total, de cada categoria de conselheiro (*Executivo_i*, *Instrumental_i* e *Monitoramento_i*). Logo, os valores variam entre 0 (zero) e 1 (um), o que faz do modelo Tobit censurado dos dois lados (em 0 e 1) adequado para a formulação em questão. A utilização de dois modelos econométricos diferentes visa testar a robustez dos resultados.

Os modelos de regressão que serão empregados no teste das hipóteses **H_{3-A}** a **H_{3-C}** são apresentados abaixo, respectivamente:

$$\begin{aligned} \text{Executivo}_i = & \beta_0 + \beta_1 PE_VC_i + \beta_2 Tamanho_i + \beta_3 Idade_Empresa_i + \beta_4 Fundador_i \\ & + \beta_5 Experiencia_CEO_i + \beta_6 Idade_CEO_i + \beta_7 Aposentadoria_i \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} \text{Instrumental}_i = & \beta_0 + \beta_1 PE_VC_i + \beta_2 Tamanho_i + \beta_3 Idade_Empresa_i + \beta_4 Fundador_i \\ & + \beta_5 Experiencia_CEO_i + \beta_6 Idade_CEO_i + \beta_7 Aposentadoria_i \end{aligned} \quad (10)$$

$$\begin{aligned} \text{Monitoramento}_i = & \beta_0 + \beta_1 PE_VC_i + \beta_2 Tamanho_i + \beta_3 Idade_Empresa_i + \beta_4 Fundador_i \\ & + \beta_5 Experiencia_CEO_i + \beta_6 Idade_CEO_i + \beta_7 Aposentadoria_i \end{aligned} \quad (11)$$

em que:

<i>Executivo_i</i>	=	quantidade de membros executivos no CA / quantidade total de conselheiros
<i>Instrumental_i</i>	=	quantidade de membros instrumentais no CA / quantidade total de conselheiros
<i>Monitoramento_i</i>	=	quantidade de membros do grupo de monitoramento no CA / quantidade total de conselheiros
<i>PE_VC_i</i>	=	variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 (um) se a empresa <i>i</i> recebeu financiamento do tipo PE/VC antes da abertura de capital e 0 (zero) caso contrário.
<i>Tamanho_i</i>	=	logaritmo neperiano do valor de mercado da empresa <i>i</i> (em milhões de Reais) no primeiro dia de listagem na BOVESPA. O valor de mercado é calculado pelo produto do número total de ações pelo preço de fechamento do dia.
<i>Idade_Empresa_i</i>	=	idade da empresa <i>i</i> , calculada pela diferença entre o ano do IPO e o ano da fundação (anos).
<i>Fundador_i</i>	=	variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 (um) se o diretor presidente for um dos fundadores da empresa <i>i</i> e 0 (zero) caso contrário.
<i>Experiencia_CEO_i</i>	=	tempo em que o diretor presidente ocupa o cargo na empresa <i>i</i> na data do IPO (anos).
<i>Idade_CEO_i</i>	=	idade do diretor presidente da empresa <i>i</i> na data do IPO (anos).
<i>Aposentadoria_i</i>	=	variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 (um) se o diretor presidente estiver próximo da aposentadoria (idade maior que 60 anos) na data do IPO e 0 (zero) caso contrário.

As hipóteses de pesquisa **H_{3-A}** e **H_{3-B}** serão confirmadas se o coeficiente da variável *PE_VC_i* for negativo e estatisticamente significativo nas especificações (9) e (10),

respectivamente, enquanto a aceitação da hipótese $H_{3.C}$ requer que o coeficiente seja positivo e significativo em (11).

As variáveis independentes dos modelos de regressão (9) a (11) são idênticas e incluem uma série de controles que podem afetar a composição do conselho de administração. Quanto às variáveis relacionadas a características da empresa (*Tamanho_i* e *Idade_Empresa_i*), Baker e Gompers (2003) argumentam que a estrutura do CA pode refletir o histórico financeiro de uma companhia, sendo que aquelas que freqüentemente requerem financiamento externo tendem a ter um maior número de membros externos (independentes) no conselho. Logo, a expectativa é que empresas maiores e mais antigas tenham maior proporção de conselheiros do grupo de monitoramento, em detrimento das outras categorias. Além disso, segundo os mesmos autores, grandes empresas têm maior probabilidade de possuir substitutos para os membros instrumentais do conselho entre seus próprios funcionários.

Já as variáveis *Fundador_i*, *Experiencia_CEO_i* e *Idade_CEO_i* controlam pelo poder relativo do executivo principal, consistente com Hermalin e Weisbach (1998). A composição do conselho de administração pode ser vista como o resultado de um processo de barganha entre o CEO e os investidores externos. O CA tende a se tornar menos independente ao longo da consolidação da carreira do diretor presidente dentro da companhia. Portanto, espera-se uma relação inversa entre estas variáveis e a variável *Monitoramento_i* e coeficientes positivos para as mesmas nas especificações (9) e (10).

No que diz respeito à variável *Aposentadoria_i*, Hermalin e Weisbach (1988) argumentam que a composição do conselho de administração pode fazer parte do processo de preparação de executivos para o cargo de diretor presidente. Se o CEO está próximo da aposentadoria, potenciais substitutos podem ser trazidos ao conselho para serem avaliados e treinados para ocupar esta posição no futuro. Logo, a expectativa é que o coeficiente desta variável seja positivo nas formulações (9) e (10) e negativo em (11).

6.2.2. Separação entre os Cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho

Por fim, será examinado o acúmulo das funções de executivo principal e presidente do CA. Existe um claro conflito de interesses quando ambas as posições são ocupadas pela mesma pessoa, pois, nesse caso, o diretor presidente torna-se o responsável

pela avaliação da sua própria atuação. Portanto, a separação entre estes cargos confere maior objetividade e efetividade ao processo de avaliação da gestão. Vários trabalhos encontraram evidências empíricas dos benefícios trazidos por esta separação (RECHNER e DALTON, 1991; YERMACK, 1996; SILVEIRA et al. 2003)

A hipótese seguinte aborda o impacto da participação de gestores de PE/VC na separação entre os cargos de executivo principal e presidente do CA das empresas ingressantes na bolsa de valores:

H₄: Empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam maior probabilidade de terem pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração do que as empresas que não receberam este tipo de aporte de capital.

O modelo de regressão utilizado para testar a hipótese **H₄** possui os mesmos controles das especificações **(9)** a **(11)**:

$$CEO_Presidente_i = \beta_0 + \beta_1 PE_VC_i + \beta_2 Tamanho_i + \beta_3 Idade_Empresa_i + \beta_4 Fundador_i + \beta_5 Experiencia_CEO_i + \beta_6 Idade_CEO_i + \beta_7 Aposentadoria_i \quad (12)$$

em que:

CEO_Presidente_i = variável *dummy* que assume o valor 1 (um) se a empresa *i* tiver a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração e 0 (zero) caso contrário.

Para confirmar a hipótese de pesquisa **H₄**, é necessário que o coeficiente da variável *PE_VC_i* seja negativo e estatisticamente significativo no modelo acima.

A equação **(12)** será estimada em corte seccional com a amostra de 66 empresas descrita no Capítulo 4. Os modelos econométricos utilizados neste caso serão o Probit e o Logit, uma vez que se trata de variável dependente binária. O primeiro modelo se baseia na função de distribuição normal cumulativa, e o segundo na distribuição normal logística. A

utilização destes modelos busca garantir que, para quaisquer valores das variáveis independentes, as estimativas de probabilidade estarão no intervalo entre 0 (zero) e 1 (um).

Por fim, em todas as regressões, será empregado o procedimento de White (1980) para garantir que os erros-padrão sejam robustos à heterocedasticidade dos resíduos.

6.2.3. Tratamento da Endogeneidade do Investimento de PE/VC

O problema da endogeneidade do investimento de PE/VC também pode se manifestar na análise das características do conselho de administração. As empresas financiadas por fundos de *private equity* e *venture capital* podem apresentar, a priori, melhores práticas de governança corporativa, em decorrência do criterioso processo de seleção efetuado pelos gestores de PE/VC antes do investimento, o que torna necessário controlar esse possível viés (caso ele realmente exista).

Neste caso, ao invés de aplicar o procedimento de variáveis instrumentais diretamente, em primeiro lugar será realizado um teste de exogeneidade da variável PE_VC_i . Para a análise da composição do conselho de administração, descrita em 6.2.1., será empregado o teste proposto por Smith e Blundell (1986) para o modelo Tobit nas especificações (9) a (11). Já para o estudo da separação entre os cargos de diretor presidente e presidente do conselho, cuja metodologia é apresentada em 6.2.2., será utilizado o teste desenvolvido por Rivers e Vuong (1988) para o modelo Probit na equação (12).

Ambos os testes baseiam-se na estimação de um modelo auxiliar para a variável supostamente endógena PE_VC_i , com as variáveis consideradas exógenas na equação principal ($Tamanho_i$, $Idade_Empresa_i$, $Fundador_i$, $Experiencia_CEO_i$, $Idade_CEO_i$ e $Aposentadoria_i$) mais um conjunto de instrumentos funcionando como variáveis independentes. Em seguida, os resíduos da equação auxiliar são estimados e inseridos na equação principal. Se estes resíduos forem significativos na regressão principal, então a variável PE_VC_i é endógena, tornando necessária a aplicação do procedimento de variáveis instrumentais para tratar esse problema. Os instrumentos empregados nos dois testes serão: *dummies* para indústria (segundo classificação do Economática®), unidade da federação (UF) onde a sede da empresa está localizada e ano de realização do IPO.

6.3. Resultados

Os resultados obtidos nas análises do presente capítulo são apresentados em duas partes. Na subseção 6.3.1., são relatados e discutidos os testes de diferença de médias empregados para comparar, preliminarmente, as características dos conselhos de administração das empresas com e sem investimento de PE/VC. Já em 6.3.2., são apresentados e discutidos os resultados das análises de regressão descritas em 6.2.

6.3.1. Análise Preliminar dos Dados

Partindo para a análise preliminar dos dados, a Tabela 12 apresenta estatísticas descritivas e testes de diferença de médias para características do CA e do diretor presidente (CEO) da amostra composta por 66 empresas estreantes na BOVESPA entre janeiro/2004 e julho/2007:

Tabela 12: Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias para características do Conselho de Administração e do Diretor Presidente

A tabela abaixo apresenta estatísticas descritivas e testes de diferença de médias para características do Conselho de Administração e do Diretor Presidente de uma amostra composta por 66 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações na BOVESPA no período de janeiro/2004 a julho/2007, excluindo empresas do setor econômico Finanças e Outros (segundo classificação setorial da BOVESPA) e três empresas para as quais não foi possível obter todos os dados necessários para a realização do estudo. As informações referem-se à data do IPO e foram coletadas dos prospectos de distribuição de ações e de fontes secundárias (relatórios da CVM, *sites* das companhias, entre outros). Os testes t de diferença de médias referem-se à comparações entre as médias das empresas que receberam investimento de PE/VC anteriormente ao IPO e das empresas que não receberam este tipo de aporte de capital.

	Todas as empresas			Com investimento de PE/VC			Sem investimento de PE/VC			Estatística t
	N	Média	Desvio-padrão	N	Média	Desvio-padrão	N	Média	Desvio-padrão	
Características do Conselho de Administração										
Número de membros	66	6,62	1,93	29	7,31	2,25	37	6,08	1,44	2,56**
Membros Executivos (% do total)	66	39,22	23,38	29	31,11	22,87	37	45,58	22,04	-2,60**
Membros Instrumentais (% do total)	66	7,76	13,39	29	4,47	9,37	37	10,33	15,50	-1,90*
Membros de Monitoramento (% do total)	66	53,02	26,25	29	64,42	26,20	37	44,09	22,88	3,36***
Diretor Presidente é o Presidente do Conselho (Sim =1; Não = 0)	66	0,35	0,48	29	0,31	0,47	37	0,38	0,49	-0,57
Características do Diretor Presidente										
Idade (anos)	66	47,02	8,00	29	45,90	6,98	37	47,89	8,71	-1,01
Próximo da aposentadoria (idade > 60 anos) (Sim =1; Não = 0)	66	0,05	0,21	29	0,03	0,19	37	0,05	0,23	-0,37
É um dos fundadores da empresa (Sim =1; Não = 0)	66	0,42	0,50	29	0,45	0,51	37	0,41	0,50	0,34
Tempo de experiência no cargo (anos)	66	7,64	9,07	29	7,83	8,14	37	7,49	9,85	0,15

*, ** e *** denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente (teste bi-caudal).

Primeiramente, observa-se que as empresas com investimento de PE/VC apresentam conselhos de administração maiores do que os das outras companhias da amostra (diferença média de 1,23, significativa ao nível de 5%). Esta constatação provavelmente é um reflexo da demanda por assentos no conselho por parte dos gestores de PE/VC. Estudos encontrados na literatura evidenciam que as organizações de *private equity* e *venture capital* tipicamente exigem alguns assentos nos conselhos de administração de suas investidas, o que também ocorre no contexto brasileiro (GORMAN e SAHLMAN, 1989; SAHLMAN, 1990; LERNER, 1995; CARVALHO et al., 2006).

Quanto à composição do conselho, nota-se que as empresas investidas por PE/VC têm menor proporção média de conselheiros executivos e instrumentais e maior proporção de membros do grupo de monitoramento do que as outras empresas (diferenças significativas aos níveis de 5%, 10% e 1%, respectivamente). As companhias que receberam investimento de PE/VC apresentam, em média, 31,11%, 4,47% e 64,42% do conselho composto por membros executivos, instrumentais e de monitoramento, respectivamente, enquanto os valores médios das não investidas por PE/VC são 45,58%, 10,33% e 44,09%. Estes resultados constituem uma evidência preliminar de que as empresas do *portfolio* dos fundos de PE/VC possuem conselhos de administração mais independentes, ou seja, com maior quantidade de membros não ligados à gestão da companhia. No que se trata da separação entre os cargos de CEO e presidente do conselho, embora a média das empresas financiadas por PE/VC seja inferior, não há diferença significativa entre os dois grupos nesta variável.

Em relação às características do diretor presidente, nota-se que os valores médios das empresas com e sem investimento de PE/VC são similares, sendo que a diferença entre as médias é não significativa em todos os casos. Os CEOs da amostra possuem idade média de 47,02 anos e ocupam este cargo na empresa em média há 7,64 anos. O número de diretores próximos da aposentadoria é bastante reduzido (média da variável *Aposentadoria_i* é de apenas 0,05) e em aproximadamente 42% dos casos o atual CEO é um dos fundadores da companhia.

6.3.2. Análises de Regressão

Em primeiro lugar, para evitar o problema de multicolinearidade nas análises de regressão, avalia-se a matriz de correlação das variáveis, apresentada na tabela a seguir:

Tabela 13: Matriz de correlação das variáveis independentes na análise das características do Conselho de Administração

A tabela abaixo apresenta a matriz de correlação das variáveis independentes empregadas nos modelos de regressão especificados em (9) a (12). Os p-valores do teste de significância dos coeficientes de correlação são apresentados entre parênteses.

	PE-VC	Tamanho	Idade_Empresa	Idade_CEO	Aposentadoria	Fundador	Exper_CEO
PE-VC	1						
Tamanho	0,0101 (0,936)	1					
Idade_Empresa	-0,0035 (0,978)	0,0493 (0,694)	1				
Idade_CEO	-0,1247 (0,319)	0,0224 (0,858)	0,2058* (0,097)	1			
Aposentadoria	-0,0466 (0,710)	0,1257 (0,315)	0,1970 (0,113)	0,4942*** (0,000)	1		
Fundador	0,0431 (0,731)	-0,0629 (0,616)	-0,3904*** (0,001)	0,1257 (0,314)	-0,0401 (0,749)	1	
Exper_CEO	0,0188 (0,881)	0,0821 (0,512)	0,0348 (0,781)	0,3824*** (0,002)	0,2512** (0,042)	0,5727*** (0,000)	1

***, ** e * denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Na Tabela 13, observa-se que a variável $Idade_CEO_i$ possui correlação positiva e significativa ao nível de 1% com as variáveis $Aposentadoria_i$ e $Experiencia_CEO_i$, o que faz bastante sentido. Além disso, o coeficiente de correlação entre as variáveis $Experiencia_CEO_i$ e $Fundador_i$ (significativo a 1%) indica que há uma relação positiva entre a experiência do executivo principal e a probabilidade do mesmo ser também um dos fundadores da empresa. Outra relação com significância estatística de 1% existe entre as variáveis $Idade_Empresa_i$ e $Fundador_i$, cujo sinal negativo sugere que empresas mais antigas têm menor propensão a atribuir o cargo de diretor presidente a um dos fundadores da companhia. No entanto, como os valores dos coeficientes de correlação mostrados na Tabela 13 não são muito altos (máximo de 0,5727) e o R^2 das regressões, apresentadas a seguir, também não é muito elevado, conclui-se que possíveis problemas de multicolinearidade podem ser desconsiderados.

A Tabela 14 relata os resultados encontrados na estimação das especificações (9) a (11), cujo objetivo é avaliar a influência dos gestores de PE/VC na composição dos conselhos de administração das investidas. Os modelos de regressão utilizados foram o OLS e o Tobit com censura em 0 (zero) e 1 (um). O sinal esperado entre colchetes refere-se às regressões da proporção de conselheiros do grupo de monitoramento.

Tabela 14: Regressões da composição do Conselho de Administração

A tabela abaixo apresenta regressões em corte transversal para a análise da composição dos Conselhos de Administração de uma amostra composta por 66 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações na BOVESPA no período de janeiro/2004 a julho/2007, excluindo empresas do setor econômico Finanças e Outros (segundo classificação setorial da BOVESPA) e três empresas para as quais não foi possível obter todos os dados necessários para a realização do estudo. As variáveis dependentes são proporções, em relação total, de cada categoria de conselheiro (Executivo, Instrumental e de Monitoramento). As variáveis independentes são descritas em 6.2.1. Os resultados foram obtidos com a utilização dos modelos de estimação OLS e Tobit. O sinal esperado entre colchetes refere-se às regressões com a variável *Monitoramento_i*. Os valores das estatísticas t (robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) para as regressões OLS) são apresentadas entre parênteses.

Variável	Sinal Esperado	Proporção de Conselheiros Executivos		Proporção de Conselheiros Instrumentais		Proporção de Conselheiros de Monitoramento	
		OLS	Tobit	OLS	Tobit	OLS	Tobit
		(1)	(2)	(4)	(5)	(7)	(8)
Intercepto	+ / -	0,8536** (2,37)	0,9624** (2,56)	-0,0310 (-0,13)	-0,2894 (-0,53)	0,1821 (0,36)	-0,0070 (-0,02)
PE_VC	- [+]	-0,1478** (-2,49)	-0,1695*** (-2,87)	-0,0653* (-1,99)	-0,2048** (-2,06)	0,2136*** (3,23)	0,2437*** (3,65)
Tamanho	- [+]	-0,0340 (-0,82)	-0,0413 (-1,01)	0,0265 (0,95)	0,0562 (0,94)	0,0076 (0,13)	0,0239 (0,50)
Idade_Empresa	- [+]	0,0002 (0,12)	-0,0006 (-0,33)	0,0007 (0,95)	0,0025 (0,87)	-0,0010 (-0,47)	-0,0002 (-0,12)
Fundador	+ [-]	0,0186 (0,22)	0,0063 (0,08)	0,0111 (0,27)	-0,0001 (-0,00)	-0,0289 (-0,32)	-0,0141 (-0,15)
Experiencia_CEO	+ [-]	-0,0015 (-0,37)	-0,0005 (-0,11)	0,0012 (0,54)	0,0059 (0,78)	0,0003 (0,06)	-0,0012 (-0,23)
Idade_CEO	+ [-]	-0,0033 (-0,85)	-0,0042 (-0,93)	-0,0018 (-0,81)	-0,0056 (-0,81)	0,0051 (1,30)	0,0061 (1,21)
Aposentadoria	+ [-]	0,1822 (1,30)	0,2101 (1,29)	-0,0922 (-1,45)	-2,0443*** (-5,48)	-0,0882 (-0,68)	-0,1146 (-0,62)
Número de observações		66	66	66	66	66	66
R ² (ou Pseudo R ² para Tobit)		12,68%	63,45%	10,98%	15,39%	16,93%	33,64%

***, ** e * denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

A primeira conclusão que pode ser inferida a partir da observação da Tabela 14 é que os resultados são robustos aos diferentes modelos econométricos empregados, uma vez que tanto o sinal quanto a significância estatística dos coeficientes não variam muito entre os modelos OLS e Tobit. Além disso, observa-se que todas as variáveis de controle possuem baixo poder explicativo da composição do conselho (praticamente nenhuma delas apresenta nível de significância inferior a 10%), e, em alguns casos, o sinal é compatível com o esperado e, em outros, não. A variável *Aposentadoria_i* é única que apresenta significância estatística (ao nível de 1%) em uma das regressões, porém com sinal oposto ao previsto.

A variável de interesse, por sua vez, é significativa em todas as regressões e apresenta o sinal previsto. As evidências encontradas dão suporte às hipóteses de pesquisa **H_{3-A}** a **H_{3-C}**. Os resultados sugerem que as empresas do *portfolio* dos fundos de PE/VC

apresentam maior proporção de membros do grupo de monitoramento no conselho e menor proporção de conselheiros executivos e instrumentais, quando comparadas às empresas não investidas por PE/VC. Em termos numéricos, há evidências, por exemplo, de que os conselhos das companhias que receberam aporte de PE/VC possuem de 21,36% a 24,37% mais conselheiros independentes do que as demais empresas da amostra de IPOs, com 1% de significância estatística. Esta constatação pode ser em parte explicada pelo fato dos gestores de PE/VC geralmente ocuparem alguns assentos nos conselhos de administração das investidas. Entretanto, como as organizações de *private equity* e *venture capital* também fazem parte do grupo que supervisiona a administração da companhia, os resultados encontrados corroboram a hipótese de que as empresas financiadas por fundos de PE/VC chegam ao mercado acionário com conselhos mais independentes da gestão, o que favorece os interesses dos acionistas.

No que tange aos testes de exogeneidade da variável PE_VC_i , os resultados obtidos nos testes de Smith e Blundell (1986) indicam que não há evidências significativas de que a variável indicativa do financiamento por *private equity* e *venture capital* seja endógena nas regressões da composição dos conselhos de administração (equações (9) a (11)). Em resultados não reportados, verificou-se que os resíduos da regressão auxiliar da variável PE_VC_i nas exógenas e nos instrumentos não apresentam significância estatística nas regressões principais. Desta forma, conclui-se que é desnecessário aplicar o procedimento de variáveis instrumentais neste caso.

Por fim, a última análise tem por objetivo verificar a influência da participação de um fundo de PE/VC na separação (ou acúmulo) entre os cargos de executivo principal (CEO) e presidente do conselho de administração. A Tabela 15 relata os resultados encontrados nas estimações da especificação (12) com o emprego dos modelos econométricos Probit e Logit.

Tabela 15: Regressões da separação entre os cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração

A tabela abaixo apresenta regressões em corte transversal para a análise da separação entre os cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração de uma amostra composta por 66 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações na BOVESPA no período de janeiro/2004 a julho/2007, excluindo empresas do setor econômico Finanças e Outros (segundo classificação setorial da BOVESPA) e três empresas para as quais não foi possível obter todos os dados necessários para a realização do estudo. A variável dependente é uma *dummy* que assume o valor 1 (um) se a empresa *i* tiver a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho e 0 (zero) caso contrário. As variáveis independentes são descritas em 6.2.2. Os resultados foram obtidos com a utilização dos modelos de estimação Probit e Logit. Os valores das estatísticas *z* robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses.

Variável	Sinal Esperado	Probit (1)	Logit (2)
Intercepto	+ / -	-3,3926 (-1,44)	-5,5628 (-1,31)
PE_VC	-	-0,3874 (-1,04)	-0,6494 (-1,00)
Tamanho	-	0,1919 (0,80)	0,2960 (0,70)
Idade_Empresa	-	0,0198* (1,66)	0,0330 (1,50)
Fundador	+	0,7775 (1,57)	1,3153 (1,56)
Experiencia_CEO	+	0,0609** (2,41)	0,0984** (2,34)
Idade_CEO	+	0,0094 (0,32)	0,0178 (0,33)
Aposentadoria	-	-1,7415** (-2,48)	-2,9898** (-2,25)
Número de observações		66	66
Estatística χ^2 da regressão		20,30	16,74
p-valor		0,005	0,019

***, ** e * denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Em primeiro lugar, observa-se que, mais uma vez, os resultados encontrados foram robustos ao modelo de estimação utilizado. Ademais, nesta análise algumas variáveis de controle se mostraram com poder explicativo. A variável *Idade_Empresa_i*, por exemplo, possui coeficiente positivo e significativo ao nível de 10% na regressão Probit, sugerindo que empresas mais antigas, ao contrário do esperado, têm maior probabilidade de possuir a mesma pessoa ocupando os cargos de CEO e presidente do CA.

Já as *proxies* do poder do executivo principal apresentaram sinais consistentes com o esperado, com coeficiente significativo ao nível de 5% no caso da variável

$Experiencia_CEO_i$ e próximo do nível de significância de 10% para a variável $Fundador_i$. De acordo com Hermalin e Weisbach (1998), a composição do conselho de administração pode ser vista como o resultado de um processo de barganha entre o CEO e os investidores externos. Assim, quanto maior o poder relativo do executivo principal (medido pela idade, tempo de experiência e status de fundador do CEO), maior é a probabilidade deste também ocupar o cargo de presidente do conselho.

O coeficiente negativo da variável $Aposentadoria_i$, por sua vez, significativo ao nível de 1% em ambas as regressões da Tabela 15, indica que há uma redução de 0,32 a 0,33 na probabilidade do diretor presidente ocupar também a posição de presidente do CA quando o CEO está próximo da aposentadoria, quando todas as outras variáveis são mantidas em suas médias. Este resultado faz sentido, uma vez que pode ser um indicativo de que o executivo principal vai aos poucos se desfazendo do poder dentro da companhia conforme se aproxima o momento de se afastar definitivamente da condução do negócio.

No que se trata da variável de interesse, assim como na análise univariada preliminar apresentada anteriormente (Tabela 12), não há evidências conclusivas de que as empresas investidas por PE/VC são menos propensas ao acúmulo das funções de CEO e presidente do conselho de administração do que as demais companhias. O coeficiente da variável PE_VC_i , embora seja negativo, não é estatisticamente significativo em ambas as regressões da Tabela 15. Portanto, conclui-se que a hipótese de pesquisa **H₄** não encontra suporte para a amostra de empresas estreantes na BOVESPA utilizada no presente estudo.

Quanto à possível endogeneidade do financiamento por PE/VC na análise da separação entre os cargos de diretor presidente e presidente do CA, os resultados do teste de Rivers e Vuong (1988) indicam que, também neste caso, não há evidências de que a variável PE_VC_i seja endógena, uma vez que os resíduos da regressão auxiliar não foram significativos na estimação da equação (12).

Em resumo, os resultados relatados neste capítulo reforçam a idéia de que os gestores de PE/VC desempenham um papel importante no aprimoramento das práticas de governança corporativa das empresas por eles financiadas. Ao contribuir para a formação de conselhos de administração mais independentes, as organizações de PE/VC ajudam a conferir maior imparcialidade na supervisão da gestão das companhias, em prol dos interesses dos acionistas.

Capítulo 7

CONCLUSÕES

O presente trabalho teve por objetivo investigar a influência da participação de fundos de *private equity* e *venture capital* na governança corporativa das empresas por eles financiadas, no contexto brasileiro. A indústria de PE/VC tem crescido bastante no país e o seu impacto econômico já é evidente, particularmente na evolução do mercado de capitais a partir do ano de 2004. Das 88 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro de 2004 a julho de 2007, 31 haviam recebido financiamento de PE/VC anteriormente à estréia no mercado acionário.

A governança corporativa pode ser definida de diversas maneiras, dependendo do problema principal-agente que está sendo considerado. Quando o foco é dirigido ao conflito de agência existente entre os administradores (agentes) e os acionistas (principais), o objetivo da governança é garantir que os primeiros sempre busquem maximizar o valor para os últimos, ao contrário de buscar benefícios particulares que sejam conflitantes com os interesses dos detentores do capital. Por outro lado, em países em que o controle das companhias é altamente concentrado, como o Brasil, os mecanismos de governança priorizam a defesa dos acionistas minoritários contra a expropriação pelos controladores. De forma genérica, o objetivo final do conjunto de regras de governança é assegurar que os fornecedores de capital receberão o adequado retorno sobre seus investimentos. Como resultado, diversos trabalhos internacionais e nacionais encontraram evidências de que a

qualidade da governança corporativa afeta positivamente o valor da empresa e o desenvolvimento dos mercados financeiros (BAYSINGER e BUTLER, 1985; RECHNER e DALTON, 1991; LA PORTA et al. 2000; 2002; SILVEIRA et al., 2003; CARVALHO e PENNACCHI, 2007).

A importância de uma adequada estrutura de governança tornou-se ainda mais evidente após os sucessivos escândalos financeiros ocorridos na primeira década deste século, tais como os casos dos gigantes corporativos Enron e Worldcom. Neste contexto, a qualidade dos relatórios financeiros publicados pelas empresas tem um papel fundamental. Os prejuízos decorrentes da “maquiagem” de dados contábeis mostraram-se vultosos para muitas companhias, não somente em termos financeiros, mas principalmente do ponto de vista reputacional. Mesmo quando não implica em fraude contábil, como é o caso do gerenciamento de resultados (*earnings management*), a prática de manipulação de informações contábeis pode acarretar perdas aos investidores e demais *stakeholders*. Por exemplo, existem evidências de que os papéis de empresas com alto nível de gerenciamento de resultados em períodos próximos a ofertas públicas de ações apresentam um fraco desempenho de longo prazo (TEOH et al., 1998a; TEOH et al., 1998b; RANGAN, 1998). Além disso, em um processo de abertura de capital, o gerenciamento de resultados contábeis pode ser visto como uma prática que prejudica os futuros acionistas minoritários, haja vista que os ganhos obtidos com a sobrevalorização artificial das ações no IPO são auferidos pelos antigos controladores, enquanto o ônus fica para os acionistas (minoritários) que ingressam no momento do IPO.

Quando se trata da estrutura de governança de uma empresa, o conselho de administração ocupa uma posição central. Entre as suas funções, uma das mais importantes é o monitoramento da atuação e do desempenho dos administradores. Mas, para que possa cumprir satisfatoriamente este papel, é essencial que o conselho seja capaz de julgar imparcialmente as questões que envolvam potenciais conflitos de interesses. Diante disso, os códigos de boas práticas de governança corporativa (e.g., IBGC, 2004; CVM, 2002) costumam destacar recomendações que visam à constituição de conselhos mais independentes, tais como a participação do maior número possível de membros não executivos e a separação das funções de diretor presidente (CEO) e presidente do CA.

Na indústria de *private equity* e *venture capital*, por sua vez, os princípios de governança pautados no relacionamento próximo e freqüente entre gestores de PE/VC e suas

investidas, com o objetivo de reduzir os problemas de agência, também se refletem em benefícios reais para as empresas do *portfolio*. Na literatura, vários trabalhos constataram que as organizações de PE/VC agregam valor adicional ao negócio, além daquele que seria gerado apenas pela provisão de capital (BARRY et al., 1990; BRAV e GOMPERS, 1997; HELLMANN e PURI, 2000; 2002). Ademais, há evidências, ainda, de que os gestores de PE/VC influenciam a estrutura de governança adotada nas empresas por eles financiadas, contribuindo para o aprimoramento das práticas de governança corporativa e da qualidade de informação contábil das mesmas (BAKER e GOMPERS, 2003; HOCHBERG, 2004; MORSFIELD e TAN, 2006; WONGSUNWAI, 2007). O presente trabalho procurou estender estes estudos, testando o impacto do financiamento de PE/VC na governança das empresas brasileiras estreadas na bolsa de valores, com destaque para uma metodologia diferenciada.

Utilizando uma amostra de empresas que efetuaram oferta pública inicial de ações na BOVESPA entre janeiro de 2004 e julho de 2007, foi possível constatar que as companhias investidas por PE/VC se diferenciam das demais em termos de qualidade da governança corporativa. Primeiramente, os resultados apresentados no Capítulo 5 indicam que o nível de gerenciamento de resultados contábeis (medido pelas acumulações discricionárias correntes) das companhias com investimento de *private equity* e *venture capital*, em períodos próximos ao IPO, é significativamente inferior ao nível apresentado pelas empresas que não contaram com este tipo de financiamento. Os resultados obtidos se mostraram robustos a diversos testes de sensibilidade, tais como a utilização de vários modelos para o cálculo da *proxy* de manipulação de resultados, emprego de diferentes modelos econométricos, tratamento da possível endogeneidade do financiamento de PE/VC e testes que atenuam a influência de *outliers* e a imprecisão dos modelos de decomposição das acumulações.

O estudo que relaciona o investimento de PE/VC à propensão ao gerenciamento de resultados contábeis, além de ser único no contexto brasileiro, ainda apresenta caráter inovador em relação a outros trabalhos similares encontrados na literatura internacional (HOCHBERG, 2004; MORSFIELD e TAN, 2006), pois investiga a questão também sob uma perspectiva temporal. Com a utilização de dados trimestrais e estrutura de painel, foi possível analisar em que momento a prática de gerenciamento de resultados é mais intensa e quando a influência do gestor de PE/VC se mostra mais significativa. Os resultados obtidos indicam que o nível de gerenciamento de resultados é relevante apenas no intervalo imediatamente ao redor da data do IPO (Fase 2, segundo a convenção adotada), quando há tanto incentivos quanto oportunidades para realização de tal prática (TEOH et al., 1998b). Esta evidência

confirma a hipótese de que, também no Brasil, as empresas manipulam os resultados com o objetivo de inflar os preços das ações no momento da abertura de capital, em benefício dos interesses dos acionistas controladores. A hipótese de que os administradores exercitam a discricionariedade ao reportar os resultados com a intenção de manter (ou elevar) os preços dos papéis para a venda pelos *insiders*, após a expiração da cláusula *lock-up*, não encontrou suporte para o caso brasileiro. Além disso, os resultados indicam que o impacto da participação de uma organização de PE/VC na redução da manipulação contábil é mais importante exatamente no momento mais crítico, ou seja, no período em que as empresas gerenciam os resultados mais intensamente (Fase 2).

Por fim, nas análises das características dos conselhos de administração, foram encontradas evidências de que as empresas investidas por PE/VC possuem conselhos mais independentes da gestão, em comparação às demais empresas da amostra. A proporção de membros executivos e instrumentais, estreitamente relacionados à administração, é menor entre o grupo de empresas com investimento de PE/VC, enquanto a participação relativa de conselheiros com a função de monitoramento é substancialmente maior. Em relação à separação entre os cargos de diretor presidente (CEO) e presidente do CA, embora tenham sido encontrados alguns indícios de uma menor probabilidade de acúmulo destas funções entre as empresas do *portfolio* dos fundos de *private equity* e *venture capital*, os resultados não foram conclusivos. Também nesta parte do estudo foram realizados testes de robustez, tais como o emprego de diferentes modelos econométricos nas análises de regressão e a realização de testes para verificar se o financiamento por PE/VC é endógeno. Mais uma vez, as conclusões inferidas mostraram-se robustas aos testes de sensibilidade utilizados.

Em síntese, as evidências encontradas neste trabalho mostram que as organizações de PE/VC influenciam de forma positiva as práticas de governança corporativa das empresas que recebem seus investimentos. Do ponto de vista da defesa dos acionistas minoritários, a contribuição dos gestores de PE/VC foi demonstrada pelo menor nível de gerenciamento de resultados contábeis apresentado pelas companhias investidas por PE/VC em períodos próximos ao IPO. Já em relação à minimização dos conflitos principal-agente entre acionistas e administradores, os resultados obtidos indicam que a participação de fundos de PE/VC colabora para a construção de conselhos de administração mais independentes da gestão da empresa.

Além da contribuição acadêmica, os resultados aqui relatados, ao evidenciarem alguns impactos positivos gerados pelo financiamento de PE/VC, podem também ajudar a atrair mais investimentos para a indústria. A evolução do mercado de *private equity* e *venture capital*, por sua vez, tem o potencial de beneficiar mais empresas e de auxiliar no desenvolvimento do mercado acionário doméstico, com conseqüente colaboração ao crescimento econômico do país.

Cabe ressaltar, entretanto, que restam ainda muitos pontos a serem explorados no que diz respeito aos impactos dos investimentos de PE/VC nas empresas de seus *portfolios*. Uma questão de grande interesse e ainda não abordada pela literatura nacional, principalmente devido à falta de informações seguras disponíveis, é o desempenho de longo prazo das empresas investidas por PE/VC. Contudo, trabalhos futuros podem preencher esta lacuna utilizando dados de retorno pós-IPO das companhias da amostra do presente estudo, cujo histórico se tornará suficiente dentro de mais alguns anos.

Capítulo 8

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADMATI, Anat R.; PFLEIDERER, Paul. Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *Journal of Finance*, v. 49, n. 2, p. 371-402, Jun. 1994.
- BAKER, Malcolm; GOMPERS, Paul A. The determinants of board structure at the initial public offering. *Journal of Law and Economics*, v. 46, p. 569-598, Oct. 2003.
- BARRY, Christopher B.; MUSCARELLA, Chris J.; PEAVY III, John W.; VETSUYPENS, Michael R. The role of venture capital in the creation of public companies. *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 2, p. 447-471, Oct. 1990.
- BARTOV, Eli; GUL, Ferdinand A.; TSUI, Judy S. L. Discretionary accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, v. 30, n. 3, p. 421-452, Dec. 2000.
- BAYSINGER, Barry D.; BUTLER, Henry N. Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 1, n. 1, p. 101-124, Spring 1985.
- BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, v. 27, n. 2, p. 231-273, Winter 2002.
- BOCATTO, Eloisa Perez Gamero. *Fundos de private equity no Brasil: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas*. 2001. 182 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2001.

- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). *Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa*: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, 2001. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 22 jan. 2007.
- BRAV, Alon; GOMPERS, Paul A. Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *Journal of Finance*, v. 52, n. 5, p. 1791-1821, Dec. 1997.
- CARTER, Richard; MANASTER, Steven. Initial public offerings and underwriter reputation. *Journal of Finance*, v. 45, n. 4, p. 1045-1067, Sep. 1990.
- CARVALHO, Antonio G.; PENNACCHI, George G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Working Paper*, Jan. 2007. Disponível em: < <http://www.business.uiuc.edu/gpennacc/>>. Acesso em: 15 jul. 2007.
- CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo de L.; FURTADO, Cláudio V. *A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2006. 135 p.
- CHAN, Yuk-Shee. On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information. *Journal of Finance*, v. 38, n. 5, p. 1543-1568, Dec. 1983.
- CHECA, Gonzalo; LEME, Ernesto; SCHREIER, Cláudio. The venture capital and private equity industry in Brazil. *Journal of Private Equity*, v. 4, n. 4, p. 46-67, Fall 2001.
- COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.
- COELHO, Gabriel Ramirez. *Estudos sobre contratos entre investidores e gestores de venture capital no Brasil*. 2007. 42 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*, Jun. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 set. 2007.
- CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking and Finance*, v. 27, n. 3, p. 511-548, Mar. 2003.
- DeANGELO, Linda E. Accounting numbers as market valuation substitute: a study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, v. 61, n. 3, p. 400-420, Jul. 1986.
- DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. *Accounting Review*, v. 70, n. 2, p. 193-225, Apr. 1995.
- FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-326, Jun. 1983.
- FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Agency problems and residuals claims. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 327-350, Jun. 1983.

- GOMPERS, Paul A. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *Journal of Finance*, v. 50, n. 5, p. 1461-1489, Dec. 1995.
- GOMPERS, Paul A., LERNER, Josh. The use of covenants: an empirical analysis of venture partnership agreements. *Journal of Law and Economics*, v. 39, n. 2, p. 463-498, Oct. 1996.
- GOMPERS, Paul A., LERNER, Josh. The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 2, p. 145-168, Spring 2001.
- GORMAN, Michael; SAHLMAN, William. What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, v. 4, n. 4, p. 231-248, Jul. 1989.
- HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, Apr. 1985.
- 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, Dec. 1999.
- HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. The interaction between product market and financial strategy: the role of venture capital. *Review of Financial Studies*, v. 13, n. 4, p. 959-984, Winter 2000.
- HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence. *Journal of Finance*, v. 57, n. 1, p. 169-197, Feb. 2002.
- HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. The determinants of board composition. *RAND Journal of Economics*, v. 19, n. 4, p. 589-606, Winter 1988.
- HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, v. 20, n. 4, p. 101-112, Winter 1991.
- HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, v. 88, n. 1, p. 96-188, Mar. 1998.
- HOCHBERG, Yael V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm. In: AFA - AMERICAN FINANCE ASSOCIATION MEETINGS, 2004. San Diego. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=474542>>. Acesso em: 10 jan. 2007.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das melhores práticas de governança corporativa*, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 15 nov. 2006.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- JONES, Jeniffer J. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, v. 29, n. 2, p. 193-228, Autumn 1991.

- KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, v. 33, n. 2, p. 353-367, Autumn 1995.
- KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. How do venture capitalists choose and manage their investments? *Working Paper*, University of Chicago, Sep. 2000.
- KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring. *American Economic Review Papers and Proceedings*, v. 91, n. 2, p. 426-430, May 2001.
- KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, v. 70, n. 243, p. 281-315, Apr. 2003.
- KORTUM, Samuel; LERNER, Josh. Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, v. 31, n. 4, p. 674-692, Winter 2000.
- KOTHARI, S. P.; LEONE, Andrew J.; WASLEY, Charles E. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, n. 1, p. 163-197, Feb. 2005.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrew; VISHNY, Robert W. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, Jul. 1997.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrew; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, Oct./Nov. 2000.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrew; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, Jun. 2002.
- LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). *Working Paper*, 2005. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=726261>>. Acesso em: 30 jun. 2007.
- LEE, Peggy M.; WAHAL, Sunil. Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. *Journal of Financial Economics*, v. 73, n. 2, p. 375-407, Aug. 2004.
- LERNER, Josh. Venture capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance*, v. 50, n. 1, p. 301-318, Mar. 1995.
- LOPES, Alexsandro B.; FURTADO, Cláudio V. Private equity na carteira de investimentos das entidades de previdência privada. *Revista de Contabilidade e Finanças da USP - Especial Atuária*, p. 108-126, Dez. 2006.
- LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay. Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management*, v. 33, n. 3, p. 5-37, Autumn 2004.

- MARIZ, Frédéric R.; SAVOIA, José R. F. Private equity in Brazil: a comparative perspective. *Journal of Private Equity*, v. 9, n. 1, p. 74-87, Winter 2005.
- MARTINEZ, Antônio L. “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 167 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- MEGGINSON, William L.; WEISS, Kathleen A. Venture capitalist certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, v. 46, n. 3, p. 879-903, Jul. 1991.
- MORSFIELD, Suzanne G.; TAN, Christine E. L. Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? *Accounting Review*, v. 81, n. 5, p. 1119-1150, Oct. 2006.
- PAULO, Edilson. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. *Anais eletrônicos...* Salvador: ANPAD, 2006. p. 1-15. 1 CD ROM.
- RANGAN, Srinivasan. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, v. 50, n. 1, p. 101-122, Oct. 1998.
- RECHNER, Paula K.; DALTON, Dan R. CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, v. 12, n. 2, p. 155-160, Feb. 1991.
- RIBEIRO, Leonardo de L. *O modelo brasileiro de private equity e venture capital*. 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- RIBEIRO, Leonardo de L.; ALMEIDA, Martinho I. R. Estratégia de Saída em Capital de Risco. *RAUSP - Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 40, n. 1, p. 55-67, Jan./Mar. 2005.
- RIBEIRO, Leonardo de L.; TIRONI, Luís F. Ativos intangíveis: avaliação e mensuração no contexto de private equity e venture capital. *IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, Texto para Discussão nº 1280, Maio 2007.
- RIVERS, Douglas; VUONG, Quang H. Limited information estimators and exogeneity tests for simultaneous probit models. *Journal of Econometrics*, v. 39, n. 3, p. 347-366, Nov. 1988.
- SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 2, p. 473-521, Oct. 1990.
- SCHIPPER, Katherine. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, v. 3, n. 4, p. 91-102, Dec. 1989.
- SILVEIRA, Alexandre Di M. da; BARROS, Lucas A. B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v. 43, n. 3, p. 50-64, Jul./Set. 2003.

- SMITH, Richard J.; BLUNDELL, Richard W. An exogeneity test for a simultaneous equation tobit model with an application to labor supply. *Econometrica*, v. 54, n. 3, p. 679-685, May 1986.
- SIQUEIRA, Eduardo M. R.; GIOIELLI, Sabrina P. O. Remuneração dos fundos de private equity e venture capital: um estudo empírico no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais eletrônicos...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. p. 1-16. 1 CD ROM.
- SUBRAMANYAN, K. R. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, v. 22, n. 1-3, p. 249-281, Aug./Dec. 1996.
- TEOH, Siew H.; WELCH, Ivo; WONG, T. J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, v. 50, n. 1, p. 101-122, Oct. 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.
- WHITE, Halbert. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity. *Econometrica*, v. 48, n. 4, p. 817-838, May 1980.
- WONGSUNWAI, Wan. Does venture capitalist quality affect corporate governance? *Working Paper*, Stanford Graduate School of Business, Feb. 2007. Disponível em: <www.gsb.stanford.edu/facseminars/events/accounting/index.html>. Acesso em: 20 jan. 2007.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. 1st ed., Cambridge, MA: MIT Press, 2002. 735 p.
- YERMACK, David. Higher market valuation of companies with small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 2, p. 185-211, Feb. 1996.

ANEXO A

Ranking ANBID de Distribuição de Renda Variável – Dezembro/2006

Distribuidores	Acumulado 2006			Últimos 3 meses			Últimos 12 meses		
	Ranking 2006	Valor *	Part.	Ranking 3 meses	Valor *	Part.	Ranking 12 meses	Valor *	Part.
CREDIT SUISSE	1º	7.784.151	32,3%	1º	2.851.812	34,9%	1º	7.784.151	32,3%
PACTUAL	2º	3.725.706	15,4%	5º	381.842	4,7%	2º	3.725.706	15,4%
UBS PACTUAL	3º	2.956.213	12,3%	2º	1.346.306	16,5%	3º	2.956.213	12,3%
ITAU BSA	4º	2.241.231	9,3%	3º	1.159.962	14,2%	4º	2.241.231	9,3%
BB	5º	979.087	4,1%	10º	137.922	1,7%	5º	979.087	4,1%
MORGAN STANLEY	6º	818.997	3,4%		0		6º	818.997	3,4%
UNIBANCO	7º	773.439	3,2%	7º	249.969	3,1%	7º	773.439	3,2%
JP MORGAN	8º	684.602	2,8%	4º	408.023	5,0%	8º	684.602	2,8%
CITIGROUP	9º	573.729	2,4%	8º	200.089	2,4%	9º	573.729	2,4%
SANTANDER BRASIL	10º	549.985	2,3%	17º	52.323	0,6%	10º	549.985	2,3%
MERRILL LYNCH	11º	418.451	1,7%		0		11º	418.451	1,7%
ABN AMRO REAL	12º	292.308	1,2%	25º	17.078	0,2%	12º	292.308	1,2%
DEUTSCHE	13º	264.448	1,1%	6º	264.448	3,2%	13º	264.448	1,1%
FATOR	14º	240.708	1,0%	9º	156.452	1,9%	14º	240.708	1,0%
INTRA	15º	234.337	1,0%	11º	131.499	1,6%	15º	234.337	1,0%
AGORA	16º	192.314	0,8%	15º	71.660	0,9%	16º	192.314	0,8%
HSBC	17º	135.897	0,6%	13º	117.660	1,4%	17º	135.897	0,6%
GOLDMAN SACHS	18º	127.654	0,5%	12º	127.654	1,6%	18º	127.654	0,5%
SAPRA	19º	126.973	0,5%	16º	60.408	0,7%	19º	126.973	0,5%
INVESTSHOP	20º	84.902	0,4%	18º	39.152	0,5%	20º	84.902	0,4%
BES	21º	83.720	0,3%	14º	83.369	1,0%	21º	83.720	0,3%
GERACAO	22º	75.848	0,3%	26º	16.897	0,2%	22º	75.848	0,3%
HEDGING GRIFFO	23º	63.581	0,3%	30º	12.350	0,2%	23º	63.581	0,3%
SLW	24º	58.536	0,2%	19º	30.012	0,4%	24º	58.536	0,2%
BANIF	25º	58.116	0,2%	20º	27.114	0,3%	25º	58.116	0,2%
BRADESCO	26º	58.042	0,2%	24º	21.700	0,3%	26º	58.042	0,2%
MAGLIANO	27º	56.832	0,2%	21º	25.480	0,3%	27º	56.832	0,2%
ATIVA	28º	42.141	0,2%	23º	24.349	0,3%	28º	42.141	0,2%
THECA	29º	39.431	0,2%	27º	16.524	0,2%	29º	39.431	0,2%
PLANNER	30º	35.520	0,1%	29º	13.548	0,2%	30º	35.520	0,1%
GRADUAL	31º	32.486	0,1%	28º	16.294	0,2%	31º	32.486	0,1%
OPPORTUNITY	32º	31.963	0,1%		0		32º	31.963	0,1%
BNDIS	33º	25.000	0,1%	22º	25.000	0,3%	33º	25.000	0,1%
CONCORDIA	34º	19.272	0,1%	33º	6.544	0,1%	34º	19.272	0,1%
SOLIDEZ	35º	18.439	0,1%	31º	8.007	0,1%	35º	18.439	0,1%
SPINELLI	36º	16.450	0,1%	36º	4.787	0,1%	36º	16.450	0,1%
FINABANK	37º	13.369	0,1%	40º	3.712	0,0%	37º	13.369	0,1%
SOCOPA	38º	11.884	0,0%	39º	3.803	0,0%	38º	11.884	0,0%
COINVALORES	39º	11.883	0,0%	51º	1.573	0,0%	39º	11.883	0,0%
PROSPER	40º	11.745	0,0%	35º	5.613	0,1%	40º	11.745	0,0%
SOLIDUS	41º	11.653	0,0%	37º	4.262	0,1%	41º	11.653	0,0%
ELITE	42º	10.309	0,0%	38º	4.031	0,0%	42º	10.309	0,0%
INTERFLOAT	43º	10.304	0,0%	32º	6.878	0,1%	43º	10.304	0,0%
SOUZA BARROS	44º	8.785	0,0%	44º	2.996	0,0%	44º	8.785	0,0%
TITULO	45º	8.349	0,0%	47º	1.906	0,0%	45º	8.349	0,0%
ISOLDI	46º	7.531	0,0%	42º	3.116	0,0%	46º	7.531	0,0%
LINK	47º	7.369	0,0%	34º	5.947	0,1%	47º	7.369	0,0%
INDUSVAL	48º	6.111	0,0%	53º	1.401	0,0%	48º	6.111	0,0%
CORRETORA GERAL	49º	6.108	0,0%	61º	633	0,0%	49º	6.108	0,0%
BRASCAN	50º	5.669	0,0%	41º	3.218	0,0%	50º	5.669	0,0%
CRUZEIRO DO SUL	51º	5.658	0,0%	49º	1.693	0,0%	51º	5.658	0,0%
OMAR CAMARGO	52º	5.013	0,0%	43º	3.099	0,0%	52º	5.013	0,0%
WALPIRES	53º	4.833	0,0%	46º	2.208	0,0%	53º	4.833	0,0%
SENSO	54º	4.386	0,0%	54º	1.103	0,0%	54º	4.386	0,0%
PILLA	55º	4.286	0,0%	50º	1.638	0,0%	55º	4.286	0,0%
SITA	56º	4.242	0,0%	66º	386	0,0%	56º	4.242	0,0%
PETRA	57º	3.769	0,0%	60º	647	0,0%	57º	3.769	0,0%
NOVINVEST	58º	3.517	0,0%	48º	1.714	0,0%	58º	3.517	0,0%
ALPES	59º	2.607	0,0%	45º	2.265	0,0%	59º	2.607	0,0%
PRIME	60º	2.582	0,0%	56º	912	0,0%	60º	2.582	0,0%
ALFA	61º	2.311	0,0%	59º	727	0,0%	61º	2.311	0,0%
TALARICO	62º	2.124	0,0%	62º	601	0,0%	62º	2.124	0,0%
H.H. PICCHIONI	63º	1.718	0,0%	71º	143	0,0%	63º	1.718	0,0%
MANCHESTER	64º	1.710	0,0%	74º	39	0,0%	64º	1.710	0,0%
MUNDINVEST	65º	1.591	0,0%	58º	758	0,0%	65º	1.591	0,0%
GERALDO CORREA	66º	1.566	0,0%	73º	95	0,0%	66º	1.566	0,0%
SAO PAULO	67º	1.526	0,0%	57º	868	0,0%	67º	1.526	0,0%
BBM	68º	1.500	0,0%	52º	1.500	0,0%	68º	1.500	0,0%
AMERICAINVEST	69º	1.195	0,0%		0		69º	1.195	0,0%
TOV	70º	1.175	0,0%	69º	267	0,0%	70º	1.175	0,0%
CODIPE	71º	1.118	0,0%	68º	281	0,0%	71º	1.118	0,0%
CALYON BRASIL	72º	1.000	0,0%	55º	1.000	0,0%	72º	1.000	0,0%
DIFERENCIAL	73º	990	0,0%	64º	461	0,0%	73º	990	0,0%
AUREUM	74º	985	0,0%	67º	294	0,0%	74º	985	0,0%
UMUARAMA	75º	839	0,0%	72º	118	0,0%	75º	839	0,0%
VOTORANTIM	76º	526	0,0%	63º	526	0,0%	76º	526	0,0%
ESCRITORIO LEROSA	77º	487	0,0%	65º	438	0,0%	77º	487	0,0%
AMARIL FRANKLIN	78º	382	0,0%		0		78º	382	0,0%
UNILETRA	79º	161	0,0%	70º	161	0,0%	79º	161	0,0%
MODAL	80º	127	0,0%	75º	15	0,0%	80º	127	0,0%
SCHAHIN	81º	78	0,0%		0		81º	78	0,0%
CORVAL	82º	48	0,0%		0		82º	48	0,0%
DIAS DE SOUZA	83º	12	0,0%	76º	12	0,0%	83º	12	0,0%
BANRISUL	84º	11	0,0%	77º	11	0,0%	84º	11	0,0%
TOTAIS		24.115.650	100,0%		8.179.304	100,0%		24.115.650	100,0%

ANEXO B

Ranking Carter-Manaster de Reputação de *Underwriters*:

Período 2001-2004

2001-2004		2001-2004		2001-2004	
Underwriter Name	Rank	Underwriter Name	Rank	Underwriter Name	Rank
Broadband Capital Management	1.100	Stifel Nicolaus & Co Inc	5.100	William Blair & Co	7.100
CGF Securities LLC	1.100	Advest Inc	6.100	ABN AMRO Incorporated	8.100
Earlybirdcapital Inc	1.100	Cantor, Fitzgerald & Co., Inc.	6.100	ABN AMRO Rothschild	8.100
Gilford Securities	1.100	CE Unterberg Towbin	6.100	ABN-AMRO Holding NV	8.100
Sunrise Securities	1.100	Flagstone Securities Inc	6.100	Banc of America Securities LLC	8.100
I-Bankers Securities Inc	2.100	Ladenburg Thalmann & Co	6.100	Bear Stearns & Co Inc	8.100
Maxim Group LLC	2.100	SG Cowen Securities Corp	6.100	CIBC World Markets	8.100
Newbridge Securities	2.100	SunTrust Robinson Humphrey	6.100	Lehman Brothers	8.100
GunnAllen Financial Inc	3.100	AG Edwards & Sons Inc	7.100	Lehman Brothers International	8.100
Kashner Davidson Securities	3.100	Baird Patrick & Co Inc	7.100	Sandler O'Neill Partners	8.100
Kirlin Securities Inc.	3.100	BB&T Capital Markets	7.100	Thomas Weisel Partners LLC	8.100
Neidiger, Tucker, Bruner Inc.	3.100	BMO Nesbitt Burns Inc	7.100	UBS	8.100
Paulson Investment Co	3.100	Dain Rauscher Corp	7.100	UBS Investment Bank	8.100
Schneider Securities, Inc.	3.100	Dain Rauscher Wessels	7.100	UBS Warburg	8.100
Somerset Financial Group Inc	3.100	Fleet Boston Corp	7.100	Citigroup	9.100
Spencer Edwards	3.100	ING	7.100	Citigroup Global Markets Inc	9.100
Feltl & Co	4.100	ING Barings	7.100	Citigroup/Salomon Smith Barney	9.100
Merit Capital Associates, Inc	4.100	Investec Bank	7.100	Credit Suisse First Boston	9.100
Pacific Growth Equities Inc	4.100	Janney Montgomery Scott Inc	7.100	Deutsche Banc Alex Brown	9.100
Punk, Ziegel & Company	4.100	Keefe Bruyette & Woods Inc	7.100	Deutsche Bank AG	9.100
Roth Capital Partners Inc	4.100	Legg Mason Wood Walker	7.100	Deutsche Bank Securities Corp	9.100
Shemano Group	4.100	Legg, Mason	7.100	Goldman Sachs & Co	9.100
Adams Harkness & Hill Inc	5.100	LG Securities Co Ltd	7.100	Goldman Sachs Asia	9.100
Alpha Finance US Corporation	5.100	Morgan Keegan Inc	7.100	Goldman Sachs International	9.100
China International Capital Co	5.100	Pactual Capital Corporation	7.100	HSBC Securities Inc	9.100
Ferris, Baker Watts	5.100	Piper Jaffray Cos	7.100	JP Morgan	9.100
Friedman Billings Ramsey & Co	5.100	Prudential Securities Inc	7.100	JP Morgan Securities Inc	9.100
Friedman Billings Ramsey Group	5.100	Raymond James & Associates Inc	7.100	Lazard	9.100
Jefferies & Co Inc	5.100	RBC Capital Markets	7.100	Lazard Freres & Co LLC	9.100
Keycorp/McDonald Investments	5.100	Royal Bank of Canada	7.100	Merrill Lynch & Co Inc	9.100
McDonald Investments	5.100	Stephens Inc	7.100	Merrill Lynch International	9.100
Needham & Co Inc	5.100	US Bancorp Piper Jaffray	7.100	Merrill Lynch Private Ltd Sing	9.100
Ryan Beck & Co	5.100	W.R. Hambrecht & Company	7.100	Merrill Lynch, Pierce, Fenner	9.100
Sanders Morris Harris Inc	5.100	Wachovia Capital Markets	7.100	Morgan Stanley	9.100
Sterne Agee & Leach Inc	5.100	Wachovia Securities Inc	7.100	Morgan Stanley & Co	9.100
				Morgan Stanley Dean Witter	9.100
				Salomon Smith Barney	9.100

Fonte: Loughran e Ritter (2004)

Disponível em: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/rank.pdf>