

Influência do Patrocínio de Fundos de Private Equity e Venture Capital no Gerenciamento de Resultados em Empresas que realizaram IPO no Brasil

PAULO JUNIO PEREIRA DE MOURA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS (UFG)

LÚCIO DE SOUZA MACHADO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS (UFG)

Influência do Patrocínio de Fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Gerenciamento de Resultados em Empresas que realizaram IPO no Brasil

1 INTRODUÇÃO

Quando se trata de gerenciamento de resultados (GR), Kothari, Mizik e Roychowdhury (2016) explicam que ele pode ocorrer por intermédio de dois canais: gerenciamento de resultados por decisões operacionais reais (REM) e gerenciamento por *accruals* (GRA)

O REM é definido por Roychowdhury (2006) como desvios das práticas operacionais normais, induzido principalmente pelo interesse dos gestores, em fazer com que algumas partes interessadas confiem no alcance de metas no curso normal das operações orientadas pelo relatório financeiro reportado. Já o GRA ocorre quando os gestores utilizam de discricionariedade mediante escolhas permitidas pelas normas contábeis, com o intuito de alterar a percepção dos usuários sobre a real informação do desempenho econômico-financeiro (Dechow & Skinner, 2000).

Observado que o GR pode ocorrer tanto pelo REM como pelo GRA, Cohen e Zarowin (2010) reforçam a importância da análise de ambas as estratégias. Adicionalmente, a pesquisa realizada por Zang (2012) apresenta evidências consistentes de que os gerentes usam de estratégias para manipulações por decisões operacionais reais e gerenciamento de resultados com base nos *accruals* como substitutos.

Mediante a ideia de que as práticas de GR podem acentuar os problemas de agência, as práticas de Governança Corporativa (GC) são mecanismos normalmente observados como eficientes para mitigar o GR (El Diri, Lambrinoudakis & Alhadab, 2020).

Ainda sobre governança corporativa, El Diri et al. (2020) salientam que a composição do conselho de administração é componente chave da estrutura de GC. Gioielli (2008) explica que o conselho de administração tem como papel, dentre outras atribuições, supervisionar a atuação dos administradores. Desse modo, conselhos que possuem gestores de capital de risco tendem a colaborar em melhorias na prática de governança corporativa e da qualidade da informação contábil, mediante principalmente ao forte monitoramento exercido por eles.

Dentre os gestores de capital de risco existentes destacam-se os fundos de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC), que compreendem uma modalidade de fundo de investimento, que por meio de participação no capital de empresas com potencial de crescimento e expectativa de grande valorização, obtêm retorno a partir da valorização e venda da participação (desinvestimento) a médio ou longo prazo (Meirelles, Pimenta Junior & Rebelatto, 2008).

Com o intuito de garantir maior valor de revenda, existe por parte dos fundos a necessidade de tanto as empresas investidas como o próprio fundo apresentarem uma boa reputação, a reputação é o principal ativo (não financeiro) que garante aos fundos o sucesso em suas atividades diante do mercado competitivo (Black & Gilson, 1998).

Os fundos de PE e VC promovem uma completa reestruturação organizacional, de forma que, as empresas investidas por estes fundos apresentem também uma melhoria nos procedimentos contábeis adotados (Cumming, Schmidt & Walz, 2010). Assim, a contabilidade no ambiente de investimento de PE desempenha um importante papel. Para Zimmerman (2016), os fundos de PE apoiam-se nas demonstrações financeiras para auxiliar a gerenciar os conflitos de interesses existentes no ambiente em que operam, sejam relações de conflito entre empresas investidas ou com parceiros limitados.

Pesquisas desenvolvidas por Morsfield e Tan (2006), Gioielli (2008), Katz (2009), Lee e Masulis (2011), Hochberg (2012), Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013), Wongsunwai (2013), Dhankar e Malik (2017), Meij (2019), Carvalho, Pinheiro e Sampaio (2020) e Premti e Smith

(2020) indicam que os fundos de PE e VC melhoram a qualidade do relatório contábil por meio da redução do gerenciamento de resultados.

O estudo desenvolvido por Wongsunwai (2013), obtido por meio de uma amostra de IPO's realizados nos Estados Unidos de 1990 a 2004, investigou o efeito do monitoramento feito em empresas apoiadas por VC no gerenciamento de resultados tanto por REM quanto pelo GRA, adicionalmente o autor segregou em diferentes níveis a qualidade e/ou reputação dos VC, baseado em dados disponíveis em outras pesquisas dividiu as VC de qualidade superior e inferior.

Entretanto, ao analisar a literatura nacional, no que tange ao gerenciamento de resultados, cabe ressaltar que se observou até o momento apenas a relação do GRA com empresas patrocinadas por PE/VC, portanto, ainda não foram explorados o REM e a sua relação com as empresas investidas por esses fundos. Baseado nos estudos de Graham, Harvey e Rajgopal (2005), Cohen e Zarowin (2010) e Zang (2012) os resultados encontrados nas pesquisas nacionais (Gioielli, 2008, Gioielli et al., 2013, Meij, 2019 e Melo & Lamonier, 2020) podem estar encobrendo a real extensão do gerenciamento de resultados praticados pelas empresas por analisarem isoladamente apenas o GRA.

Ainda sobre gerenciamento de resultados, Teoh, Welch e Wong (1998) apontam que no processo de ofertas públicas iniciais de ações, *Initial Public Offering* (IPO), a forte pressão exercida sobre os gerentes para que o IPO tenha sucesso faz deste um momento particularmente conveniente ao Gerenciamento de Resultados (GR), por propiciar aos gestores motivação e oportunidades para gerenciar ganhos com o intuito de criar demanda pelas ações oferecidas e, assim, receber os recursos esperados da venda.

Diante do contexto apresentado e da lacuna observada no cenário nacional, o estudo utilizando o GRA e o REM e sua relação com os fundos de PE e VC, emerge o seguinte problema de pesquisa: **Qual a influência do patrocínio dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* no gerenciamento de resultados em empresas que realizaram IPO no Brasil no período de 2011 a 2019?**

Assim, o objetivo geral do estudo consiste em verificar a influência exercida pela participação de gestores de capital de risco (PE/VC) na qualidade da informação contábil por meio do GRA e no REM das patrocinadas, no período de 2011 a 2019.

O presente estudo se justifica porque a extensa pesquisa sobre o GR concentra-se amplamente no gerenciamento por *accruals*, conforme destacado por Li (2019). Além disso, o estudo poderá expandir os estudos sobre gerenciamento por decisões operacionais reais e a mitigação por parte dos fundos em suas investidas, haja vista que as pesquisas nacionais (Gioielli, 2008, Gioielli et al., 2013, Meij, 2019 e Melo & Lamonier, 2020) limitaram-se a análise por *accruals*.

Do ponto de vista do mercado, a presente pesquisa faz-se oportuna, pois de acordo com Chen, Hope, Li e Wang (2011), há uma associação positiva entre a qualidade da informação contábil e a eficiente alocação de recursos. Dessa forma, a presente pesquisa poderá ser utilizada para auxiliar investidores, ou potenciais investidores, que têm interesse na alocação de recursos em empresas que praticam menos gerenciamento de resultados.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Visão Geral sobre Gerenciamento de Resultados

De acordo com Beyer, Guttman e Marinovic (2019), a qualidade da informação contábil (*earnings quality*) em conjunto com o gerenciamento de resultados (*earnings management*) são tópicos centrais na pesquisa teórica e empírica em contabilidade. Para Biddle, Hilary e Verdi (2009), a qualidade da informação contábil trata da capacidade dos relatórios financeiros representarem informações sobre as operações da empresa, especialmente sobre seu fluxo de

caixa esperado. Desse modo, sendo o gerenciamento de resultados uma prática que pode impactar diretamente o fluxo de caixa, a sua utilização culmina diretamente na qualidade da informação contábil.

Conforme explicam Dichev, Graham, Harvey e Rajgopal (2013), embora o conceito de qualidade da informação contábil seja substancial para a contabilidade, sua definição e as formas de medi-lo são alvos de ampla discussão entre os estudiosos. Dechow, Ge e Schrand (2010) definem uma informação contábil de maior qualidade como aquela que reporta informações sobre as características do desempenho financeiro de uma entidade que se faz relevante para um tomador específico em uma decisão específica.

Lo (2008) explica que o gerenciamento de resultados se relaciona com a qualidade da informação, de forma que a maioria dos estudiosos concorda que resultados/lucros fortemente gerenciados apresentam uma baixa qualidade informacional.

Em relação à definição de gerenciamento de resultados, El Diri (2018) afirma não haver uma definição única. Walker (2013) define como o uso, por parte do gestor, de ação discricionária sobre as escolhas contábeis permitidas pelas normas, além de escolhas de relatórios e decisões econômicas reais para influenciar a percepção dos usuários de como os eventos são refletidos.

Martinez (2013) explica também que existem duas categorias de GR: o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados reais. O autor ressalta que uma diferença fundamental entre eles consiste no impacto quanto ao fluxo de caixa operacional.

Conforme explicam Kothari et al. (2016), o lucro é constituído por dois elementos: os *accruals* e o fluxo de caixa, de maneira que o gestor pode utilizar tanto dos *accruals* como do fluxo de caixa para as práticas de gerenciamento de resultados.

O gerenciamento por *accruals*, com base no regime de competência, ocorre ao se alterar as estimativas utilizadas de determinadas transações nas demonstrações financeiras (Zang, 2012).

El Diri (2018) explica que enquanto o gerenciamento de resultados por *accruals* envolve-se na manipulação de provisões mediante escolhas contábeis permitidas pelas normas, esse gerenciamento não influencia diretamente no fluxo de caixa operacional, de modo que não interfere na economia subjacente da empresa, mas altera a apresentação contábil dessa economia, por exemplo, nas determinações de taxas de depreciação, avaliação de estoques, métodos e cálculo de inadimplência.

Já a manipulação por decisões operacionais reais se trata de uma ação intencional para manipular os resultados relatados em determinada direção, modificando o tempo ou a estrutura de uma operação, investimento ou financiamento (Zang, 2012).

O gerenciamento de resultados reais envolve-se em decisões econômicas como, por exemplo, no aumento de vendas por meio da concessão de maiores descontos aos clientes (Cohen & Zarowin, 2010). Dessa maneira, o REM acaba por interferir diretamente no fluxo de caixa operacional, influenciando negativamente o desempenho operacional e o retorno de ações futuras da empresa (Kothari et al. 2016).

Ao observar e destacar o impacto negativo que ambos os gerenciamentos acometem sobre as empresas, cabe inferir os principais pontos que motivam então os gestores a adotarem tal prática. Para Healy e Wahlen (1999), uma das principais motivações para o gerenciamento de resultados está no mercado de capitais, no qual os gestores realizam esse gerenciamento com a finalidade de alterar avaliações externas da empresa, influenciando na mudança dos preços de venda para possíveis compradores.

2.2 GR e Fundos de PE e VC: Evidências Empíricas

O estudo pioneiro desenvolvido por Morsfield e Tan (2006) demonstra que as empresas apoiadas por fundos de VC, associado ao forte monitoramento exercido, demonstraram menor gerenciamento de resultados em empresas de IPO. A partir de então, na literatura contábil, mais pesquisas testaram empiricamente a relação entre o gerenciamento de resultados e o monitoramento exercido pelos fundos de PE e VC e sua capacidade de mitigar o GR. A partir dessas evidências fornecidas pela literatura foi construída a hipótese de pesquisa proposta neste estudo.

Assim como no trabalho de Morsfield e Tan (2006), Gioielli (2008), por meio de uma amostra com empresas brasileiras, constatou que o nível de GR das companhias com investimento de PE/VC é significativamente inferior ao nível apresentado pelas empresas que não receberam este tipo de aporte de capital. Adicionalmente o estudo desenvolvido por Katz (2009) identificou que as empresas apoiadas pelos fundos de PE envolvem-se menos em gerenciamento de resultados, além de relatar de forma mais conservadora antes e depois do IPO.

Ao avançar nesta discussão sobre a influência dos fundos sobre as empresas apoiadas Lee e Masulis (2011) analisaram se o nível da reputação dos fundos influenciava no GR. Seus resultados denotaram que as VC's com menor reputação no mercado não têm efeito significativo sobre o GR, enquanto os investidores de VC mais respeitáveis reduziram significativamente o GR. De maneira complementar, analisando tanto o GRA como o REM, os resultados de Wongsunwai (2013) apontam que as empresas apoiadas por VC de alta qualidade apresentam relatórios financeiros menos agressivos, de modo que as empresas de seu portfólio não se envolvem em qualquer tipo de manipulação (*accruals* ou reais), mesmo quando têm fortes incentivos para fazê-lo.

Hochberg (2012) concluiu que as empresas apoiadas por VC têm níveis mais baixos de gerenciamento de resultados e melhores práticas de governança corporativa. O estudo feito por Gioielli et al. (2013), nas fases do IPO em empresas que fizeram abertura de capital no Brasil, detectaram que para os IPO's de empresas com investimento de PE/VC, o GR é marginal, geralmente relacionado às características das empresas e pouco relacionado às fases do IPO.

Dhankar e Malik (2017) analisaram a qualidade informacional por meio da persistência dos *accruals* no fluxo de caixa operacional. Os autores buscaram avaliar o impacto do investimento de fundos de PE em comparação com empresas não apoiadas por esses fundos na Índia, durante o período de 2005 a 2014, perfazendo uma amostra total de 269 empresas. Seus resultados concluem que as empresas apoiadas por fundos de PE apresentam maior qualidade informacional, em comparação com empresas não apoiadas, com base no fluxo de caixa e análise de *accruals*.

Meij (2019) analisou o GR em IPO's no Brasil e o papel de PE e VC em dificultar tal prática, intercalando os resultados da sua pesquisa com o dos referidos autores. Os resultados levaram Meij (2019) a concluir que as empresas patrocinadas por PE/VC têm um GR menor em comparação com a amostra não PE/VC, além de que o modelo Jones Modificado com ROA é mais sensível na análise dessa relação.

Carvalho et al. (2020) investigaram a dinâmica do GR em IPO's e o papel das *Venture Capital* (VC) em impedir tal prática. Os autores verificaram que as empresas patrocinadas por VC tendem a fazer mais GR no período Pré-IPO, e menos em dois períodos subsequentes. Adicionalmente, os autores constataram que empresas não patrocinadas por VC aumentam os lucros durante o período do IPO e deflacionam nos períodos de Lock-up e Pós-lock-up, enquanto empresas patrocinadas por VC aumentam os ganhos no período Pré-IPO e deflacionam os ganhos apenas no período de bloqueio.

Premti e Smith (2020) investigaram as características relacionadas ao gerenciamento de resultados durante o processo de IPO. Os resultados obtidos apontaram que as empresas com maior alavancagem e empresas que são apoiadas por capital de risco (VC) têm menos probabilidade de administrar os lucros antes do IPO. Adicionalmente, os autores também identificaram que IPO's em países com um forte estado de direito têm menos probabilidade de se envolver em gerenciamento de resultados.

Dificilmente há unanimidade nos achados de determinado tema. Na literatura internacional os resultados apresentados por Sosnowski (2018), por exemplo, não verifica a presença dos fundos como fator inibidor da ação do gerenciamento de resultados. Ao encontro desse resultado, Melo e Lamonier (2020), em uma pesquisa nacional, por meio da utilização da regressão em dados em painel em efeitos fixos, não permitiu inferir também que as empresas apoiadas por esses fundos gerenciam menos.

Entretanto, a maioria dos trabalhos, como é o caso dos desenvolvidos por Morsfield e Tan (2006); Gioielli (2008); Katz (2009); Lee e Masulis (2011); Hochberg (2012); Gioielli et al. (2013); Wongsunwai (2013); Dhankar e Malik (2017); Meij (2019); Carvalho et al (2020) e Premti e Smith (2020), em diferentes cenários e períodos, constataram que os fundos de PE e VC exercem forte monitoramento, o que colabora para a detecção de ações oportunistas das investidas, além da busca pelo zelo para que tanto as investidas como o próprio fundo apresentem uma boa reputação perante o mercado. Assim, esta pesquisa se norteou pela seguinte hipótese:

H1: As empresas que realizaram IPO no Brasil, patrocinadas por fundos de PE e VC, apresentaram menor nível de gerenciamento de resultados em comparação às não patrocinadas.

3 METODOLOGIA

3.1 Seleção da amostra e coleta de dados

A população da pesquisa é composta por todas as empresas que realizaram IPO no Brasil, no período de 2011 a 2019. A escolha do período inicial ser o ano de 2011 baseia-se na pesquisa feita por Cardoso, Souza e Dantas (2015) que ao investigarem os impactos da adoção do IFRS na acumulação discricionária, apresentaram que o gerenciamento de resultados é significativamente diferente entre o período pré-IFRS e pós-IFRS. Os autores concluíram não ser metodologicamente adequado, que uma amostra congregue dados contábeis de períodos pré-IFRS e pós-IFRS. O período fim de 2019 consistiu no fato de que no momento em que essa pesquisa foi desenvolvida este era o ano mais recente que possibilitaria a utilização de dados pós ao IPO.

Foram excluídas da amostra as instituições financeiras, corretora de seguros e seguradoras, por apresentarem particularidades em suas regras contábeis, o que poderia influenciar e enviesar a análise dos resultados advindos dos modelos de gerenciamento de resultados. Desta forma a amostra da pesquisa é composta por 39 empresas, após a exclusão de 6 empresas do segmento de bancos, corretora de seguros e seguros.

3.2 Seleção das variáveis e modelos econométricos

No intuito de alcançar o objetivo proposto, que consiste em analisar se os gestores de capital de risco (PE/VC) influenciam em ambos os gerenciamentos de resultados das investidas, a amostra contendo os 39 IPO's foi decomposta em empresas patrocinadas por fundos de PE/VC e empresas não patrocinadas por estes fundos. Foram coletados nos prospectos de emissões de ações das empresas os nomes dos acionistas, e posteriormente, averiguado se se

tratava de fundos PE/VC. Deste modo, dos 39 IPO's, verificou que 25 eram apoiados por fundos PE/VC.

Para o alcance do objetivo foram feitas as estimações dos gerenciamentos de resultados. Para a estimação dos *accruals* foi utilizado, o modelo Jones Modificado com ROA (Kothari et al., 2005), cuja variável que trata dos *accruals* totais foi calculada pela abordagem do fluxo de caixa conforme equação 1.

$$TA_t = Lucro - FCO \quad (1)$$

Em que:

TA = *Accruals* Totais da empresa no período.

Lucro = Lucro Líquido.

FCO = Fluxo de Caixa Operacional.

Desta forma, os resíduos obtidos a partir da aplicação da equação 2 (Modelo Jones Modificado com ROA representa o GRA.

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it}} \right) + \beta_2 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_3 (PPE_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que

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

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

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

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

PPE_{it} = saldos das contas do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido (bruto) empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;

ROA_{it} = retorno sobre ativos da empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1.

No que diz respeito ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais foi utilizado o modelo o Modelo de Roychowdhury (2006), de maneira que inicialmente foram estimados os resíduos das equações 3, 4 e 5 e o REM é representado pelo somatório desses resíduos conforme equação 6.

No modelo de Roychowdhury (2006), a manipulação das vendas é mensurada pelo nível anormal do Fluxo de Caixa Operacional (CFO). Dessa forma, pode-se estimar o nível normal do CFO por meio da regressão a seguir, sendo o nível anormal representado pelo resíduo estimado, e de seus resíduos será gerada a variável REM_{FCXO} :

$$\frac{FCO_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

FCO_{it} = Fluxo de Caixa Operacional da entidade i no período t;

AT_{it-1} = Ativo Total no início da entidade i do período (t-1);

V_{it} = Vendas da entidade i no período t;

ΔV_{it} = Receita Líquida no período t – Receita Líquida no período t-1.

A manipulação das despesas com vendas, gerais e administrativas, as quais são discricionárias do gestor, é calculada por meio da seguinte equação, e de seus resíduos será gerada a variável REM_{DESP} :

$$\frac{Desp_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que:

$Desp_{it}$ = Despesas discricionárias da entidade i no período t, representada pela soma das despesas administrativas, vendas e gerais;

AT_{it-1} = Ativo Total no início da entidade i do período (t-1);
 V_{it} = Vendas da entidade i no período t.

Por fim, para verificar a manipulação dos níveis anormais de produção, é realizado um cálculo por meio da seguinte equação e de seus resíduos será gerada a variável REM_{PROD} :

$$\frac{Prod_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta V_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Em que:

$Prod_{it}$ = Custo de Produção + Δ Estoques (t-(t-1)) da entidade i;

AT_{it-1} = Ativo Total no início da entidade i do período (t-1);

V_{it} = Vendas da entidade i no período t;

ΔV_{it} = Receita Líquida no período t – Receita Líquida no período t-1;

$\Delta V_{it} - 1$ = Receita Líquida no período t-1 – Receita Líquida no período t-2;

De forma que nesta pesquisa o cálculo do gerenciamento de resultados reais totais ocorrerá por meio da soma dos resíduos, conforme a equação a seguir:

$$REM_{it} = Ab_FCO_{it} + Ab_Prod_{it} + (-1 \times Ab_Desp_{it}) \quad (6)$$

Em que:

Ab_FCO_{it} = Resíduo obtido da equação 5 da entidade i no período t;

Ab_Prod_{it} = Resíduo obtido da equação 7 da entidade i no período t;

Ab_Desp_{it} = Resíduo obtido da equação 6 da entidade i no período t;

A literatura a respeito de gerenciamento de resultados (Jones, 1991, Dechow, Sloan & Sweeney, 1995; Kothari et al., 2005) prediz que a estimação dos resíduos, ou seja, o GR deve ser feito por setor e período, entretanto como as empresas apresentam IPO em datas diferentes, empresas de um mesmo setor não tem necessariamente os mesmos períodos, desta forma, foi feita a segregação por setor (7 setores) e estimados os resíduos dessas regressões em dados em painéis.

Em seguida, se realizou o teste da hipótese de que as empresas que realizaram IPO no Brasil patrocinadas por fundos de PE e VC apresentam um menor nível de gerenciamento de resultados em comparação às não patrocinadas, para execução deste passo foi utilizado o modelo de regressão quantílica, adicionando-se variáveis de controle. Segue o modelo utilizado:

$$GR_{it} = \beta_1 + \beta_2 PEVC_{it} + \beta_3 IPO_{it} + \beta_4 AUDIT_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 CRESC_{it} + \beta_7 ALAV_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SEO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

No Quadro 1, encontra-se um resumo de todas as variáveis do modelo, bem como os sinais esperados conforme a literatura.

Quadro 1 - Resumo das Variáveis do Modelo

Variável	Descrição	Medida	Sinal Esperado	Referências
<i>Variável Dependente</i>				

GR	Gerenciamento de Resultados	Para o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> será calculado a partir dos resíduos dos Modelos Jones Modificado com ROA (2005), e para o gerenciamento de resultados reais utilizará dos resíduos do modelo Roychowdury (2006).		Morsfield e Tan (2006); Gioielli (2008); Katz (2009); Lee e Masulis (2011); Hochberg (2012); Gioielli et al (2013); Wongsunwai (2013); Wang et al. (2018); Meij (2019); Premti e Smith (2020); Carvalho et al. (2020); Melo e Lamonier (2020)
<i>Variável Independente de Interesse</i>				
PEVC	Empresas investidas por fundos de Private Equity e Venture Capital	Variável <i>dummy</i> que assume o valor de um caso a empresa seja investida por fundos de PE/VC e zero caso contrário	Negativo	Morsfield e Tan (2006); Gioielli (2008); Katz (2009); Lee e Masulis (2011); Hochberg (2012); Gioielli et al (2013); Wongsunwai (2013); Wang et al. (2018); Meij (2019); Premti e Smith (2020); Carvalho et al. (2020); Melo e Lamonier (2020)
<i>Variáveis Independentes de Controle</i>				
IPO	Período chave IPO	<i>Dummy</i> que assume o valor 1 para as 3 observações trimestrais do período chave do IPO, o trimestre que antecede, marca e imediatamente posterior ao IPO (trimestre-1, trimestre0 e trimestre+1) para a empresa <i>i</i> , e zero, caso contrário.	Positivo	Morsfield e Tan (2006); Gioielli (2008); Katz (2009); Lee e Masulis (2011); Hochberg (2012); Gioielli et al (2013); Wongsunwai (2013); Wang et al. (2018); Meij (2019); Premti e Smith (2020); Carvalho et al. (2020); Melo e Lamonier (2020)
AUDIT	Auditoria	<i>Dummy</i> que assume o valor um quando a empresa foi auditada por uma das empresas de auditoria do grupo denominado “Big Four”, e zero, caso contrário.	Negativo	
TAM	Tamanho	Logaritmo natural dos ativos totais da empresa.	Incerto	
CRESC	Crescimento	$(Receita_t - Receita_{t-1}) / Receita_{t-1}$	Positivo	
ALAV	Alavancagem	$1 - (\text{Patrimônio Líquido} / \text{Ativo Total})$	Incerto	
ROA	Retorno sobre Ativos	Lucro Líquido / Ativo Total	Incerto	
SEO	Oferta secundária de ações	<i>Dummy</i> que assume o valor um se a empresa <i>i</i> realizou uma oferta subsequente de ações, e assume o valor de um se o trimestre <i>t</i> está compreendido no intervalo com incentivos para o gerenciamento da nova oferta	Positiva	

		(ano-1, ano0 e ano+1), e zero, caso contrário.	
--	--	--	--

Nota: GR: Gerenciamento de Resultados; PEVC: Empresas investidas por fundos de Private Equity e Venture Capital; IPO: Período chave IPO; AUDIT: Auditoria; TAM: Tamanho; CRESC: Crescimento; ALAV: Alavancagem; ROA: Retorno sobre Ativos; SEO: Oferta secundária de ações.

Fonte: Elaboração própria.

A coleta dos dados financeiros para operacionalização dos modelos foi principalmente por meio da base de dados Economática® compreendendo as informações trimestrais de 2010 a 2020, adicionalmente foram verificados os prospectos das empresas, assim como o relatório dos auditores. Posteriormente, os dados foram organizados com o uso do *software* Excel® e para todos os cálculos estatísticos empregou-se o *software* Stata14®.

Como já mencionado o modelo empírico proposto na equação 7, foi por meio da regressão quantílica, desenvolvida por Koenker e Bassett (1978), sendo que este modelo de regressão linear traz maior robustez à estimação, pois não se fundamenta no pressuposto de normalidade dos resíduos. Desta forma a utilização deste modelo semi-paramétrico não exige o tratamento, como a exclusão de *outliers*, para alcance do pressuposto de normalidade dos resíduos, sendo que a exclusão nesta amostra, pode prejudicar consideravelmente os resultados devido a baixa amostra de 39 empresas. Adicionalmente, foi realizada a análise da estatística descritiva dos dados da pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

Inicialmente se realizou a estatística descritiva das variáveis quantitativas do modelo proposto na equação 7. Desta forma, na Tabela 1 são apresentados os valores médios, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo do tamanho da empresa, do crescimento das vendas, da alavancagem e do retorno sobre os ativos (ROA).

Tabela 1 Estatística descritiva - variáveis explicativas quantitativas

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Tamanho	15.0113	14.95508	1.538042	11.16323	21.37071
Crescimento	3.956996	0.4782	82.93944	-0.9997914	2209.241
Alavancagem	0.6217008	0.5302927	1.0421	0.0843106	20.64927
ROA	0.0107654	0.0163952	0.616618	-11.1885	14.53854

Nota. Em que: Tamanho: Logaritmo natural dos ativos totais da empresa; Crescimento: $(Receita_t - Receita_{t-1}) / Receita_{t-1}$; Alavancagem: $1 - (Patrimônio Líquido/Ativo Total)$; ROA: $Lucro Líquido / Ativo Total$.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Em relação ao desvio padrão do tamanho (1.538042), crescimento (82.93944), alavancagem (1.0421) e ROA (0.616618) observa-se a ocorrência de alta dispersão nos dados, demonstrando uma heterogeneidade das empresas que estão contidas na amostra. Esse resultado já era esperado devido a amostra compreender empresas de diversos setores. Esta análise, se revela como um possível indicativo da presença de *outliers* na amostra, sendo tal fato um

indicativo de que a utilização de modelos econométricos baseados na média, podem não ser os mais adequados para a amostra observada, pois ao se identificar a presença de *outliers*, a remoção dele pode prejudicar os resultados, haja vista a amostra de empresas é pequena.

Posteriormente, foi aplicado o teste U de Mann-Whitney para as variáveis REM e GRA segregadas em empresas que receberam o patrocínio dos fundos de PE/VC ou não. A utilização do teste justifica-se, pois, ao analisar a distribuição da normalidade das variáveis elas não apresentaram uma distribuição normal, fato que leva a utilização de um teste não paramétrico. A um nível de significância de 1%, temos a rejeição da hipótese nula de que há igualdade no comportamento dos *Accruals* e do REM para empresas que são patrocinadas pelos fundos PE/VC, sendo este resultado consistente com o trabalho de Gioielli et al. (2013) que ao segregar, a um nível de significância de 10%, também encontraram que o GR se comporta de maneira diferente.

4.2 Análise da Regressão Quantílica e MQO

Na Tabela 2, são apresentados os resultados obtidos da regressão quantílica para a estimação da equação 7, tanto com a variável dependente o gerenciamento de resultados por decisões operacionais reais, por meio do modelo Roychowdhury (2006), como também o gerenciamento de resultados por *accruals* por meio do Modelo Jones Modificado com ROA, proposto por Kothari et. al (2005).

A apresentação e análise em conjunta destes modelos é consistente com a literatura, quanto a necessidade de a análise do GR verificar ambos os tipos de gerenciamento. Em seguida, se adicionou os resultados obtidos pela regressão MQO para fim de robustez e comparação dos achados, feita a correção robusta de White pela verificação de não normalidade dos resíduos, e rejeição da hipótese nula de variância constante das variáveis (homocedasticidade).

Tabela 2 - Resultados da Regressão Quantílica e MQO

Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais Reais (Modelo Roychowdhury)					
	MQO (Robust)	Quantil 0.25	Quantil 0.50	Quantil 0.75	Quantil 0.95
PE/VC	-0.04210453***	-0.06323659***	-0.03732326***	-0.02412049***	0.03403165
IPO	-0.03329401**	-0.03925247**	-0.01034913	0.00193612	0.04989055
TAM	-0.00455651	-0.00180022	-0.00502397***	-0.00747666***	-0.03005288**
CRESC	-0.00005562	-0.000027	-0.00004849	-0.00004915	-0.00016239
ALAV	-0.02196958***	-0.0273644***	-0.01706515***	-0.00493301	0.10606896***
ROA	0.04871704	-0.02361074***	-0.03157193***	-0.00593438	0.26307937***
SEO	-0.02698753**	-0.0313958**	-0.02022275***	-0.00077552	0.03625796
AUDIT	-0.07410766***	-0.04461665*	-0.0461391***	-0.07568006***	-0.20632641**
Constante	0.18880833	0.08248295	0.15977265	0.24419218	0.74730135
R ² Ajustado / Pseudo-R ²	11.92%	7.55%	3.17%	2.72%	8.07%
Observações	1007				
Gerenciamento de Resultados Accruals (Modelo Jones Modificado com ROA)					
	MQO (Robust)	Quantil 0.25	Quantil 0.50	Quantil 0.75	Quantil 0.95

PE/VC	-0.00812233	-0.00090534	-0.00190354	-0.02100498**	-0.04480982**
IPO	0.01848072*	0.00111746	0.006984	0.06593702***	0.04798446*
TAM	0.01405883***	0.01574323***	0.00782768***	0.00068393	0.01070693*
CRESC	-0.0000235	-0.000002155	-0.000007418	-0.000002948	-0.0000802
ALAV	-0.0607506***	-0.06607203***	-0.01940258***	-0.00309458	0.09306631***
ROA	0.51994105***	0.43979756***	0.42096273***	0.40643246***	0.37411575***
SEO	0.00363226	0.00540538	0.00182172	0.01102197	-0.00267007
AUDIT	0.05189544*	0.09458603***	0.08123116***	-0.00136215	0.00732695
Constante	-0.22569898	-0.33517575	-0.19206756	0.04122471	-0.03109009
R ² Ajustado / Pseudo-R ²	86.64%	31.93%	21.76%	20.74%	38.95%
Observações	1007				

Nota: PE/VC: Empresas investidas por fundos de Private Equity e Venture Capital; IPO: Período chave IPO; TAM: Tamanho; CRESC: Crescimento; ALAV: Alavancagem; ROA: Retorno sobre Ativos; SEO: Oferta secundária de ações; AUDIT: Auditoria. ***, **, *: denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

A regressão quantílica foi dividida em 4 quantis, representando o nível mais baixo de gerenciamento (quantil 0.25), o nível médio (quantil 0.50), o nível moderado (quantil 0.75) e o nível alto (quantil 0.95) de maneira a possibilitar análises mais complexas a respeito do comportamento das variáveis de acordo com o nível de gerenciamento.

Em relação a variável de interesse PE/VC que representa se a empresa é patrocinada por um fundo *Private Equity* e *Venture Capital*, os resultados obtidos, a um nível de significância de 1%, demonstram que as empresas patrocinadas por estes fundos apresentam REM significativamente menor em relação as empresas não patrocinadas, do nível baixo até o nível moderado. Assim, tal resultado vai de encontro ao resultado da pesquisa de Wongsunwai (2013).

Cabe salientar que na medida em que o nível de gerenciamento aumenta a capacidade do fundo em mitigar, este gerenciamento diminui. Para tanto, basta observar a redução do coeficiente beta que no nível baixo apresenta -0.063, no nível médio -0.037 e no nível moderado -0.024. Este comportamento pode ser explicado pelo que é exposto por Cohen e Zarowin (2010) que relatam a dificuldade de percepção deste tipo de gerenciamento, logo este fator pode inibir a ação de monitoramento exercido pelos fundos em suas investidas, de modo que, ao verificar o nível mais alto de REM o fato de a empresa ser patrocinada pelos fundos não se apresenta como fator de inibição. Observado o resultado obtido pelo MQO, também se confirma a um nível de significância de 1%, que as empresas patrocinadas apresentam um REM significativamente menor, tendo em vista o coeficiente de -0.042.

Consistente com Zang (2012) que trouxe evidências de que os gerentes usam de estratégias para manipulações por decisões operacionais reais, e gerenciamento de resultados com base nos *accruals* como substitutos, ao se analisar o comportamento no GRA, verifica-se que nos níveis: baixo e moderado, que no REM apresentaram significância estatística, o mesmo não acontece no GRA, e esta relação inversa também se apresenta no nível mais alto de gerenciamento.

E ainda, enquanto o REM não teve significância, com os *accruals* há um nível de 5%, observa-se que as empresas patrocinadas por estes fundos, apresentam GRA significativamente menor do que as empresas não patrocinadas. Este resultado é consistente com os achados de

Morsfield e Tan (2006), Gioielli (2008), Katz (2009), Lee e Masulis (2011), Hochberg (2012), Gioielli et al. (2013), Wongsunwai (2013) e Meij (2019).

Um ponto que chama a atenção diz respeito aos coeficientes que também apresentam relação inversa ao que ocorreu no REM. Enquanto o REM reduz gradativamente, na medida em que o nível de gerenciamento aumenta, no GRA os coeficientes aumentam começando com -0.0009 (quantil .25), passando para -0.0019 (quantil .50), -0.0210 (quantil .75) e por fim -0.0448 (quantil .95) denotando que possivelmente o efeito de monitoramento exercido pelas empresas patrocinadas por estes fundos, é mais eficiente no GRA.

Pode-se confirmar a hipótese de que as empresas que realizaram IPO no Brasil, patrocinadas por fundos de PE e VC apresentaram um menor nível de gerenciamento de resultados em comparação às não patrocinadas, pois tanto no REM quanto no GRA, os coeficientes apresentaram-se com sinal negativo, representando que as empresas patrocinadas por estes fundos tendem a gerenciar menos.

É importante salientar que embora não houve significância estatística em todos os quantis, observa-se um possível *trade-off* nesta relação, pois quando não há significância em determinado quantil pelo REM, ele apresenta-se no GRA, e vice-versa. Apenas no nível moderado representado pelo quantil .75, houve significância em ambos os gerenciamentos, com coeficientes negativos.

No que tange a variável IPO representada pelos trimestres -1, 0 e +1, observa-se que há um nível de significância de 5%, no nível baixo de REM (quantil .25), sendo que ela apresenta um coeficiente de -0.039, demonstrando que neste nível de gerenciamento, no período do IPO, se apresenta um REM menor. Nos demais quantis, o fator do IPO não se apresenta significativamente diferente.

Em relação ao GRA a variável IPO apresenta relação diferente ao REM, sendo que, enquanto no REM não se observa relação nos quantis moderados e alto, o GRA apresenta no grau moderado, a um nível de significância de 1%, e no grau alto de gerenciamento, a um nível de significância de 10%, uma relação positiva. Assim, denota-se que no período do IPO as empresas aumentam o gerenciamento. Esta relação é consistente com o que é apresentado por Teoh et al. (1998), em que a forte pressão exercida sobre os gerentes para que o IPO tenha sucesso faz deste, um momento particularmente conveniente ao aumento do GR. Ao se verificar o resultado obtido por meio do MQO, corrobora com essa análise, haja vista, que a um nível de significância de 10%, observa-se um coeficiente positivo 0.0185.

No que diz respeito a variável tamanho, se observa que as empresas maiores quando se trata de REM gerenciam menos. E na medida em que o grau de gerenciamento aumenta, as empresas maiores tendem a diminuir o gerenciamento pelo REM. Para tanto, basta se observar a crescente no coeficiente do quantil .50 ao quantil .75.

Este fato pode ser explicado como já mencionado por Premti e Smith (2020) em que empresas maiores, recebem maior monitoramento, além de enfrentarem maior escrutínio durante o processo do IPO, e assim maiores custos potenciais de litígios. Outro fato, já mencionado, diz respeito ao custo marginal do REM ser alto, o que pode levar a inibir empresas maiores, com tal prática.

No que tange a variável crescimento embora Lee e Masulis (2011) e Hochberg (2012) salientem que empresas com maior crescimento podem ter mais incentivos e capacidade de gerenciar resultados os achados neste estudo não corroboram, visto não ter encontrado significância estatística em nenhum dos modelos testados, ao confrontar com as pesquisas nacionais na área este resultado vai de encontro com os achados de Gioielli et al. (2013) e Melo e Lamonier (2020).

Sobre a variável alavancagem Lee e Masulis (2011) afirmam que empresas altamente alavancadas acabam por serem mais fortemente monitoradas pelos credores, de modo que, também podem inibir o comportamento discricionário do gestor, resultando em uma relação

negativa entre a alavancagem e o gerenciamento de resultados. Ao analisar a relação desta com o REM observa-se que nos quantis baixo, médio e alto há essa relação negativa, confirmando também pelo MQO.

No que se refere a variável de desempenho, nesta pesquisa medida pelo ROA, observa-se que a sua relação com o REM muda conforme o nível do gerenciamento. Nos níveis baixos e médio apresenta uma relação significativa com coeficientes negativos, enquanto no nível alto já se observa uma relação significativa e positiva.

Ao analisar a relação do ROA com o GRA se confirma o que é exposto por Kothari et al. (2005) que os *accruals* estão correlacionados com o desempenho da empresa, de maneira que em todos os quantis a variável se apresenta significativa e com coeficiente positivo, tal fato também é confirmado pelo MQO.

Em relação a variável SEO que representa a oferta subsequente de ações, observa-se que a sua relação com REM é significativa nos quantis baixo e médio, entretanto com relação negativa algo que vai de encontro com o que é exposto por Teoh et al. (1998), apontando que os emissores podem estar interessados em aumentar a riqueza de seus acionistas atuais em detrimento dos futuros acionistas, o que acaba por incentivá-los a aumentar o gerenciamento de resultados. A regressão por MQO também confirma essa relação significativa, porém inversa, ou seja, as empresas ao realizarem a oferta secundária gerenciam menos o REM.

Em relação ao SEO com o GRA, embora a maioria dos coeficientes sejam positivos nenhum deles apresentam significância estatística de modo que não é possível considerar que há uma relação entre o GRA e o SEO. Resultado semelhante vai de encontro aos achados de Melo e Lamonier (2020) e Gioielli et al. (2013).

Sobre a empresa de auditoria os achados demonstram que a relação entre a empresa de auditoria e o REM confirmam o que é apontado por Lee e Masulis (2011) que auditores de qualidade superior são mais capacitados para examinar rigorosamente as demonstrações financeiras dos seus clientes, fato que pressupõem maior capacidade de certificarem a confiabilidade dos relatórios contábeis. Como observado, os coeficientes são negativos, ou seja, empresas auditadas por Big4, gerenciam menos por decisões operacionais reais.

Entretanto ao analisar a relação com o GRA, não se pode confirmar, uma vez que não ocorreu relação significativa em todos os quantis, sendo o resultado semelhante ao encontrado por Melo e Lamonier (2020), que também não verificaram relação entre o auditor e o gerenciamento.

5 CONCLUSÃO

Este estudo teve por objetivo verificar a influência exercida pela participação de gestores de capital de risco (PE/VC) na qualidade da informação contábil por meio do GRA e no REM das patrocinadas, no período de 2011 a 2019. Por meio da utilização da regressão quantílica testou-se a hipótese de pesquisa de que as empresas que realizaram IPO no Brasil, patrocinadas por fundos de PE e VC, apresentaram menor nível de gerenciamento de resultados em comparação às não patrocinadas.

Para o cálculo do gerenciamento de resultados por *accruals*, foi utilizado o modelo Jones Modificado com ROA (2005), enquanto para o cálculo do gerenciamento por decisões operacionais reais, foi utilizado o modelo de Roychowdhury (2006). A verificação da hipótese ocorreu por meio da regressão quantílica, pois conforme os dados obtidos, ela se apresentou como a metodologia mais adequada.

Os resultados demonstraram que as empresas patrocinadas por esses fundos apresentam REM significativamente menor em relação às empresas não patrocinadas em 3 quantis (baixo, médio e moderado). Em relação ao GRA, verificou-se menor gerenciamento nos quantis médio e alto. Esse resultado possibilitou a confirmação da hipótese testada, pois em todos os quantis

que houve significância estatística as empresas patrocinadas por esses fundos apresentaram coeficiente negativo.

Adicionalmente, também foram testadas a relação do GRA e do REM com variáveis de controle, conforme literatura existente. Em relação a essas variáveis, cabe destacar que o período do IPO teve comportamento inverso entre o REM e o GRA. Enquanto no REM houve uma relação significativa e negativa apenas no quantil inferior, no GRA houve uma relação significativa e positiva nos quantis médio e alto, ou seja, nesse período do IPO o REM não se apresenta como a preferência dos gestores ao utilizar o gerenciamento. Estas relações encontradas no estudo podem indicar uma possível relação de *trade-off* entre o REM e o GRA por parte das empresas da amostra, conforme apontado por Zang (2012).

Baseado nos estudos de Graham et al. (2005), Cohen e Zarowin (2010) e Zang (2012) que corroboram sobre a importância da análise conjunta dos diferentes tipos de gerenciamentos, a presente pesquisa avançou na literatura ao comparar o REM com o GRA, observando que até o momento não havia essa comparação no cenário nacional (Gioielli, 2008, Gioielli et al., 2013, Meij, 2019 e Melo & Lamonier, 2020), contribuindo assim com os achados já produzidos por estes e outros autores nessa temática.

Do ponto de vista prático de mercado, diversos *stakeholders* se interessam em analisar o desempenho econômico-financeiro, entretanto, havendo deturpações nas demonstrações financeiras prejudicam a qualidade do relatório reportado. Relatórios de baixa qualidade intensificam a assimetria informacional, além de levarem a uma ineficiente alocação de recursos. Desse modo, ao verificar se determinado grupo apresenta relatórios menos gerenciados pode-se contribuir com investidores na eficiente alocação de recursos.

Cabe destacar que a literatura existente possui outros modelos para a verificação desses gerenciamentos. Dessa forma, pesquisas futuras podem avançar utilizando de outros modelos existentes no arcabouço teórico.

Conforme já apontado neste trabalho, não há um consenso sobre todas as variáveis de controle que estão relacionadas ao gerenciamento de resultados. Assim, para pesquisas futuras sugere-se a utilização de outras variáveis de controles. Verificado que o cenário nacional conta com um número pequeno de IPO, pesquisas futuras podem também incluir a amostra de países com mercado de capitais semelhantes ao Brasil para efeito de comparação e confirmação de resultados mais robustos.

REFERÊNCIAS

- Beyer, A., Guttman, I., & Marinovic, I. (2019). Earnings management and earnings quality: Theory and evidence. *The Accounting Review*, 94(4), 77-101.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.
- Cardoso, R. L., de Souza, F. S. R. N., & Dantas, M. M. (2015). Impactos da Adoção do IFRS na Acumulação Discricionária e na Pesquisa em Gerenciamento de Resultados no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 65-84.
- Carvalho, A. G., Pinheiro, R. B., & Sampaio, J. O. (2020). The dynamics of earnings management in IPOs and the role of venture capital. *Research in International Business and Finance*, 51, 101084.
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.

- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- Cumming, D.; Schmidt, D.; Walz, U. (2010). Legality and Venture Governance Around the World. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 54-72.
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants, and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P., (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70 (2), 193-225.
- Dechow, P.M. & Skinner, D.J. (2000) Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14(2), 235-250.
- Dhankar, R. S., & Malik, K. (2017). Earnings Quality of Private Equity-Backed and Non-Private Equity-Backed Firms in India. *The Journal of Wealth Management*, 20(1), 53-61.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 1-33.
- El Diri, M. (2018). Introduction to earnings management. Leeds: Springer.
- El Diri, M., Lambrinoudakis, C., & Alhadab, M. (2020). Corporate governance and earnings management in concentrated markets. *Journal of Business Research*, 108, 291-306.
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156.
- Gioielli, S. O.; Carvalho, A. G.; Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *Brazilian Business Review*, 10(4), 32-68.
- Gioielli, S. P. O. (2008). Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa. Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
- Hochberg, Y. (2012). Venture capital and corporate governance in the newly public firm. *Review of Finance*, 16 (2), 429-80.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Katz, S. P. (2009). Earnings quality and ownership structure: The role of private equity sponsors. *The Accounting Review*, 84(3), 623-658.
- Koenker, R., & Bassett, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica. Journal of the Econometric Society*, 46(1), 33-50.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E., (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), 163-197.
- Kothari, S. P., Mizik, N., & Roychowdhury, S. (2016). Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. *The Accounting Review*, 91(2), 559-586.
- Lee, G., & Masulis, R. W. (2011). Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers? *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 982-1000.
- Li, V. (2019). The effect of real earnings management on the persistence and informativeness of earnings. *The British Accounting Review*, 51(4), 402-423.
- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 350-357.

- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Meij, C. D. (2019). Private equity and venture capital earning management in IPOs. Sample from Brazil (2000-2015). Dissertação de Mestrado, Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getulio Vargas (FGV), São Paulo.
- Meirelles, J. L. F.; Pimenta Junior, T.; Rebelatto, D. A. N. (2008). Venture capital e Private Equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gestão e Produção*, 15(1), 11-21.
- Melo, P. H. F., & Lamonier, W. M. (2020). Determinantes do Gerenciamento de Resultados em Ofertas Públicas Iniciais (IPO's) de ações no Mercado de Capitais brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 15(3), 27-46.
- Morsfield, S. G.; Tan, C. E. L. (2006) Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? *The Accounting Review*, 81(5), 1119–1150.
- Premti, A., & Smith, G. (2020). Earnings management in the pre-IPO process: Biases and predictors. *Research in International Business and Finance*, 52 (1), 101120.
- Roychowdhury, S. (2006). Management of earnings through the manipulation of real activities that affect cash flow from operations. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.
- Sosnowski, T. (2018). Earnings management in the private equity divestment process on Warsaw Stock Exchange. Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 13(4), 689-705.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, 43, 445–481.
- Wongsunwai, W. (2013). The effect of external monitoring on accrual-based and real earnings management: evidence from venture-backed initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 296-324.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.
- Zimmerman, J. L. (2016). Private equity, the rise of unicorns, and the reincarnation of control-based accounting. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(3), 56-67.