



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM CONTROLADORIA E
CONTABILIDADE
MESTRADO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

**Recompra de Ações e práticas de Gerenciamento de Resultados
Financeiros: Um estudo empírico sobre as empresas listadas na
BM&FBOVESPA.**

PEDRO HENRIQUE MELILLO

BELO HORIZONTE-MG

2017

PEDRO HENRIQUE MELILLO

**Recompra de Ações e práticas de Gerenciamento de Resultados
Financeiros: Um estudo empírico sobre as empresas listadas na
BM&FBOVESPA.**

Dissertação apresentada ao Centro de Pós Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade e Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Wagner Moura Lamounier

BELO HORIZONTE-MG

2017

Ficha Catalográfica

Melillo, Pedro Henrique.

M522r
2017 Recomprou de ações e práticas de gerenciamento de resultados financeiros [manuscrito] : um estudo empírico sobre as empresas listadas na BM&FBOVESPA / Pedro Henrique Melillo. – 2017.

148 f. : il., gráfs. e tabs.

Orientador: Wagner Moura Lamounier

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade.

Inclui bibliografia (f. 120-128).

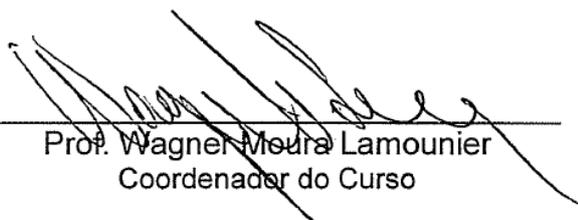
1. Ações (Finanças) - Teses. 2. Retrovenda – Teses. 3. Contabilidade – Teses. I. Lamounier, Wagner Moura. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade. IV. Título.

CDD: 332.6322

Pedro Henrique Melillo

Esta Dissertação foi julgada adequada pelo Curso de Mestrado em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Belo Horizonte, 31 de maio de 2017.

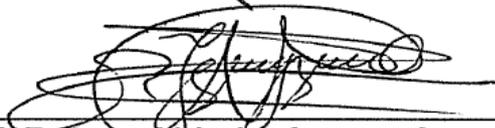


Prof. Wagner Moura Lamounier
Coordenador do Curso

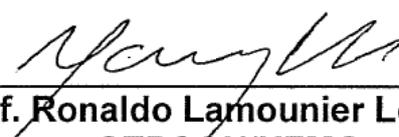
BANCA EXAMINADORA



Prof. Wagner Moura Lamounier
(Orientador)



Prof. Robert Aldo Iquiapaza Coaguila
CEPCON/UFMG



Prof. Ronaldo Lamounier Locatelli
CEPCON/UFMG

Belo Horizonte, 2017

*Dedico esse trabalho à minha esposa Isabela,
por ser a responsável por me trazer um pouco
de tranquilidade, em meio a tantas dificuldades
diárias.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus.

Agradeço ao professor Wagner. Primeiro pela oportunidade de aprender seus ensinamentos em três disciplinas, muito importantes para execução desse trabalho. E segundo pela orientação na presente pesquisa, agradeço pela dedicação, profissionalismo, rigidez, paciência, enfim, por toda ajuda prestada, a qual foi indispensável para que eu fosse capaz de finalizá-la.

Ao meu Pai, Geraldo, referencial teórico de toda minha vida. Minha mãe, Zilda, pelos exemplos de humildade, luta, determinação e caráter. Meus irmãos, todos eles, por me mostrarem os caminhos que quero percorrer para alcançar meus sonhos. Cunhados, cunhadas, sobrinhos, sogro, sogra, e outros familiares, igualmente importantes em minha vida.

Aos meus amigos de Lafaiete, Viçosa, e Belo Horizonte, pelos momentos de lazer no decorrer do mestrado.

Aos professores que tive, na UFV e UFMG, pelos ensinamentos substanciais para execução do trabalho.

Aos professores Robert e Rafael, presentes em minha banca, e que contribuíram para melhoria dessa pesquisa.

Aos meus colegas de mestrado, em especial Ciro, Carol, Karla, Niara e Gustavo pela convivência durante esses dois anos. Ao Filipi, por me ajudar sempre que precisei. A Fernanda, por desprender parte do seu tempo para me ajudar.

Agradeço também a minha esposa, por compartilhar comigo todos os momentos, sejam esses bons ou ruins, e a todos os outros, que direta ou indiretamente fizeram parte dessa conquista.

RESUMO

Gerenciamento de Resultados contábeis ocorrem no intuito de repassar ao mercado informações financeiras sobre as firmas, de forma a influenciar os *stakeholders* no processo de tomada de decisões. Estudos internacionais objetivaram detectar a prática de gerenciamento de resultados no período que antecede a utilização da ferramenta de recompra de ações. Foram encontradas evidências de que firmas gerenciaram seus números a menor no momento pré recompra, para recomprar as ações a valores subavaliados, gerando possíveis ganhos anormais posteriores a utilização da ferramenta. O imediatismo do tema no Brasil já demonstra sua relevância, no intuito de verificar se no mercado de ações brasileiro ocorre tal prática. Portanto, essa pesquisa teve por objetivo verificar se empresas brasileiras que recompraram ações entre os períodos de 2011 a 2015, gerenciaram seus números contábeis a menor, no período que antecedeu a utilização da ferramenta de recompra, e ainda, se esse grupo de empresas obteve ganhos anormais posteriores a recompra de ações, fruto da reversão dos *accruals* discricionários (*proxy* de gerenciamento de resultados). Especificamente, buscou-se verificar ainda se empresas que gerenciaram seus números a menor, possivelmente subavaliando o valor de suas ações, apresentaram um crescimento na concentração de capital nos períodos pré e pós recompra, fruto de possível utilização de informações privilegiadas por parte dos principais acionistas, mitigando os acionistas minoritários da firma. Pretende-se também buscar por uma resposta estatística entre a associação das variáveis: nível de gerenciamento de resultados; variação na concentração de capital acionário; e outras variáveis comumente utilizadas na literatura, como possíveis determinantes da recompra. Como metodologia de pesquisa, foram utilizados os modelos econométricos de Jones Modificado e *Performance Matching* para geração dos *accruals* discricionários. Para se encontrar o retorno anormal, calculou-se a diferença entre o retorno real (retorno do fechamento) e o retorno esperado (modelo CAPM). São considerados como medição acerca da concentração de capital o maior acionista ordinário, os três maiores acionistas ordinários, o maior acionista sobre o capital total e os três maiores acionistas sobre o capital total. Foram realizadas regressões *logit's* para avaliar os determinantes de recompra de ações. Os resultados da pesquisa apontaram que existem evidências de que empresas utilizam o gerenciamento de resultados para reduzir os lucros em momentos pré recompra de ações, no intuito de obter ganhos anormais nos períodos posteriores, sendo esse evidenciado por um maior retorno anormal posterior a recompra, entre empresas que supostamente gerenciaram seus números a menor, anteriormente à recompra, considerando o modelo de *Performance Matching* para detecção de *accruals* discricionários. Ainda, que empresas que gerenciaram seus números a menor, de acordo com o modelo de *Performance Matching*, apresentaram um aumento na concentração de capital no período posterior a recompra, comparativamente a empresas que gerenciaram a maior seus números, no período pré recompra. E o nível de gerenciamento de resultados, utilizando o modelo de *Performance Matching* para medição, a substituição de dividendos e o tamanho da empresa, podem ser considerados determinantes de recompra de ações no presente estudo.

Palavras Chave: Gerenciamento de Resultados, Recompra de Ações, *Performance Matching*, *Accruals*, Retorno Anormal, Concentração de capital.

ABSTRACT

Management of accounting results, however, with no intention to pass on financial information about firms to the market, in order to influence the stakeholders in the decision-making process. International studies aimed to detect the practice of earning management in the period prior to the use of the stock repurchase tool. Evidence was found that companies managed their lower numbers at the time of pre-repurchase, to repurchase the shares at undervalued amounts, generating possible abnormal gains subsequent to the use of the tool. The immediacy of the subject in Brazil already demonstrates its relevance, in order to verify if in the Brazilian stock market this practice occurs. Therefore, this study aimed to verify if Brazilian companies that bought back shares between the periods of 2011 to 2015, managed their smaller accounting numbers in the period before the purchase, and if this group of companies obtained abnormal gains after repurchase of shares, resulting from the reversal of discretionary accruals (earning management proxy). Specifically, it was also sought to verify if companies that managed their numbers to the smallest, possibly undervalued the value of their shares, presented a growth in the concentration of capital in the pre- and post-repurchase periods, as a result of the possible use of privileged information by the main shareholders, mitigating the company's minority shareholders. It also searches for a statistical response between the association of variables: level of earning management; variation in the concentration of share capital; and other variables commonly used in literature as possible determinants of repurchase. As a research methodology, the Jones Modified and Performance Matching econometric models were used to generate discretionary accruals. To find the abnormal return, we calculated the difference between the actual return (closing return) and the expected return (CAPM model). The largest common stockholder, the three largest common shareholders, the largest shareholder over total capital, and the three largest shareholders over total capital are considered as measurement of capital concentration. Logit regressions were performed to evaluate the share repurchase determinants. The earning of the research indicated that there is evidence that companies use the management of earning to reduce profits in moments before the buyback of shares, in order to obtain abnormal gains in the later periods, being evidenced by a greater abnormal return after repurchase, between companies that supposedly managed their smaller numbers, previously the same, considering the Performance Matching model for detecting discretionary accruals. Also, the companies that managed their lower numbers, according to the Performance Matching model, showed an increase in the concentration of capital in the period after the repurchase, compared to companies that managed the highest numbers in the pre-repurchase period. And the level of earning management, using the Performance Matching model, the replacement of dividends and the size of the company, can be considered determinants of stock repurchase in the present study.

Key Words: Earning Management, Stock Repurchase, Performance Matching, Accruals, Abnormal Return, Capital Concentration.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Modalidades de Gerenciamento de Resultados.....	45
Figura 2: Linha do tempo Recompra de Ações.....	57
Figura 3: Desenho da pesquisa com suas hipóteses.....	80

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Análise exploratória dos dados – <i>Accruals</i> totais observados.....	81
Tabela 2: Modelo de Jones Modificado e <i>Performance Matching</i>	83
Tabela 3: Testes para o modelo de Jones Modificado e <i>Performance Matching</i>	84
Tabela 4: Análise exploratória dos dados – Variáveis dos Modelos de GR.....	85
Tabela 5: Análise exploratória dos dados – Elementos Patrimoniais e de Resultado.....	85
Tabela 6: Análise exploratória dos dados - Nível de GR.....	86
Tabela 7: Análise exploratória dos dados - Nível de GR modelo JM.....	87
Tabela 8: Análise exploratória dos dados - Nível de GR modelo PM.....	88
Tabela 9: Análise exploratória dos dados de retorno anormal - Recompra.....	90
Tabela 10: Retorno Acumulado por nível de GR – Jones Modificado - Recompra.....	91
Tabela 11: Retorno Acumulado por nível de GR – <i>Performance Matching</i> - Recompra.....	92
Tabela 12: Teste não paramétrico do retorno anormal – Recompra.....	94
Tabela 13: Análise exploratória dos dados de retorno anormal – Anúncio.....	96
Tabela 14: Retorno Acumulado por nível de GR – <i>Performance Matching</i> – Anúncio.....	97
Tabela 15: Teste não paramétrico do retorno anormal – Anúncio.....	98
Tabela 16: Composição Acionária.....	99
Tabela 17: Variação na Composição Acionária – Jones Modificado:.....	102
Tabela 18: Variação na Composição Acionária – <i>Performance Matching</i>	103
Tabela 19: Análise exploratória dos determinantes de recompra	107
Tabela 20: Determinantes de recompra - Jones Modificado.....	109
Tabela 21: Determinantes de recompra - <i>Performance Matching</i>	110
Tabela 22: Porcentagem de acertos na classificação do modelo.....	112
Tabela 23: Determinantes de recompra - <i>Performance Matching</i> - Efeito Marginal.....	113

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Características Qualitativas das Informações Contábeis.....	27
Quadro 2: Motivações para Recompra de Ações segundo Voss.....	34
Quadro 3: Gerenciamento de Resultados.....	39
Quadro 4: Diferença entre Gerenciamento de Resultados e Fraude Contábil.....	40
Quadro 5: Roteiro de análise por grupos de GR.....	70
Quadro 6: Variáveis do modelo de determinantes de recompra de ações.....	78
Quadro 7: Confrontação do Sinal esperado com o Sinal encontrado na pesquisa.....	114

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução do nível de GR.....	88
Gráfico 2: Evolução da Composição Acionária.....	100

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AD	<i>Accruals</i> Discricionários
AND	<i>Accruals</i> Não Discricionários
ACT	<i>Accruals</i> Totais
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos
GR	Gerenciamento de Resultados
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
JM	Jones Modificado
LPA	Lucro por Ação
MtB	<i>Market to Book</i>
OPA	Oferta pública de ações
PM	<i>Performance Matching</i>
RA	Retorno Anormal
ROA	Retorno sobre os ativos
VIF	Fator de inflação da variância

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA	19
1.2 OBJETIVOS	21
1.2.1 Geral	21
1.2.2 Objetivos Específicos	21
1.3 RELEVÂNCIA DA PESQUISA	23
2. REFERENCIAL TEÓRICO	26
2.1 RECOMPRA DE AÇÕES	26
2.1.1 Dividendos, recompras e a teoria da sinalização	26
2.1.2 Modalidades e Evolução	30
2.1.3 Motivações para a Recompra de Ações	33
2.1.4 Recompra de Ações no Brasil e Legislação Brasileira	36
2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	39
2.2.1 Definição e Incentivos	39
2.2.2 Tipos de GR e accruals	44
2.3 HIPÓTESES DE PESQUISA	48
3. METODOLOGIA DE PESQUISA	53
3.1 TIPO DE PESQUISA	53
3.2 UNIDADE EMPÍRICA DE ANÁLISE	54
3.3 COLETA DE DADOS	55
3.4 CONSTRUÇÃO DAS TÉCNICAS DE ANÁLISE	58
3.4.1 Modelo de Jones Modificado	60
3.4.2 Modelo de Performance-Matching ou Jones Modificado combinado com desempenho (2005)	62
3.4.3 Avaliação dos accruals discricionários	64
3.4.4 Modelagem e Inferências Estatísticas	66
3.5 OPERACIONALIZAÇÃO DAS HIPÓTESES E DESENHO GERAL DA PESQUISA	67
3.5.1 HIPÓTESE 1	67
3.5.2 HIPÓTESE 2	71
3.5.3 HIPÓTESE 3	72
3.5.4 HIPÓTESE 4	73
3.5.6 DESENHO GERAL DA PESQUISA	78

4.	ANÁLISE DE RESULTADOS	81
4.1	ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS COM O USO DE ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS	81
4.1.1	Estatística Descritiva	81
4.2	ANÁLISE DO RETORNO ANORMAL NO PERÍODO ANTERIOR E POSTERIOR AO ANÚNCIO DE RECOMPRA DE AÇÕES	89
4.2.1	Retorno anormal para empresas que recompraram ações	89
4.2.2	Retorno anormal para empresas que anunciaram o programa e não recompraram ações	95
4.3	ANÁLISE DA ESTRUTURA ACIONÁRIA DAS EMPRESAS QUE RECOMPRARAM AÇÕES	98
4.3.1	Participação acionária em empresas que recompraram ações.....	98
4.3.2	Teste de diferenças de médias entre a diferença na composição acionária das empresas	101
4.4	DETERMINANTES DE RECOMPRA DE AÇÕES	105
4.4.1	Determinantes comumente encontrados na literatura	105
4.4.2	Regressões Logit de determinantes de recompra	108
5.	CONCLUSÃO	116
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	120
	APÊNDICES	129

1. INTRODUÇÃO

A contabilidade tem como objeto o estudo do patrimônio das empresas e suas variações, para fornecer informações úteis ao processo de tomada de decisão. O objetivo das empresas modernas é justamente o crescimento desse patrimônio. Entende-se que em uma empresa cujas atividades operacionais não visem o crescimento, a tendência é de que a mesma não perdure ao longo do tempo (IUDÍCIBUS, 1980).

Esse crescimento ocorre de forma concomitante à interpretação da evolução da contabilidade. Inicialmente, a contabilidade era focada na figura do proprietário, quando os bens, direitos e deveres, e – conseqüentemente – o lucro pertenciam ao dono da firma. Atualmente, todos os débitos e créditos – incluindo o resultado – pertencem à empresa, e essa sim pertence ao dono, sócios ou acionistas. Logo, o crescimento patrimonial começa com o planejamento de reinvestimento dos lucros para expansão ou melhoria das atividades empresariais, e não mais simplesmente como remuneração para o sócio (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999).

A ideia inicial de reinvestir os lucros para crescimento das firmas logo foi aprimorada e interpretada de maneiras distintas. Analistas e estudiosos concluíram que, para que a evolução patrimonial ocorresse, seria necessária a captação de recursos para manutenção das atividades, podendo o capital ser próprio, com lucros ou aporte dos sócios, ou de terceiros, mediante empréstimos e financiamentos com agentes externos à empresa (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2011).

Com a evolução da economia e do mercado financeiro, surge uma nova possibilidade de captação de recursos e crescimento para as firmas, que consiste em sua inserção em um mercado de capital aberto, dividindo o seu patrimônio em cotas ou ações. Dessa forma, investidores interessados poderiam adquirir parte da empresa, e com isso obter retornos favoráveis, ou não, conforme a variação do valor de suas ações no decorrer do tempo.

Nas últimas décadas houve um crescimento substancial do número de empresas que abriram seu capital ao redor do mundo, situadas em grandes economias como Estados Unidos (EUA) e China, e até em países em desenvolvimento como o Brasil. Na China houveram mais de dez mil planos de recompra de ações nos últimos 20 anos, enquanto nos EUA aumentaram os programas de recompra na década de 1990, chegando ao seu ápice em 2007, atingindo um valor superior a um trilhão de dólares em recompra de ações, e em 2013 no valor de 700 bilhões

de dólares (DAMODARAN 2014). A década referente aos anos 2000 revelou-se a de maior adesão ao mercado de capital aberto por parte das empresas brasileiras, tendo seu ápice em 2007, com 66 empresas abrindo seu capital, (BM&FBOVESPA, 2014).

Concomitantemente, um tema amplamente abordado na literatura mundial atual é o de Gerenciamento de Resultados (GR), ou manipulação dos resultados contábeis. Paralelamente à abertura de capital, ou disponibilização de ações no mercado aberto, autores internacionais e nacionais como Teoh, Welch e Wong (1998), Singer (2007), e, mais recentemente, Melo (2015), apontam evidências de que os resultados das empresas de capital aberto possivelmente são manipulados para maior antes de uma abertura de capital, aumentando o valor das ações e garantindo, dessa forma, uma captação maior de recursos nos IPO's (Oferta pública inicial de ações).

Levando em consideração que o Gerenciamento de Resultados tem como ponto focal a lacuna entre regime de caixa e competência, ou seja, a diferença entre lucro e fluxo de caixa, a manipulação dos lucros ou prejuízos pode afetar o valor das ações. No caso em que uma empresa não atinge o resultado esperado pelo mercado, o valor de suas ações pode sofrer desvalorização, assim como a mesma pode aumentar seu valor, caso os lucros sejam acima do esperado. A manipulação dos resultados poderá, portanto, influenciar o preço das ações - circunstância que ilustra, de forma simplificada, a importância do tema de GR para empresas de capital aberto (RONEN, YAARI, 2005).

Quando uma empresa opera no mercado de capital aberto, ela necessita atrair sempre novos investidores. Em mercados altamente competitivos, é importante que a firma demonstre para o mercado que a mesma é atrativa para se investir. Uma forma de transmitir confiança para o mercado seria emitindo sinais de que a empresa apresentará retornos favoráveis ao longo do tempo, objetivando evidenciar possibilidade de crescimento por parte da mesma. Sinalização para o mercado de que a firma merece investimento ocorre muitas vezes com a distribuição de lucros para os acionistas (VERMAELEN, 1981).

Portanto, a partir do momento em que as empresas já tem seu capital à disposição no mercado, elas precisam definir sua política de distribuição de resultados para os acionistas. Um mecanismo amplamente utilizado no mercado é a distribuição de dividendos, onde por meio de definição no estatuto social da empresa, os acionistas são remunerados com uma fatia dos lucros, mediante determinado percentual sobre suas ações adquiridas.

Outra ferramenta de distribuição de lucros que tem sido amplamente utilizada pelas empresas é a recompra de ações. Inicialmente, a teoria afirma que, comprando seus próprios papéis, a empresa sinaliza confiança ao mercado, reduz custos de agência com distribuição do excesso de fluxo de caixa, ajusta sua estrutura de capital, dentre outros (VOSS, 2012). Com o crescimento das práticas de GR em empresas de capital aberto ao redor do mundo, surge a necessidade de investigar se tal estratégia é aplicada quando as firmas anunciam a recompra de ações.

A prática de recompra de ações no mercado aberto tornou-se mais frequente nas últimas duas décadas. O número de empresas que praticaram a recompra de ações, assim como os dólares gastos em recompras, aumentaram drasticamente durante este período. De acordo com Grullon e Michaely (2002), entre 1972 e 2000, o número de empresas que recompraram ações nos Estados Unidos sofreu um acréscimo de cerca de 50% em termos absolutos, e o valor anunciado de ações recompradas subiu de US\$ 1,5 bilhões para US\$ 194,2 bilhões. Uma das razões para a crescente popularidade de recompras durante as duas últimas décadas é a ampla disseminação de planos de opções de ações, que têm sido largamente utilizados pelas empresas norte-americanas para aliviar os conflitos de agência entre os gestores e acionistas.

Além disso, em estudo de Mota (2007), foi comparada à evolução da utilização de dividendos para remunerar os acionistas, como forma de distribuição dos lucros; em detrimento a ferramenta de recompra de ações para o mesmo fim. Durante o período de 1999 a 2005 no Brasil, a distribuição de dividendos registrou um aumento de 28% ao ano, enquanto a recompra de ações no mesmo período apresentou um crescimento de 29% ao ano. Mesmo com as desvantagens fiscais no Brasil (Recompras são tratadas como ganho de capital, tributadas em 20%, enquanto distribuição de dividendos são isentas de tributos), recompras têm sido amplamente utilizadas pelas empresas (LEI 7713 de 22/12/1988 e LEI 8383 de 30/12/1991).

A partir do momento que o mercado passa a operar com preços pré fixados, os riscos associados à recompra de ações são reduzidos, proporcionando certo conforto em sua utilização pelas empresas. Ao estender possibilidades de participação aos gerentes, planos de opção de ações podem motivar gestores a exercerem atividades de maximização de valor das ações (LIN, et. al, 2008).

Opções de ações consistem na aquisição da possibilidade de compra de novas ações pelo investidor, por um preço pré determinado ao longo de certo período; ou, ainda, no oferecimento

de tal possibilidade no mercado – situação na qual o investidor as disponibiliza mediante o recebimento de um prêmio.

Recompra de ações tem sido um tema recorrente na literatura internacional, Voss (2012) levanta os possíveis motivos para que as empresas utilizem a prática de recompra de ações ao longo dos anos, enquanto Rodríguez e Yue (2008) traçam o paralelo entre recompra de ações e gerenciamento de resultados. Recompras de ações podem ser feitas com o intuito de passar confiança ao mercado, no sentido de que o preço da ação está subavaliado. Caso o resultado da empresa seja gerenciado para baixo, isso irá acarretar em uma redução no valor da ação, gerando a possibilidade de que a companhia pratique a recompra a um preço menor comparado ao real valor da ação, levando a ganhos anormais no futuro, para a própria firma, acionistas majoritários, executivos, etc (VOSS, 2012; RODRÍGUEZ, YUE, 2008).

O tema recompra de ações tem sido retratado sob diversas abordagens teóricas, tais como: Escolhas contábeis, “*value relevance*”, gerenciamento de resultados, dentre outros. Há também frequente discussão a respeito de informação assimétrica, custos de agência e seleção adversa. A razão para a disseminação dos estudos sobre a temática de recompra de ações é o crescimento da prática nos últimos 20 anos (KUO, NING, SONG, 2014).

Quando se trata de recompra de ações, dois aspectos a serem considerados se referem à utilização de informações privilegiadas por parte dos gestores, bem como se essas recompras afetam a liquidez das ações entre as empresas que utilizam tal ferramenta (BROCKMAN, CHUNG, 2001).

Paralelamente a esses dois aspectos, surge nesse contexto a iminência do chamado Gerenciamento de Resultados contábeis. Por exemplo, com a utilização de informação confidencial por parte dos gestores, cria-se a possibilidade dos mesmos manipularem os resultados, seja para mais ou para menos, com diversas motivações. Essa gestão do resultado pode afetar os valores das ações da empresa, pois um dos parâmetros para o valor das ações é o quanto uma empresa obteve em forma de lucro ou prejuízo em determinado período.

Algumas estratégias relacionadas ao gerenciamento de resultados, geram motivações para alterar informações financeiras. Alguns trabalhos destacam como motivos; i) as previsões dos analistas, ii) obtenção de estoque desejável, iii) valorizações nos mercados de capitais (DECHOW, SKINNER, 2000; HEALY, HUTTON, & PALEPU, 1999; LO, 2008), iv) manipulação de ganhos, explorando a flexibilidade das regras contabilísticas para

temporariamente "mascarar" o verdadeiro desempenho da empresa (THAI, MEEK, E NABAR, 2006; DECHOW, SKINNER, 2000).

Além das citadas anteriormente, também são apontadas como motivações para se alterar resultados financeiros a busca por uma potencial valorização das ações; ganhos anormais; e a busca por parte dos gestores por benefícios próprios. Logo, os executivos tendem ao gerenciamento de resultados no momento de recompra de ações, com o intuito de manipular o valor das ações para mais ou para menos, de acordo com os seus interesses pessoais (BENS, et. al, 2003).

1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

O fato da prática de gerenciamento de resultados por parte das empresas afetar as percepções dos investidores, continua a atrair interesse de pesquisadores acerca da utilidade das informações contábeis como instrumento de apoio à tomada de decisão. A intenção dos organismos de normatização e reguladores em permitir certo grau de flexibilidade de relatórios é proporcionar liberdade suficiente para que declarações financeiras possam ser feitas da maneira mais informativa possível. No entanto, em um mundo de assimetria informacional, onde existem problemas de informação e de agência, o caráter discricionário da contabilidade pode levar à manipulação de resultados e à omissão de informações, ao invés de aumentar a sua informatividade (COLES, HERTZEL, KALPATHY, 2006).

Como Healy e Wahlen (1999) sugerem, gestores podem usar o julgamento discricionário em relatórios financeiros e na estruturação de operações para alterar relatórios financeiros e enganar qualquer uma das partes interessadas sobre o desempenho econômico da empresa, ou para influenciar os resultados que dependem de números contábeis.

Um fluxo crescente de literatura empírica (RODRÍGUEZ, YUE, 2008; FARREL, UNLU, YU, 2013) também mostra que o gerenciamento de resultados é utilizado para sinalizar informação privada para o mercado, no sentido de: i) beneficiar acionistas majoritários em detrimento de minoritários; ii) evidenciar um resultado acima daquele realmente obtido pela empresa; iii) subvalorizar o lucro com interesses pessoais de executivos e/ou gestores; iv) reduzir ou aumentar o resultado para afetar a variação no valor das ações; entre outros. Tal análise confirma o principal objetivo da recompra de ações: sinalizar confiança ao mercado, indicando valor aquém do real para as ações.

Um subconjunto da literatura de gerenciamento de resultados (VAFEAS, *et. al*, 2003; RODRÍGUEZ, YUE, 2008; FARREL, UNLU, YU, 2013) refere-se à questão de saber se a recompra de ações fornece incentivos para deturpar o desempenho da empresa. Especificamente, gerenciamento de resultados em torno da recompra de ações é testado com a hipótese de que os lucros pré recompra possam ser geridos para baixo a fim de induzir os acionistas a venderem suas ações a preços subavaliados, para beneficiar acionistas que detêm informações privilegiadas. Além disso, pode-se verificar se os ganhos gerados pós-recompra, em termos de resultado e também no valor das ações, são mais elevados do que o esperado com o processo de reversão de *accruals* (VAFEAS, *et. al*, 2003).

Existem motivações que podem levar os gestores a buscar comprar ações ao preço mais baixo possível. Para isso eles podem, por exemplo, antecipar perdas e postergar ganhos, reduzindo assim o lucro e consequentemente o valor da ação. Assim, o gestor utiliza essas informações privilegiadas para comprar as ações com valores subestimados. Reduzindo-se os lucros pré recompra, os acionistas podem ser convencidos a oferecerem suas ações a preços subavaliados, o que privilegiaria os acionistas majoritários em detrimento dos acionistas minoritários, caso os primeiros detivessem informações sobre o GR. De acordo com esta estratégia, os gestores “alimentam” o mercado com notícias de ganhos desfavoráveis para mitigar o interesse do público em ações, visando obter preços mais baixos do que o justo no momento de recompra (LUCAS, MCDONALD, 1990).

Desta forma, os gestores podem interferir no mercado, visando seu próprio interesse. Isso levaria outros acionistas a venderem suas respectivas participações no capital da empresa, aumentando a quota de propriedade corporativa dos gestores proprietários ou de acionistas mais bem informados que não venderam suas ações por preços artificialmente baixos. Com base nestes argumentos, uma hipótese (VAFEAS, *et. al*, 2003; RODRÍGUEZ, YUE, 2008; FARREL, UNLU, YU, 2013) que surge é a de que os gestores tenderiam a reduzir o resultado antes de uma recompra de ações.

Surge, portanto, a questão de pesquisa que norteia o presente trabalho:

Práticas de gerenciamentos de resultados para reduzir os lucros em períodos pré recompra de ações nas empresas listadas na BM&FBOVESPA, possuem relação com a ferramenta de recompra de ações, se tornando um determinante da mesma?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Geral

Verificar se as empresas brasileiras que utilizaram a ferramenta de recompra de ações no período de 2011 até 2015, gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de reduzir o lucro, entre os períodos de 2009 e 2014. O período escolhido se deve ao fato de que nos últimos 20 anos houve um considerável aumento na utilização de recompra de ações por parte das empresas em todo o mundo (FARREL, UNLU, YU, 2013). No Brasil, de acordo com o jornal Gazeta Mercantil, essa ferramenta passou a ser utilizada com maior frequência a partir de 1997, com uma crescente utilização da ferramenta de recompra na primeira década dos anos 2000. Além desses motivos, a utilização da ferramenta de recompra de ações por parte das empresas é disponibilizada pela Bovespa nos relatórios de referência, esses disponibilizados somente a partir de 2011 (BM&FBOVESPA, 2014).

Objetiva-se verificar se há indícios estatísticos de um possível comportamento oportunista dos gestores reduzindo os lucros no momento pré recompra de forma discricionária, ou seja, gerenciar os resultados para menor no momento pré recompra de ações, para assim adquirir ações subavaliadas e/ou desvalorizadas no mercado. Isso pode gerar a possibilidade de ganhos anormais para a empresa no momento pós recompra de ações, potencializando o aumento no valor unitário da ação, além de possibilitar, por exemplo, benefícios a acionistas específicos e executivos da empresa envolvidos na operação. Caso ocorra o gerenciamento de resultados no momento pré recompra de ações, naturalmente, nos períodos subsequentes, o resultado será revertido para maior, gerando um acréscimo nos ganhos – em termos de valor das ações, e/ou até mesmo no momento de revenda das mesmas. Objetiva-se ainda testar a intensidade do GR e a mudança na estrutura de capital das firmas como fatores determinantes no processo de anúncio de recompra de ações.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral do trabalho, os objetivos que especificamente devem ser atingidos são:

- A) Verificar se as empresas que utilizaram a ferramenta de Recompra de Ações no período de 2011 à 2015, possivelmente gerenciaram seus resultados, reduzindo os lucros nos períodos antecedentes ao momento de Recompra de Ações. Interpretar os retornos anormais, nos momentos posteriores à utilização da ferramenta, entre os anos de 2012 à 2016. Subdividir a amostra em três grupos, de acordo com a intensidade de GR. Buscando constatar se há diferenças significativas no retorno anormal de acordo com o nível de GR.
- B) Verificar empresas que anunciaram o programa de recompra de ações, e não efetivaram o mesmo no prazo estabelecido, e a intensidade do possível GR dessas firmas no momento pré recompra. O objetivo é visualizar se as empresas estão utilizando práticas de GR para aumentar os lucros. Para posteriormente anunciar programas de recompra de ações - sinalizando que as ações estão subavaliadas (Com o intuito de aumentar a demanda por suas ações), quando na verdade foram avaliadas a um valor superior ao seu valor de mercado (Devido ao GR). Sendo que essa empresa não efetivou a recompra (Pois a firma conhece o real valor da ação, e saberia que a mesma está sendo negociada à maior).
- C) Identificar a concentração de capital acionário nos momentos pré e pós recompra. O embasamento é o fato de que grandes acionistas podem obter informações privilegiadas no momento de recompra. Se esses acionistas utilizam informações privilegiadas para aumentar sua cota acionária na empresa, comprando ações subavaliadas, podem obter ganhos no momento posterior a utilização da ferramenta de recompra.
- D) Examinar de forma conjunta os determinantes de recompra de ações presentes na literatura, como sinalização, excesso de fluxo de caixa, substituição de dividendos e ajuste na estrutura de capital, juntamente com os níveis de gerenciamento de resultado encontrados no estudo e também a participação acionária no capital da empresa. Objetivando evidenciar o grau de associação entre as variáveis encontradas no presente estudo, os principais determinantes, e a utilização da ferramenta recompra de ações no mercado brasileiro.

1.3 RELEVÂNCIA DA PESQUISA

A justificativa do trabalho é evidenciar aos “*stakeholders*” e “*shareholders*” as possíveis intenções dos executivos quando da recompra de ações, buscando explicar os motivos que levam os gestores a tal prática. Em determinados casos, os gestores com intenções pessoais, utilizam a ferramenta de recompra, beneficiando acionistas majoritários em detrimento a acionistas minoritários. Levando à necessidade de práticas de controle interno mais rígidas nas empresa, com o intuito de mitigar esses problemas, trazendo maior transparência às informações financeiras.

O tema ganha relevância por se tratar de um assunto em pleno crescimento no mercado financeiro. Recompras de ações são um mecanismo muitas vezes substituto à distribuição de dividendos, no que tange à remuneração aos acionistas. Sendo que recompra de ações têm crescido mais percentualmente, comparado à distribuição de dividendos, evidenciando a importância do tema (MOTA, 2007).

É interessante visualizar o tema sob a ótica da teoria da agência, por exemplo, imaginando o conflito de agência entre acionistas proprietários e demais acionistas. Se a empresa gerencia seus resultados redução dos lucros anteriormente à recompra de ações, subavaliando as mesmas, o acionista proprietário pode obter essa informação, e fazer uso da mesma para maximização de sua riqueza, com a expropriação de outros acionistas. Esses não detêm as informações fidedignas, gerando a assimetria informacional entre os envolvidos. O resultado dessa prática no decorrer do tempo pode ser a geração de custos de agência, por exemplo, de monitoramento, com melhorias de controles internos, auditoria interna, e até redução no valor da empresa, caso a prática seja percebida por analistas de mercado.

Além disso, é importante evidenciar as reais motivações sobre recompra de ações, para que seja possível visualizar se há a necessidade ou não de um controle interno mais rígido. Pois são inúmeros os efeitos positivos de bons mecanismos de governança corporativa no ambiente de informação sobre os lucros, com o intuito de aumentar a confiança dos usuários das informações contábeis em relação ao resultado de uma empresa, gerando maior segurança para acionistas, fornecedores, clientes, etc.

Instrumentos de governança corporativa podem restringir comportamentos oportunistas de gestão e a expropriação de acionistas minoritários pelos acionistas controladores, mitigando assim a assimetria de informações e melhorando a qualidade dos lucros. (ARMSTRONG,

BALAKRISHNAN E COHEN, 2012; BEASLEY, 1996; FAN e WONG, 2002; KLEIN, 2002; WARFIELD, WILD e WILD, 1995; XIE, DAVIDSON e DADALT, 2003).

Além disso, o gerenciamento de resultados contábeis pode induzir os usuários das informações contábeis a tomadas de decisões incompatíveis com a real situação da empresa. Com isso, gestores oportunistas utilizam a gestão dos resultados para deturpá-los e levar os investidores a decisões que irão beneficiar o próprio gestor ou determinado grupo de acionistas. Isso demonstra a importância de se entender melhor as práticas de GR e como essas podem se relacionar com o mecanismo de recompra de ações. (BACHA e FILHO, 2005).

Outra justificativa para o trabalho em questão é que, apesar do tema de gerenciamento de resultados ter sido constantemente abordado na literatura nacional e internacional nos últimos anos, ainda existem algumas lacunas. A verificação das empresas utilizarem gerenciamento de resultados no momento pré recompra de ações, para gerar ganhos anormais para a mesma no momento pós recompra, se trata de um tema inédito abordado no Brasil e pouco explorado até mesmo em âmbito internacional. O intuito é gerar uma maior compreensão no mecanismo de recompra por parte dos agentes de mercado.

A relação entre programa de recompra de ações e práticas de gerenciamento de resultados ainda não foram abordados no Brasil. Trabalhou-se com a hipótese de que gestores utilizam recompras de ações e gerenciamento de resultados com intuítos pessoais, por exemplo, para beneficiar determinado grupo de acionistas nos EUA (VAFEAS, *et. al.*, 2003; COLES, HERTZEL, KALPATHY, 2006) e também na China (BORCKMAN, CHUNG, 2001). Porém, pesquisa empírica foi realizada somente nos Estados Unidos, quando Rodríguez e Yue (2008), verificaram a manipulação do lucro para menor, anteriormente ao momento de anúncio de recompra de ações.

Este trabalho foi subdividido em 5 partes. Parte 1: Introdução (seção 1), contando com caracterização do problema (seção 1.1), objetivos (seção 1.2), e relevância da pesquisa (seção 1.3). Parte 2: Referencial teórico (seção 2), iniciando por recompra de ações (seção 2.1) até gerenciamento de resultados (seção 2.2), e hipóteses da pesquisa (seção 2.3). Parte 3: Metodologia de pesquisa (seção 3), passando por tipos de pesquisa (seção 3.1), unidade empírica de análise (seção 3.2), coleta de dados (seção 3.3), construção das técnicas de análise (seção 3.4) e hipóteses e desenho geral da pesquisa (seção 3.5). Parte 4: Análise de resultados (seção 4), contando com análise de GR com o uso de *accruals* discricionários (seção 4.1), análise do retorno anormal no período anterior ao anúncio de recompra de ações (seção 4.2),

análise da estrutura acionária das empresas que recompraram ações (seção 4.3), e determinantes de recompra de ações (seção 4.4). Parte 5: Conclusão (seção 5).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo aborda a ferramenta de recompra de ações e práticas de gerenciamento de resultado, sempre pautado em trabalhos de âmbito nacional e internacional acerca do tema.

Recompras de ações (seção 2.1) se mostram como um mecanismo das empresas em reterem suas próprias ações; são evidenciados dividendos, recompras e a teoria da sinalização (seção 2.1.1), modalidades e evolução da ferramenta de recompra de ações (seção 2.1.2), motivações para a recompra de ações (seção 2.1.3) e por fim recompras de ações no Brasil e a legislação brasileira (seção 2.1.4).

Gerenciamento de Resultados (seção 2.2) é a utilização de discricionariedade na elaboração de relatórios financeiros. O tema será abordado à respeito de definição e incentivos para a utilização de gerenciamento de resultados (seção 2.2.1), tipos de gerenciamentos de resultados e *accruals*, discricionários ou não (seção 2.2.2), e restrições na utilização de gerenciamento de resultados (seção 2.2.3).

O ponto focal nesse capítulo é o entrelaçamento na opinião de autores à respeito dos temas de gerenciamento de resultados e recompra de ações, abordando de forma concomitante os dois temas. Capítulo pautado em pesquisas nacionais e internacionais de respaldo na área.

2.1 RECOMPRA DE AÇÕES

2.1.1 *Dividendos, recompras e a teoria da sinalização*

O mercado de capitais tem a característica de ser um ambiente altamente competitivo, onde diversas grandes empresas disputam potenciais investidores. Minimização de custos, otimização de sistema operacional, aumento da receita e consequentemente do lucro, são elementos importantes para que as empresas consigam uma posição de destaque no mercado. A partir do momento onde a situação patrimonial e financeira das empresas estão aparentemente semelhantes, o investidor precisa de novos incentivos para aplicar seu capital (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2011).

Além de práticas internas voltadas à maximização de ganhos por parte da empresa, é necessário que a mesma divulgue suas informações de modo a torna-las úteis frente ao tomador de decisões, seja um executivo da empresa, ou um potencial investidor. Portanto, os pré-requisitos necessários para a evidenciação das informações contábeis são definidos pelo CPC

00 – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, ilustrados pelo Quadro 1 (CPC 00 – R1).

Quadro 1 – Características Qualitativas das Informações Contábeis

<i>Representação Fidedigna</i>	A informação contábil deve atender a três aspectos: i) Integralidade: Fornecimento da informação de forma completa, íntegra. ii) Neutralidade: Informação não tendenciosa. iii) Confiabilidade: Informação livre de erro.
<i>Relevância</i>	Capacidade da informação em auxiliar no processo de tomada de decisão, avaliando acontecimentos passados, presentes e futuros. Sua omissão ou erro influencia as decisões econômicas dos usuários.
<i>Materialidade</i>	Uma informação é material quando sua dimensão em face do todo é representativa, depende do tamanho do item, ou imprecisão julgada nas circunstâncias de sua omissão ou erro.
<i>Tempestividade</i>	Informação oferecida dentro do prazo de execução da decisão. Se houver atraso na entrega da informação, a mesma pode perder inclusive sua relevância.
<i>Verificabilidade</i>	Diz respeito à possibilidade de confirmação sobre a informação contábil, com relação ao fenômeno econômico que a mesma se propõe a representar.
<i>Compreensibilidade</i>	Com um conhecimento mínimo de negócios, e razoável diligência para estudar, qualquer usuário deve ser capaz de entender as informações contábeis contidas em demonstrativos ou afins.
<i>Comparabilidade</i>	A informação deve ser comparável no tempo e no mercado. Ou seja, o usuário deve ser capaz de comparar as informações, com as mesmas em outros períodos temporais da empresa, além de ser possível um comparativo entre empresas de setores de atuação semelhantes.

Fonte: Adaptado de CPC 00 – R1.

De forma sintetizada, visualiza-se que o foco das características qualitativas são, por vezes, investidores e principais fontes de financiamento de capital de terceiros da empresa (HENDRIKSEN e VAN BREDA 1999). Por exemplo, quando os demonstrativos contábeis são comparáveis no tempo e no mercado, os bancos podem obter maior poder de tomada de decisão, sobre emprestar ou não dinheiro para as empresas. Já quando os demonstrativos são relevantes,

possibilitam que investidores tomem suas decisões com maior embasamento quanto a realizar um investimento em ações da firma ou não. Ou seja, as firmas seguem uma série de pré-requisitos, no intuito de disponibilizar uma informação útil ao usuário, e com isso criar a possibilidade de aumentar a confiança em suas demonstrações, e conseqüentemente atrair potenciais investidores para a empresa (FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD – FASB, 1978).

Portanto, inicialmente foram evidenciadas formas operacionais ou de resultado, para que as empresas criem possibilidades de angariar novos acionistas ou investidores, por exemplo, com aumento da receita e conseqüentemente do lucro. Posteriormente, trabalhou-se com a ideia de que informações contábeis divulgadas com as características qualitativas, também criam novos caminhos para atrair investidores e acionistas. Tendo em vista esse panorama, empresas necessitam de novas formas para emissão de sinais para o mercado como um todo, principalmente potenciais investidores e acionistas. Sinais esses que objetivam demonstrar que o seu capital é mais confiável, comparativamente às outras firmas concorrentes.

Uma forma de sinalizar confiança ao mercado é com a distribuição de dividendos. Historicamente os dividendos têm sido a forma preferida de distribuição de lucros nos Estados Unidos (PROCIANOY e POLI, 1993). Quando a empresa apresenta em seu estatuto social, um percentual de distribuição de lucros superior àquele apresentado em seu mercado de atuação, acarreta na transmissão de um sinal para o mercado de que a firma apresenta confiança, de que os seus lucros também serão superiores comparativamente ao seu segmento. Portanto, com a distribuição de lucros em forma de dividendos, a expectativa das empresas é obter uma maior demanda por suas ações e a conseqüente valorização das mesmas (COPELAND e WESTON, 1992).

A distribuição de dividendos no Brasil, assim como na Índia e Cingapura, apresenta diferenças com relação ao restante do mercado, nos países citados, a distribuição de dividendos é isenta de tributação, fato esse funcionando como um impulsionador da prática. Enquanto em países como os Estados Unidos, a distribuição de dividendos pode ser tributada em até 40% em ações extraordinárias (MOTA, 2007; DENIS, DENIS e SURIN 1994).

Paralelamente à distribuição de dividendos, outra forma de remunerar os acionistas, ou emitir uma sinalização ao mercado, é com a utilização de ferramenta de recompra de ações. As empresas participantes do mercado de capital aberto, ao anunciarem a abertura de um novo lote de ações, comunicam que irão adquirir parte dessa nova cota, ou seja, recomprar ações da

própria firma, que ficam registradas no subgrupo ações em tesouraria do Balanço Patrimonial. Com isso, as empresas podem estar emitindo um sinal para o mercado, de que suas ações estão com valores subavaliados, passando a mensagem aos acionistas e potenciais investidores de que os papéis da empresa devem ser adquiridos, e que os mesmos se valorizarão no decorrer do tempo. (IKENBERRY, LAKONISHOK e VERMAELEN, 1995)

A principal diferença entre a utilização de distribuição de dividendos como forma de remunerar o acionista e a ferramenta recompra de ações, são os aspectos tributários. No Brasil, enquanto os dividendos são isentos de imposto de renda, a recompra de ações é tratada como ganho de capital, tributada em 20% (MOTA, 2007; LEI 7713 de 22/12/1988 e LEI 8383 de 30/12/1991).

Apesar do aparente incentivo para a distribuição de dividendos, a recompra de ações têm sido uma ferramenta amplamente utilizada para remuneração dos acionistas. Segundo Mota (2007), com dados de 1999 até 2005, o volume de distribuição de dividendos no Brasil cresceu cerca de 349% nesse período, enquanto recompra de ações cresceram 352% no mesmo espaço de tempo. Demonstrando que mesmo com a diferença tributária, a ferramenta de recompra apresentou um crescimento maior.

Portanto, a recompra de ações chega como um mecanismo substituto à distribuição de dividendos (IKENBERRY, LAKONISHOK e VERMAELEN 1995), onde a ideia principal é justamente emitir para o mercado um sinal de que as ações da firma estão subavaliadas. Se uma empresa está desembolsando caixa com a aquisição de suas próprias ações, a sinalização é de que se trata de um bom investimento. Essa sinalização é resultante da assimetria informacional entre os gestores, executivos ou conselho de administração (detentores de informações completas à respeito da empresa), e do mercado (recebe somente uma fatia das informações) (VERMAELEN, 1981).

A expectativa da firma é gerar ganhos anormais com o anúncio dos programas de recompras de ações, fato esse confirmado em estudos de Moreira (2000), Gabrielli e Saito (2004), Hacketal e Zdantchouk (2006) e Bessler, Drobetz e Seim (2009). Portanto, a sinalização de que as ações estão subavaliadas, de acordo com os estudos anteriormente citados, são absorvidas pelo mercado, ocasionando em maior demanda das ações por parte dos investidores, aumentando assim o valor das ações. Concluindo inclusive, com a confirmação da hipótese de mercado de Fama (1970), em que os preços das ações irão se ajustar para incorporar a informação do anúncio.

2.1.2 Modalidades e Evolução

As empresas de capital aberto podem recomprar ações via *tender offer* (oferta pública de aquisição), *open market* (mercado aberto), e *private purchase* (compra privada). A modalidade *tender offer* pode ser segregada em duas, *fixed price* (oferta pública a preço fixo) e *dutch-auction* (leilão holandês de oferta pública) (VERMAELEN, 1981; DITTMAR, 2000).

A) *Tender Offer*

A.1) *Fixed Price Tender Offer* (oferta pública a preço fixo)

No Brasil, a *Fixed Price Tender Offer* é conhecida como oferta pública a preço fixo de ações, onde a empresa se oferece a comprar um determinado número de ações a um valor preestabelecido, com data também acordada anteriormente, essa prática é válida por período de tempo determinado, normalmente de três semanas a um mês após a oferta, lembrando que pode haver uma quantidade mínima de ações a serem compradas pela empresa. A oferta pública é considerada uma forma eficaz para os gestores transmitirem informações sobre a rentabilidade futura da organização, ou para sinalizar ao mercado a sua crença de que a empresa está subavaliada (GRULLON, IKENBERRY, 2000).

A.2) *Dutch-Auction Tender Offer* (leilão holandês de oferta pública)

A diferença para a prática anterior é de que o preço é definido ao final do processo, ou seja, os gestores consultam os acionistas para assim chegar ao preço final, em vez de ser definido inicialmente pela administração. O preço nessa modalidade é fixo. Além de serem previamente definidos; a quantidade de ações que a empresa pretende recomprar, o prazo para se efetuar a recompra, e possíveis preços para as ações. Com isso, os acionistas podem oferecer ou não suas ações dentro dos preços preestabelecidos, e a empresa vai comprar partindo do menor valor até completar a quantidade desejada, formando assim uma espécie de leilão de preços mais baixos (GABRIELLI, SAITO, 2004).

B) *Open Market*

Esse processo em mercado aberto envolve a recompra de ações em pequenas quantidades no dia a dia, aproveitando as melhores oportunidades em termos de valor das ações. As empresas têm preferido esse método, onde não é necessário fixar o preço das ações nem a quantidade recomprada, apesar que esse método envolve custos extras, como comissões e taxas. Gera a possibilidade para a empresa de não recomprar ações caso as mesmas estejam sobre

avaliadas e de comprar em maior escala na hipótese de que o preço das ações demonstrem-se subavaliados (GRULLON e IKENBERRY, 2000).

C) Private Purchase

Essa modalidade, chamada no Brasil de compra privada, consiste na empresa negociar diretamente com o acionista por determinada quantidade de ações. A iniciativa pode ser tomada tanto pela empresa, no intuito de recomprar, quanto a procura pode ocorrer pelo investidor externo ou acionista, quando o mesmo não se interessa mais em ficar com os papéis, lembrando que a empresa deve concordar com a reaquisição (VERMAELEN, 1981).

Bens *et al.* (2003) encontraram que as recompras de ações são decisões dos gestores afetadas por seus incentivos para gerir o lucro e impactar assim o valor das ações, portanto, em alguns casos, os gestores reduzem o resultado da empresa para comprar ações subavaliadas, e gerar ganhos anormais em períodos futuros. Kahle (2002) documenta também evidências de que as empresas recomparam ações como forma de distribuição de dividendos, de maneira a remunerar seus acionistas, em alguns casos os seus funcionários.

No entanto, as empresas que anunciam planos de recompra tem um ano após o anúncio para praticar a recompra, existindo inclusive a possibilidade de não realizar a recompra de ações. Há discrepância entre o número de ações efetivamente adquiridas e o número de ações anunciadas a serem recompradas. Stephens e Weisbach (1998) mostram que apenas uma fração das ações anunciadas para recompras de mercado aberto de fato ocorrem.

Fried (2005) documenta evidência de que os gerentes impulsionam os preços das ações ao anunciar programas de recompra que não pretendem implementar. Ou seja, enquanto alguns autores (VAFEAS, *et. al.*, 2003; RODRÍGUEZ, YUE, 2008; FARREL, UNLU, YU, 2013) sugerem que podem haver práticas de gerenciamento de resultados no intuito de reduzir o lucro no momento pré recompra de ações, para adquiri-las à preços subavaliados, na literatura também é encontrado o aumento manipulado do lucro caso o objetivo seja anunciar a recompra de ações e não praticá-la.

Essa estratégia corrobora com a teoria acerca de recompra de ações. No momento em que a empresa anuncia a recompra de ações, ocorre uma sinalização para o mercado de que as ações estão subavaliadas, e com isso existe a possibilidade de gerar um aumento na demanda pelas ações da empresa. Supondo que a empresa tenha gerenciado seu resultado para aumentar seus

lucros, é conveniente que a empresa não efetue a recompra das ações, pois, nesse caso, recompraria a preços sobreavaliados.

Os gestores ou executivos têm informações privilegiadas acerca do valor de uma empresa, isso gera a possibilidade da utilização dessas informações no momento de recomprar ações. Assim, devido à assimetria de informação entre gestores e acionistas externos, interesse ou motivações pessoais do gestor, pode ocorrer a recompra de ações em valores elevados (LIN, *et. al.*, 2008).

Analisando a bolsa de valores de Hong Kong, Brockman e Chung (2001), encontraram evidências de que os gestores passaram a recomprar ações devido à informações privilegiadas, para beneficiar acionistas majoritários em detrimento a acionistas minoritários. Por outro lado, acionistas e investidores conseguiram detectar essa movimentação, afetando diretamente a liquidez das ações das empresas pesquisadas.

Cerca de 27% das empresas listadas na bolsa de valores de Hong Kong praticaram recompra de ações na década de 1990, foram percebidas 5111 recompras, totalizando 2,17 bilhões de ações, com valor de 2 bilhões de dólares. Cada empresa recomprou cerca de 27 vezes suas ações, dentre as que praticaram o negócio (BROCKMAN, CHUNG, 2001).

Nos 5 anos de 1995 a 1999, de acordo com Grullon e Ikenberry (2000), mais de 5.900 empresas norte-americanas anunciaram planos de recompra, aproximadamente US\$ 780 bilhões em ações. Damodaran (2014) além de enfatizar o aumento nos programas de recompra na década de 1990, ainda destacou que esses programas chegaram ao seu ápice em 2007, atingindo um valor superior a um trilhão de dólares em recompra de ações, chegando em 2013 no valor de 700 bilhões de dólares, no mercado norte americano.

No Brasil existe um grande movimento de recompra de ações a partir da década de 1990, a mesma é conhecida como recompra a mercado aberto. A possibilidade de reaquisição de ações no Brasil teve sua primeira regulamentação lei 6404 de 1976, porém somente em 1997 houve uma expansão significativa na prática, chegando a valores próximos a R\$ 2,0 bilhões, hoje, a regulamentação passa pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários número 567 de 2015. Além disso nota-se um aumento nos programas de recompra em períodos de crise, tanto em âmbito nacional como internacional (MOREIRA, 2000). Nos anos 2000, especialmente no fim da década, quando o mundo passava por mais uma crise econômica, os programas de recompra foram maximizados, países como Estados Unidos chegaram a aumentar 70% em recompra no setor imobiliário (GAUDI, NASCIMENTO e NOSSA, 2011). O momento desafiador vivido

no Brasil hoje, pode significar uma boa oportunidade para empresas recomprarem seus papéis. Segundo os dados do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a partir de 2015 houve um incremento nas empresas que anunciam programas de recompra de ações.

Os gerentes utilizam a ferramenta de recompra de ações como um dispositivo substituto para incrementar o valor da empresa. A recompra de ações visa demonstrar ao mercado, confiança de que as operações da empresa acarretarão em aumento dos resultados ao longo do tempo, pois se a própria empresa está comprando suas ações, a mesma acredita que elas estão subavaliadas com potencial de aumento no futuro (LIN, *et. al.*, 2008).

2.1.3 Motivações para a Recompra de Ações

A julgar por previsões financeiras dos analistas, recompras de ações são, em determinados casos, motivadas pela busca do aumento do lucro por ação, sinalizando que o valor das ações da empresa estão subavaliadas, gerando assim maior demanda do mercado sobre as ações, aumentando o valor dos papéis da empresa, motivo esse confirmado pelos executivos das empresas (BADRINATH e VARAIYA, 2001; BRAV *et. al.*, 2005). Não obstante, os economistas financeiros afirmam que as empresas recompram ações para sinalizar otimismo, (VERMAELEN, 1981). De acordo com Jensen (1986), a utilização da ferramenta de recompra de ações por parte dos gestores, pode reduzir a assimetria informacional entre principal e agente, ou seja, a empresa emite um sinal para seus acionistas de que as ações estão subavaliadas, e que dessa forma, os mesmos não devem se desfazer dos papéis da empresa.

Recompras também podem ser motivadas devido a justificar a previsão dos analistas financeiros. Empresas que ao longo do exercício, tendem a evidenciar o valor de suas ações aquém do esperado pelo mercado, tendem a utilizar a ferramenta de recompra para impulsionar o valor de suas ações, e assim, atingir ou se aproximar da previsão feita por analistas (HRIBAR, JENKINGS, JONHSON, 2004).

Voss (2012), faz um trabalho com o intuito de elucidar os motivos que levam as empresas a recomprarem ações, demonstrados no quadro 2.

Quadro 2 – Motivações para Recompra de Ações segundo Voss (2012)

<i>Hipótese de sinalização sobre a subavaliação das ações</i>	Hipótese que leva em consideração que as empresas emitem um sinal para o mercado com a recompra de ações. Sinal esse de que as ações estão subavaliadas, instigando o interesse do mercado nas ações da empresa.
<i>Hipótese de utilizar a recompra de ações como forma de distribuição de dividendos</i>	Utilizar a recompra de ações como forma de “distribuição” de caixa a seus acionistas, se a empresa recompra suas ações subavaliadas, espera-se um posterior aumento no valor das mesmas, gerando ganhos aos atuais acionistas da empresa.
<i>Hipótese de aproveitamento tributário</i>	Nos EUA dividendos são tributados, e sendo esse a principal forma de distribuição de resultados, torna-se interessante a recompra de ações como forma alternativa de remunerar os acionistas, já que essa é isenta de tributação. Fato esse que não se aplica no Brasil, pois ocorre o inverso, as recompras são tributadas enquanto a distribuição de dividendos não.
<i>Hipótese de expropriação de acionistas minoritários</i>	O método de recompra pode ser impulsionado pela expropriação do acionista minoritário em detrimento ao acionista majoritário. Acionistas majoritários detém informações privilegiadas (Como, por exemplo, utilização de GR para reduzir os lucros da empresa, reduzindo o valor das ações). Com isso, quando as ações apresentam valores aquém do esperado pelo mercado, acionistas minoritários podem vender suas ações a preços subavaliados, beneficiando os acionistas majoritários.
<i>Hipótese de manutenção do fluxo de caixa</i>	Praticar a recompra de ações, é uma forma de evitar o uso indevido de caixa, em projetos que poderiam gerar prejuízo. Recomprando as ações, o fluxo de caixa livre é repassado ao acionista, reduzindo custos de agência.
<i>Hipótese de aumento no lucro por ação</i>	Quando a empresa recompra ações, ela emite a sinalização de que suas ações estão subavaliadas, possivelmente aumentando a demanda de mercado, com o interesse em aumentar também o valor das ações, e conseqüentemente o lucro por ação.

Fonte: Adaptado de Voss (2012).

Gerentes dizem que estão motivados à recompra para vencer previsões trimestrais dos analistas, para construir credibilidade e preservar sua reputação com os mercados de capitais, para manter ou aumentar o preço das ações da empresa, e para evitar a incerteza criada pela falta de previsão (GRAHAM *et al.*, 2005).

Há um prêmio de valorização das ações associado a atingir as previsões dos analistas, conforme o valor das ações supera a expectativa, crescerá a demanda pelos papéis da empresa, valorizando ainda mais suas ações (BARTOV *et al.*, 2002; KASZNIK e MCNICHOLS, 2002). Caso a previsão dos analistas não seja alcançada, o valor da empresa pode ser impactado negativamente (SKINNER e SLOAN de 2002). Os testes voltados ao gerenciamento de resultados, também estão relacionados à previsão dos analistas, muitas vezes ocorre o GR justamente para atender as expectativas preestabelecidas por analistas financeiros, ocorrendo o gerenciamento inclusive no intuito de impactar o valor das ações (HRIBAR, JENKINGS e JONHSON, 2004).

Outro objetivo da recompra é a minimização de custos para a empresa. Os gestores efetuam a recompra com o menor valor das ações possível, utilizando informações privilegiadas para o mesmo. Quando o mercado global sofre maiores oscilações de preço, surgem oportunidades de recompra. Uma das motivações para se estudar o mecanismo é a grande abertura do mercado para a recompra de ações como forma de distribuição de dividendos (BROCKMAN, CHUNG, 2001).

Quando os lucros de uma empresa ficam aquém do nível necessário para manter a taxa de crescimento descrita muitas vezes por analistas, os executivos aumentam as recompras de ações. Além disso pode ocorrer também a movimentação inversa, os executivos manipulam uma redução nos lucros para praticar a recompra de ações a valores subavaliados (BENS, *et al.*, 2003). Executivos que optam pela recompra são dirigidos especificamente por incentivos relacionados aos relatórios financeiros, como previsão de analistas, normas impostas por organismos reguladores, ou até mesmo avaliações de desempenho, portanto as regras contábilísticas têm consequências econômicas (HOLTHAUSEN e LEFTWICH, 1983; WATTS e ZIMMERMAN, 1986).

Outra motivação é relacionada aos executivos corporativos que praticam o ato de recompra com interesses próprios no ganho diluído por ação, onde os próprios executivos, por serem detentores de uma fatia do capital da empresa, se beneficiam com a recompra de ações. Numerosos artigos na área financeira (VOSS, 2012; RODRÍGUEZ E YUE, 2008; BENS, *et.*

al., 2003) sugerem que executivos praticam a recompra de ações para aumentar o ganho por ação. A ferramenta de recompra pode ser utilizada no momento em que as ações estão subavaliadas, e com sua consequente valorização geraria um aumento no ganho diluído por ação (HRIBAR, JENKINGS, JONHSON, 2004).

O gestor tem um leque de alternativas no momento de recomprar ações, desde cancelar a recompra até comprar todo o estoque de ações da empresa (COOK *et al.*, 2003), lembrando que no Brasil as empresas não podem manter em tesouraria mais do que 10% das ações em circulação no mercado. As empresas não são obrigadas a fornecer informações, e a maioria são divulgações voluntárias, detalhes sobre o momento da recompra, preço ou volume de suas operações de recompra individuais.

Recompras podem ser utilizadas para evitar uma penalidade no preço da ação, quando os lucros ficam aquém da previsão de analistas, o que pode manter ou aumentar o valor da ação no mercado é uma demonstração de credibilidade por parte da empresa, algo que pode ser feito com a utilização da ferramenta de recompra de ações. Empresas que usam recompras para atender previsões de analistas têm o intuito de evitar respostas negativas nos preços das ações associadas com as previsões dos mesmos (HRIBAR, JENKINGS, JONHSON, 2004).

No longo prazo, as evidências sugerem que desempenho operacional melhora com as recompras em mercado aberto (BARTOV, 1991). O mercado parece reagir aos anúncios de recompra, uma vez que existem retornos excedentes positivos nos anos seguintes às recompras de ações em mercado aberto (IKENBERRY *et al.*, 1995).

Os investidores precisam julgar com mais cuidado a motivação gerencial de recompra de ações. Eles precisam distinguir se as decisões de recompra dos gestores vão maximizar a riqueza dos acionistas ou servir o interesse próprio (LIN, CHEN, YOU, CHANG, 2008).

2.1.4 Recompra de Ações no Brasil e Legislação Brasileira

A recompra de ações pode ser autorizada por decisão da assembleia geral extraordinária. Caso a empresa tenha seu capital social autorizado, ou seja, já haja limite prévio em estatuto social da empresa para o aumento do capital social, por meio de novas subscrições de capital, a utilização da ferramenta de recompra pode ser decidida em reunião do conselho de administração. Data de início do programa, prazo em que a firma poderá exercer a recompra,

classe e quantidade de ações a serem recompradas, destino das ações e instituições financeiras intermediárias do processo, devem ser decididas na assembleia ou reunião citadas acima. Após essas definições ocorre a divulgação para o mercado, tendo início então o programa de recompra de ações (PROCIANOY, 2006).

Além disso, para que o programa de recompra possa ser autorizado, as empresas devem dispor de reservas disponíveis, superando o montante anunciado no programa de recompra. De acordo com a ICVM 567 de 2015, reservas disponíveis são: i) todas as reservas de capital e lucros com exceção das reservas legal, de lucros a realizar, especial de dividendo obrigatório não distribuído e incentivos fiscais e ii) o resultado já divulgado no exercício social já divulgado.

Essa ferramenta vem crescendo ao redor do mundo, fato esse sendo confirmado no mercado de ações do Brasil. Recompra de ações é uma desvantagem fiscal para empresas brasileiras, pois o ganho de capital no Brasil é tributado em 20%, e as recompras de ações são tratadas como tal, enquanto a remuneração de dividendos é isenta de tributos. Ainda assim, a ferramenta é cada vez utilizada em maior número pelas empresas brasileiras, seguindo mercados como Estados Unidos. Além disso, no Brasil, a recompra de ações já é tratada como uma forma de expropriação de acionistas minoritários, com os mesmos repassando suas ações, e o controle acionário das empresas ficando cada vez mais concentrado. Esses fatos levantam diversas dúvidas referentes às motivações que os gestores têm para recomprar ações no mercado brasileiro (PROCIANOY, 2006).

As modalidades de recompras de ações praticadas no Brasil são a recompra a mercado aberto e a oferta pública de ações (OPA). A recompra de mercado aberto teve sua primeira regulação no artigo 30 da lei 6404/76, além das instruções da CVM de número 10/1980, 268/1997 e 299/99. Moreira (2000, p. 46), fez uma síntese da lei e das duas primeiras instruções.

A lei 6404/76 estabelece que a aquisição das próprias ações pela companhia deve obedecer as normas ditadas pela CVM. A instrução número 10 da CVM autoriza as empresas a recomprar seus papéis desde que o estatuto atribua ao conselho de administração o poder para autorizá-las. A recompra pode ter por finalidade o cancelamento ou posterior alienação. A instrução 268/97 somente ampliou o limite de ações da própria emissão que as empresas podem manter em tesouraria de 5% para 10%. O artigo 2º da instrução CVM número 10 proíbe a recompra sempre que esta demandar recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis no último balanço; estiver em curso oferta pública de aquisição; e, visar ações não integralizadas ou de propriedade do acionista controlador. Estabelece também que as ações serão realizadas em bolsas (art. 9º).

A instrução 299/99 provocou um aumento nos programas de recompra de ações, impulsionando o montante de eventos anunciados e montantes recomprados. A instrução

funcionou de certa forma como um mecanismo de proteção ao acionista minoritário, reduzindo a assimetria informacional entre gestor e acionista, com isso, empresas aumentaram a utilização da ferramenta de recompra de ações no Brasil (ETCHEBEST *et. al*, 2014).

A oferta pública de ações ocorre quando a empresa define, entre outras coisas, o preço que pretende pagar por ação, utilizando portanto um preço fixo de negociação. No Brasil, a oferta pública de ações não tem sido executada com a finalidade de recomprar ações, apesar da não proibição por parte da lei 6404/76, enquanto lhe cabia essa atribuição, ou da instrução ICVM 567 de 2015, distinguindo o mercado brasileiro de outros como Estados Unidos, Europa e China, onde o mecanismo é amplamente utilizado. No mercado brasileiro, a variabilidade do preço das ações pode incentivar os gestores a não utilizarem a OPA. Com o preço fixo, corre-se o risco das ações sofrerem uma desvalorização repentina, devido às grandes oscilações do nosso mercado, e assim impedir que as empresas recomprem ao menor valor possível (PROCIANOY, 2006).

A ICVM 567 de 2015, publicada em fevereiro de 2016, reafirma o limite de 10% como cota máxima que as empresas podem manter de suas ações em tesouraria. As vedações para recompra de ações de acordo com o artigo 7º da ICVM 567 são: i) Requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis; ii) For realizada a preços superiores aos de mercado; iii) Tiver por objeto ações pertencentes ao acionista controlador; e iv) Estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações.

Podem haver sanções relacionadas aos programas de recompras de ações, onde as companhias deverão ser cuidadosas quando da aquisição e alienação de ações de sua emissão. A ICVM 567 é clara quando menciona que o programa de recompra de ações, direta ou indiretamente, não deverá: i) criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço, ii) manipulação de preço, iii) operações fraudulentas e iv) práticas não equitativas.

Levando-se em consideração que existe a possibilidade na qual práticas de GR podem criar condições artificiais de demanda, oferta e preço, inclusive podendo manipular o valor de uma ação, o GR poderia ser enquadrado entre as sanções, dependendo da capacidade do mercado em detectar o GR por parte das empresas.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

2.2.1 Definição e Incentivos

Gerenciamento de resultados contábeis são tratados na literatura internacional (RONEN e YAARI, 2008; RODRÍGUEZ e YUE, 2008; etc) como *earnings management*. A linha de pesquisa voltada ao termo, indica a investigação acerca da prática de gestores de empresas que utilizam sua discricionariedade para influenciar números contábeis, com o objetivo de atender a objetivos pessoais (RODRIGUES, 2013).

Martinez (2001, p.13), definiu gerenciamento de resultados assim:

(...) opera dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil facultando escolhas discricionárias ao gerente. Portanto, pelo uso do julgamento, o gestor realiza suas escolhas em razão dos incentivos que o leva a reportar um resultado distinto daquele ditado pela realidade concreta dos negócios. Assim sendo, o gerenciamento também pode ocorrer por meio de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa (consequências reais) e não somente da manipulação formal das contas de resultado (consequências artificiais).

Healy e Wahlen (1999) definem a ocorrência de gerenciamento de resultados como sendo a utilização de julgamento por parte dos gestores na elaboração e estruturação de relatórios financeiros, tanto para enganar algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico da empresa, como para influenciar os resultados contratuais que dependem de números contábeis.

Porém, de acordo com Ronen e Yaari (2008), duas ressalvas devem ser feitas acerca da afirmativa acima, a primeira é de que não é definida uma fronteira clara entre o que é gerenciamento de resultados das atividades normais e de onde se obtém os lucros, e a segunda ressalva é de que nem todo gerenciamento de resultados é enganoso. Chegando-se então a outra definição: “Gerenciamento de resultados é um conjunto de decisões gerenciais que resultam em não divulgar a verdade no curto prazo, sobre o valor dos lucros como a gestão conhece” (RONEN e YAARI, 2008). Os autores ainda subdividem os tipos de gerenciamento de resultados em três categorias, conforme ilustra o quadro 3.

Quadro 3 – Gerenciamento de Resultados

Modalidade	Explicação
Benéfico	Sinaliza o valor a longo prazo
Pernicioso	Esconde o valor tanto de curto prazo quanto de longo prazo
Neutro	Revela o verdadeiro desempenho de curto prazo

Fonte: Adaptado de Ronen e Yaari, 2008.

Deve-se notar que o gerenciamento de resultados contábeis passa por apresentar informações que podem não condizer com a real situação da empresa, seja no curto ou no longo prazo. Porém, se as informações estão sendo divulgadas de forma manipulada, torna-se necessário subdividir essa discricionariedade do gestor entre uma escolha contábil que esteja dentro dos parâmetros da legislação vigente e uma fraude contábil onde pode estar ocorrendo um crime. Dechow e Skinner (2000), diferenciam as duas modalidades de manipulação, ilustradas no quadro 4.

Quadro 4: Diferença entre Gerenciamento de Resultados e Fraude Contábil
Gerenciamento de resultados

<u>Práticas de acordo com as Normas/Princípios</u>	<u>Práticas Aceitáveis</u>
<u>Contábeis</u>	
<p style="text-align: center;">Contabilidade Conservadora:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Aceleração de despesas de depreciação; ➤ Reconhecimento de receita apenas quando da cobrança; ➤ Reconhecimento elevado de provisões. <p style="text-align: center;">Contabilidade Agressiva:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões; ➤ Reduzir as cotas de depreciação; ➤ Reconhecimento de receitas durante a produção. 	<p style="text-align: center;">Redução do fluxo de caixa:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Retardar Vendas; ➤ Acelerar gastos com publicidade, treinamento e P&D; ➤ Aumentar despesas não operacionais. <p style="text-align: center;">Aumento do fluxo de caixa:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Antecipar ou acelerar as vendas; ➤ Adiar a realização de despesas com publicidade, treinamento e P&D; ➤ Aumentar receitas não operacionais.
Fraude Contábil	
<u>Práticas que violam as Normas/Princípios</u>	<u>Práticas Inaceitáveis</u>
<u>Contábeis</u>	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Registrar vendas fictícias; ➤ Antecipar (documentalmente) a data de realização das vendas; ➤ Superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Receber e não efetuar a entrega do produto; ➤ Não cumprir com os compromissos financeiros. ➤ Não pagar tributos contabilizados e/ou lançados.

Fonte: Adaptado de Dechow e Skinner, 2000.

Motivações para gerenciar os resultados de uma firma podem ocorrer de forma legal, com a utilização de alternativas normativas distintas, agindo dentro da lei, ou puramente fraude, com alteração fraudulenta de informações contábeis. Estudos empíricos anteriores mostram que os gestores são motivados para gerir de forma oportunista os lucros, a fim de satisfazer as expectativas dos analistas (GUNNY, 2010; SKINNER e SLOAN, 2002), evitar perdas (BURGSTAHLER e DICHEV, 1997), maximizar a compensação gerencial (CHENG e WARFIELD, 2005; HEALY, 1985), fugir das obrigações contratuais de dívidas (DEFOND e JIAMBALVO, 1994) e maximizar o preço das ações antes da emissão (TEOH *et al.*, 1998 a, b), dentre outros motivos.

No entanto, um fluxo crescente de literatura empírica também mostra que o gerenciamento de resultados é utilizado para sinalizar informação privada para o mercado. Louis e Robinson (2005) encontraram evidências consistentes de que os gestores utilizam o GR para sinalizar informações privadas favoráveis, em conjunto com a venda de ações, ou seja, manipulam o resultado para aumentar os lucros, aumentando o interesse de potenciais investidores na empresa e conseqüentemente em suas ações, impulsionando a venda das mesmas, principalmente em processos de abertura de capital. Linck *et al.* (2013) analisam como as empresas utilizam acumulações discricionárias para sinalizar oportunidades de investimento positivas para o mercado, em um esforço para reduzir as restrições de financiamento.

Ainda, as técnicas de gerenciamento de resultados utilizados por gestores vão desde a gestão de ganhos, às técnicas de gerenciamento de resultados reais, como descontos de vendas, política de crédito, excesso de produção e de P & D. O gerenciamento de resultados relacionado à gestão de ganhos e perdas apresentou relação com a venda de ações, antecipando ganhos para aumentar o valor da ação; e posteriormente com a recompra de ações, antecipando perdas para recomprar ações a preços subavaliados. Hribar *et al.* (2004), Bens *et al.* (2003) e Myers *et al.* (2007) encontraram evidências sugerindo que as empresas usam a recompra de ações para aumentar o lucro por ação (LPA), para cumprir as metas de crescimento de LPA, ou para evitar uma diminuição no LPA, respectivamente.

O fato da prática de gerenciamento de resultados por parte das empresas afetar as percepções dos investidores continua a atrair interesse. A investigação acadêmica incide essencialmente sobre os ajustes contábeis ao caixa da empresa, ou seja, a forma de gerenciar utilizando as lacunas entre regime de caixa e regime de competência. A intenção dos organismos de normatização e reguladores em permitir um certo grau de flexibilidade de

relatórios é proporcionar liberdade suficiente para que declarações financeiras possam ser feitas da maneira mais informativa possível.

No entanto, em um mundo de assimetria informacional, problemas de informação e de agência, o carácter discricionário da contabilidade pode levar à manipulação de resultados. Como Healy e Wahlen (1999, p. 368) sugerem, gestores podem usar o julgamento na estruturação de operações para alterar relatórios financeiros e enganar qualquer uma das partes interessadas sobre o desempenho econômico da empresa, ou para influenciar os resultados que dependem da contabilidade em relatar números.

Outra motivação para o gerenciamento de resultados está relacionada à recompra de ações. Existem fortes evidências de reconhecimento de perdas anormais até à data da opção de recompra de ações. Assim, mesmo em um ambiente em que os investidores estão cientes acerca da potencial manipulação sobre o preço das ações, a evidência é consistente com a noção de que os gerentes tentam gerenciar perdas, podendo a motivação ser inclusive pessoal (COLES, HERTZEL, KALPATHY, 2006).

Há um incentivo para gerenciar o preço das ações para baixo ao longo de um período definido antes da data de recompra de ações, pois os gestores preferem opções com preços inferiores. A ideia inicial é passar credibilidade ao mercado com a recompra de ações, porém, quanto menor for o preço dessas ações, menor será o valor pago na recompra, e além disso se as ações estiverem subavaliadas, cria-se a possibilidade de aumentar o ganho por ação com o passar do tempo. Em mercados mais desenvolvidos, acionistas e investidores têm maior capacidade em prever a ocorrência de tentativas de gerir os lucros e manipular discricionariamente o preço das ações (COLES, HERTZEL, KALPATHY, 2006).

No geral, esses resultados estão em nítido contraste com a evidência em outros estudos, como Teoh *et al.* (1998 a, b) e Teoh e Wong (2002), sugerindo que os investidores e analistas são "ingênuos", e que eles são incapazes de reconhecer, e muito lentos para desvendar fraudes contábeis, ou mesmo manipulações contábeis legais. Uma possibilidade sugerida para os resultados é que os investidores e analistas são razoavelmente sofisticados, mas os incentivos e manipulação de contabilidade em torno destes eventos corporativos particulares não são transparentes. Uma interpretação mais agressiva dos resultados é que ele mostra que os investidores e analistas veem através de erros de contabilidade e, portanto, algo mais está dirigindo os resultados nos estudos anteriores (COLES, HERTZEL, KALPATHY, 2006).

Recompras de ações são predominantes como um mecanismo para aumentar o lucro por ação, pois a simples ideia inicial de que a recompra gera credibilidade para a empresa no mercado, já tenderia a aumentar a demanda e conseqüentemente elevar o preço das ações.

Gerenciamento de resultados em torno de recompra de ações, tem sido testado através da hipótese de que os lucros pré recompra são geridos para baixo, a fim de induzir os acionistas a vender suas ações a preços subavaliados. Além disso, observa-se que os ganhos em termos de resultado e no valor das ações pós-recompra, podem ser mais elevados do que o esperado, quando ocorre a reversão dos *accruals* (VAFEAS, *et. al*, 2003).

A questão temporal é importante na compreensão de incentivos da administração para mascarar os resultados e possivelmente manipular os investidores. É provável que o gerenciamento de resultados ocorra para beneficiar alguns investidores em detrimento a outros, devido à assimetria de informação em torno de práticas de GR. A distorção temporária da posição financeira da empresa, podendo ser a lacuna entre regime de caixa e competência, é suscetível a conduzir a transferências de riqueza permanentes de investidores desinformados para “*insiders*” informados. Por exemplo, os gerentes têm incentivos para gerir lucro antes de uma oferta pública inicial, ou de uma oferta de ações onde os investidores são convidados a adquirir parte da empresa. Nestes casos, espera-se que haverá gerenciamento de resultados para aumentar o lucro, o desejo dos gestores para fazer títulos mais atraentes, ainda que temporariamente, para os participantes do mercado. Por outro lado, os gerentes têm incentivos para gerir lucros para baixo antes de uma operação de recompra, para fazer títulos da empresa se tornarem menos atraentes, e, portanto, descartáveis, para os acionistas existentes, beneficiando justamente aqueles “*insiders*” informados (VAFEAS, *et. al*, 2003).

Os gerentes têm incentivos para suavizar os lucros pré recompra, a fim de convencer os acionistas a oferecer suas ações ao preço pré-especificado. Isto é consistente com os gestores alimentarem o mercado com notícias de ganhos desfavoráveis para mitigar o interesse do público em ações, visando preços mais baixos do que o justo de recompra, para posteriormente beneficiar uma classe de acionistas que mantiveram as ações, ou para elevar o valor unitário da ação com a reversão de *accruals*.

Além disso, os gestores podem deturpar os ganhos em interesse próprio, levando outros acionistas a venderem, aumentando a sua quota de propriedade corporativa por não participarem mais do capital da empresa. Com base nestes argumentos, a hipótese é de que os

gestores tendem a reduzir ou suavizar os acréscimos de rendimentos antes de uma recompra de ações (VAFEAS, *et. al*, 2003).

As opções de ações gerenciais proporcionam incentivos adicionais para além dos motivos tradicionais na atividade de recompra dos gestores. A magnitude de recompras reais de uma empresa é menor quando a empresa realiza uma gestão voltada para ganhos através de acumulações discricionárias. A evidência sugere que os gerentes usam recompra de ações como um dispositivo substituto para contas de regularização discricionárias em seu comportamento de gerenciamento de resultados. Mais opções de ações gerenciais, especialmente as opções de ações exercíveis, fariam com que os gestores manipulassem os lucros a valores sobreavaliados (LIN, *et. al*, 2008).

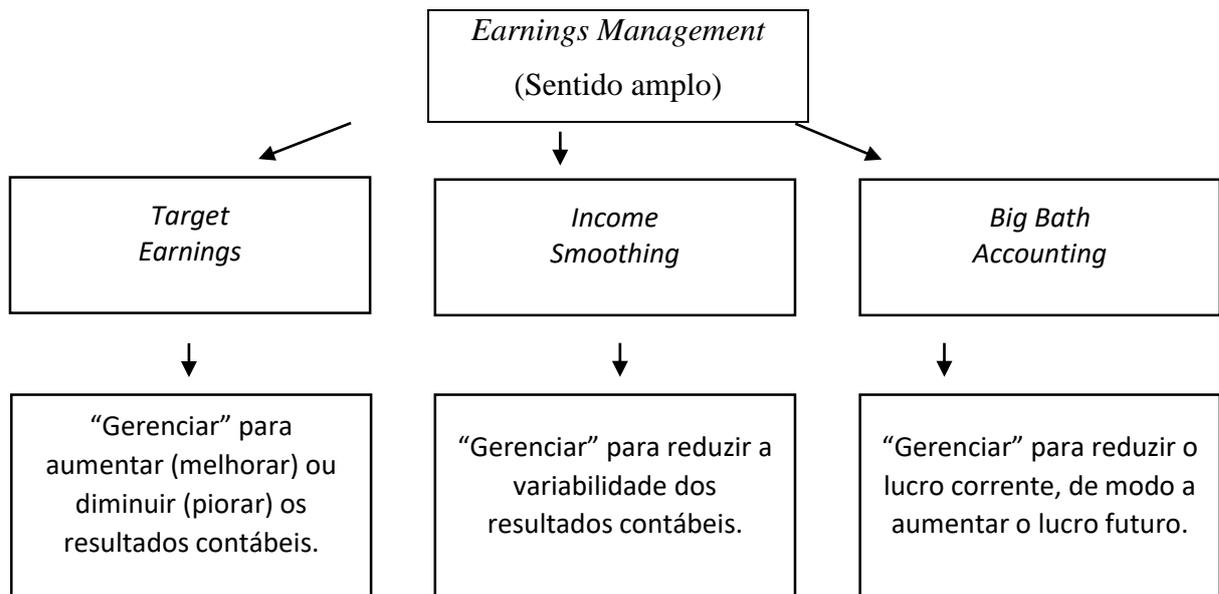
No caso de ofertas de ações, o gerenciamento de resultados favorece acionistas e gestores existentes às custas de novos acionistas. Em contrapartida, no caso de recompras, a gestão está alinhada com o grupo de acionistas que decidirem não vender suas ações de volta para a empresa (os acionistas não participantes), em detrimento daqueles que venderão. Pois os gerentes rotineiramente se comprometem a não oferecer suas ações de volta para a empresa, a fim de aumentar a credibilidade da recompra como um sinal para os investidores (VAFEAS, *et. al*, 2003).

Dada a manipulação pré recompra de lucro para baixo, espera-se que esses acréscimos anormais a aparecer sejam elevados nos períodos pós recompra. É importante ressaltar que as empresas de recompra possuem fluxos de caixa mais elevados do que as empresas de controle, e por extensão, têm menores provisões totais, como seria previsto pelo gerenciamento de resultados pré recompra. Ainda, recompras podem não fornecer fortes incentivos e oportunidades para o gerenciamento de resultados, e são, portanto, apenas moderadamente utilizadas para este fim, criando a possibilidade de estudar em maior detalhe incentivos de gerenciamento de resultados e a eficácia dos mecanismos alternativos para a prevenção e detecção de gerenciamento de resultados (VAFEAS, *et. al*, 2003).

2.2.2 Tipos de GR e accruals

Dadas às motivações trabalhadas no tópico anterior, Martinez (2001), definiu as modalidades de gerenciamento de resultados, levando-se em consideração o objetivo dos gestores (Figura 1).

Figura 1: Modalidades de Gerenciamento de Resultados Contábeis



Fonte: Martinez, 2001, p.42.

➤ **Target Earnings:**

O gerenciamento de resultados ocorre no intuito de aumentar ou reduzir o resultado. A ideia dessa modalidade é ajustar os lucros ou prejuízos a determinado benchmark. Bancos, por exemplo, tendem a reduzir seus lucros o quanto possível, para não dar indicações aos usuários das demonstrações contábeis que estão obtendo superlucros, enquanto que diversas empresas se interessam em elevar seus resultados para inflar artificialmente o preço de suas ações. Esse tipo de gerenciamento de resultados é onde pode ocorrer o comportamento agressivo, possivelmente levando inclusive a escândalos contábeis (RONEN e YAARI, 2008, MARTINEZ, 2001).

➤ **Income smoothing:**

O objetivo desse gerenciamento de resultados é reduzir a variabilidade dos lucros em determinado período de tempo, mantendo os resultados em um patamar sem excessos de flutuação, passando credibilidade e uma imagem de maior estabilidade para o mercado. Para uma empresa que apresente grandes “picos” sazonais, pode ser uma estratégia interessante, pois apresentaria uma “suavização” nos resultados, e assim, possibilitaria que investidores não ficassem “assustados” com as variações. No mercado de capital aberto acionistas podem assimilar um decréscimo nos resultados de uma empresa com uma queda no seu desempenho

operacional, quando na verdade são flutuações normais da atividade da empresa (RONEN e YAARI, 2008, MARTINEZ, 2001).

➤ ***Take a Bath ou Big Bath Accounting:***

Esse gerenciamento de resultados se trata de reduzir lucros correntes em prol de aumento nos lucros futuros, um gerenciamento mais prudente, antecipando perdas e postergando ganhos, porém da mesma forma, pode ser utilizado com motivações particulares. (RONEN e YAARI, 2008, MARTINEZ, 2001).

Cabe ressaltar que o trabalho acerca da minimização do resultado de forma gerencial no momento pré recompra de ações, pode ser enquadrado tanto no *take a bath* ou *target earnings*, pois se trata de um gerenciamento para reduzir os lucros correntes, em detrimento de ganhos futuros.

Outras estratégias relacionadas a gerenciamento de resultados e seus estudos base são: Motivações para alterar informações financeiras e as previsões dos analistas, a gestão de suavização dos resultados e obtenção de estoque desejável, e valorizações nos mercados de capitais (DECHOW e SKINNER, 2000; HEALY, HUTTON, & PALEPU, 1999; LO, 2008). Manipulação de ganhos, explorando a flexibilidade das regras contabilísticas para temporariamente "mascarar" o verdadeiro desempenho da empresa (BOONLERT-U-THAI, MEEK, e NABAR, 2006; DECHOW e SKINNER, 2000). A manipulação de ganhos não é conseguida através da alteração no funcionamento de atividades com efeito direto sobre o fluxo de caixa, mas sim através da discricionariedade dos gestores e julgamento sobre escolhas contábeis (GUNNY, 2010).

A contabilidade apresenta aos usuários da informação contábil o regime de caixa e o regime de competência. O regime de competência é baseado no fato gerador, no acontecimento ou não de determinada receita ou despesa, ou seja, ele é a confrontação entre receitas realizadas e despesas incorridas, independente de recebimento ou pagamento, respectivamente. Enquanto o regime de caixa se preocupa somente com o impacto direto nas disponibilidades, ou seja, a contabilização ocorre somente em pagamentos e recebimentos, independentemente do acontecimento do fato gerador (IUDICIBUS, 1980).

São justamente os dois regimes contábeis preponderantes no gerenciamento de resultados, o regime de competência (*accrual basis*) e o regime de caixa (*cash bases*), onde a diferença entre ambos deve ser levada em consideração. A diferença entre os dois é oriunda justamente

entre o lapso temporal dos recebimentos e pagamentos, e o fato gerador da transação, do acontecimento da receita ou despesa. Para o reconhecimento de receitas e despesas mediante competência, o profissional faz ajustes no fluxo de caixa de acordo com o regime de competência, esses ajustes são os *accruals*, portanto o lucro não será igual ao fluxo de caixa, exceto quando os *accruals* forem iguais a zero (RONEN e YAARI, 2008, MARTINEZ, 2001).

Exemplificando o que foi dito acima:

$$\text{ACCRUALS TOTAIS} = \text{LUCRO LÍQUIDO (RESULTADO DO ACCRUAL BASIS)} - \text{FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL LÍQUIDO (RESULTADO DO CASH BASIS)} \quad (1)$$

$$\text{LUCRO LÍQUIDO (RESULTADO DO ACCRUAL BASIS)} = \text{ACCRUALS TOTAIS} + \text{FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL LÍQUIDO (RESULTADO DO CASH BASIS)} \quad (2)$$

Quanto maior o valor dos *accruals*, maior será a diferença entre o resultado contábil e o fluxo de caixa gerado nas operações, portanto os *stakeholders* e *shareholders* devem observar variações em proporções desiguais no valor dos *accruals* com relação a períodos anteriores, isso pode significar justamente a utilização de práticas de gerenciamento de resultados (MELO, 2015).

Accruals totais também representam o resultado do somatório entre os *accruals* não discricionários, tratado como AND (*nondiscretionary accruals*) e, *accruals* discricionários, tratados como AD (*discretionary accruals*). Os AND serão aqueles oriundos das atividades normais da empresa, enquanto que os AD surgem a partir do gerenciamento de resultados, escolhas contábeis que levaram de maneira induzida aos mesmos. O objetivo do uso dos AD é a manipulação dos relatórios financeiros (RONEN e YAARI, 2008).

A base para estimação dos *accruals* são o balanço patrimonial (BP) e a demonstração do resultado do exercício (DRE). As mudanças nas contas do capital circulante da empresa, estão articuladas com os componentes dos *accruals* das receitas e despesas na demonstração do resultado do exercício. Essa abordagem foi utilizada por diversos autores, como Healy (1985), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweneey (1996), Teon, Welch, e Wong (1998), Healy e Wahlen (1999), Martinez (2001) e Almeida (2010).

Enfim, em se tratando de Gerenciamento de Resultados, para detectar gestão de ganhos e perdas, ajustes de provisões, com antecipação e postergação desses elementos de forma intencional, ou reconhecimento de depreciação de forma acelerada, dentre tantas outras formas de gerenciar o resultado, é necessário primeiramente calcular os *accruals*, discricionários e não

discricionários. Posteriormente será possível detectar se há a possibilidade de utilização de GR ou não, e qual a proporção de utilização. (KUO, NING, SONG, 2014).

2.3 HIPÓTESES DE PESQUISA

Surge a necessidade da criação de hipóteses com o intuito de responder aos objetivos do trabalho, tanto geral quanto específicos, assim como responder à questão de pesquisa, ressaltando que as hipóteses serão fundamentadas em autores nacionais e internacionais.

Hipótese 1: Empresas que praticam o gerenciamento de resultados de forma a reduzir os lucros, no momento pré recompra de ações obtêm maiores retornos anormais positivos sobre o valor das ações, nos períodos posteriores à recompra, comparativamente a empresas praticam o gerenciamento de resultados para aumentar os resultados, ou que não gerenciaram seus números, no período pré recompra de ações.

Bens, *et. al*, (2003) dissertam que executivos tendem ao gerenciamento de resultados no momento de recompra de ações; McDonald (1990), afirma que gerentes têm incentivos para reduzir os lucros no momento pré recompra de ações. Os gestores alimentam o mercado com notícias manipuladas e desfavoráveis com relação ao resultado da empresa, e com isso criam a possibilidade de recomprar ações a um preço de mercado subavaliado.

Vafeas, *et. al*, (2003), são ainda mais enfáticos e diretos com a problematização do presente trabalho, dizendo que gerenciamento de resultados em torno de recompra de ações é testado com a hipótese de que os lucros pré recompra são geridos para baixo, a fim de induzir os acionistas a venderem suas ações a preços subavaliados. Afirmam, além disso, que os ganhos pós-recompra são elevados além do esperado com o processo de reversão de *accruals*.

Um fluxo crescente de literatura empírica também mostra que o gerenciamento de resultados é utilizado para sinalizar informações privadas para o mercado. Além disso, em muitos casos os resultados das empresas são manipulados para impactar o valor da ação. Como trata-se da gestão dos lucros, e os mesmos são direcionadores do valor das ações, a manipulação dos resultados pode impactar no valor das ações, bem como uma redução discricionária nos lucros de uma empresa possibilita que as ações da mesma se tornem subavaliadas (FARREL, UNLU, YU, 2013).

Rodriguez e Yue (2008) concluíram que empresas que gerenciaram seus resultados para baixo de forma mais agressiva no momento pré recompra de ações obtiveram uma valorização superior em termos de valor da ação no período pós recompra, comparadas às empresas que gerenciaram seus resultados no intuito de aumentar os lucros.

A primeira hipótese ocorre no intuito de comparar grupos de empresas que recompraram ações, subdividindo a amostra em empresas que supostamente: i) gerenciaram os resultados para menor, ii) empresas que gerenciaram à maior e ii) empresas que não gerenciaram seus resultados.

Hipótese 2: Empresas que gerenciam resultados para maior antes do anúncio do programa de recompra de ações e não concluem a recompra de fato, apresentam menores retornos anormais posteriormente ao anúncio sobre suas ações, comparado à empresas que utilizam GR para reduzir os lucros.

Alternativamente, as empresas podem gerenciar seus resultados para maior, no período que antecede o anúncio do programa de recompra de ações. Com o GR manipulando os lucros para cima, o preço da ação também irá ser alavancado, apresentando valores acima do real. Já com o anúncio da recompra de ações, a empresa sinaliza para o mercado de que seus papéis estão subavaliados (quando na verdade estão sobreavaliados, pois o lucro foi gerenciado para maior), possibilitando um aumento ainda maior na demanda por suas ações. Pois, principalmente os pequenos acionistas e investidores, muitas vezes não têm informações relacionadas ao GR, e quando a empresa anuncia o programa de recompra de ações, esses adquirem seus papéis por acreditarem que os preços estão subavaliados.

Por outro lado, os executivos da empresa gerenciadora, são aqueles que detêm informações a respeito de práticas de GR, e sabem que se praticarem a recompra, vão fazer com que a empresa adquira ações com valores acima do real. Assim, haveria o anúncio do programa de recompra de ações, porém não a sua efetivação. Ou seja, empresas gerenciam os resultados para maior, no intuito de aumentar artificialmente o valor de suas ações, posteriormente anunciam o programa de recompra, para aumentar ainda mais a demanda sobre seus papéis, e não efetivam a recompra, gerando um potencial prejuízo ao acionista que comprou as ações com preço acima do real, e que tende a perder valor ao longo do tempo, com a reversão dos *accruals*.

Os investidores que adquirirem essas ações com valores sobreavaliados, tendem a obter retornos desfavoráveis com o decorrer do tempo, tratando-se de ações cujo valor foi impactado

por um GR para aumentar os lucros. No futuro os resultados poderão ser reduzidos, fruto da reversão dos *accruals*, levando a potenciais prejuízos para esses investidores. Dessa forma, as ações da empresa à disposição no mercado, no momento de anúncio da recompra, apresentarão um aumento, devido a práticas de GR para aumentar os lucros, e devido ao anúncio de recompra de ações (sinalização). Assim, com a comercialização de suas ações a valores sobreavaliados (sem que o mercado conheça os motivos), a empresa pode com isso obter algumas vantagens competitivas, como: i) o valor da firma poderá ser alavancado naquele determinado momento, ii) novas condições de empréstimos e financiamentos podem ser obtidas, iii) interesse de novos investidores, etc.

Fried (2005), vai na contramão dos trabalhos (VAFEAS, *et. al*, 2003; RODRÍGUEZ, YUE, 2008; FARREL, UNLU, YU, 2013) discutidos na problematização da presente pesquisa. Enquanto os autores citados anteriormente trabalham com a hipótese de reduzir os lucros para que empresas possam adquirir ações a preços subavaliados, Fried (2005) disserta que empresas anunciam programas de recompras de ações sem o intuito de efetivar a recompra, ou seja, depois do anúncio o programa é cancelado.

Isso ocorre porque, anunciando o programa de recompra, a empresa transmite um sinal para o mercado de que suas ações estão subavaliadas, e isso naturalmente aumentaria a demanda por suas ações. Caso o resultado tenha sido gerenciado para maior antes do anúncio do programa de recompra, o valor da ação estaria acima do real e, com isso, a empresa recompraria ações com valores artificialmente altos. Logo, não faria sentido para a firma recomprar esses papéis. Ainda, com a reversão dos *accruals*, o valor da ação tenderá a reduzir no decorrer do tempo, sustentando a hipótese 4.

Hipótese 3: Gerenciamento de Resultados para redução dos lucros no momento pré recompra de ações, são motivados para que acionistas controladores aumentem sua participação no capital da empresa. Em outras palavras, a prática ocorre para benefício dos principais acionistas em detrimento aos demais, aumentando a concentração de capital acionário das empresas.

Vafeas *et. al*, 2003 encontraram, no estudo realizado sobre recompra de ações que os executivos podem deturpar os ganhos em interesse próprio, no caso em que esses são também acionistas das empresas. Os mesmos podem se motivar a recomprar ações subavaliadas, aumentando sua respectiva participação relativa no capital da empresa, por um valor abaixo do real de mercado. Em outro cenário, em que acionistas majoritários obtêm informações

privilegiadas acerca das práticas da empresa (incluindo GR), os mesmos tenderiam a aumentar sua participação no capital acionário da empresa, quando essa oferece ações subavaliadas. Beneficiando assim, acionistas majoritários em detrimento de acionistas minoritários, indicando a utilização de informações privilegiadas por parte dos executivos controladores e/ou acionistas majoritários.

No primeiro grupo, serão coletadas as empresas que possivelmente gerenciaram seus resultados para baixo, e que efetivaram a recompra de ações, e em outro grupo empresas que recompraram, porém gerenciaram para maior, ou não gerenciaram seus números. Nesse momento, serão obtidas as informações acerca da estrutura acionária das empresas, considerando 4 formas para evidenciar concentração de capital: i) maior acionista ordinário, ii) três maiores acionistas ordinários, iii) maior acionista sobre o capital total, e iv) três maiores acionistas sobre o capital total. Posteriormente, será avaliado se, com o passar do tempo, acionistas majoritários aumentaram sua participação no capital da empresa. Ou seja, será testada a hipótese de que acionistas majoritários, utilizando informação privilegiada sobre os preços subavaliados das ações das empresas (devido às práticas de GR), aumentam sua participação acionária no capital da empresa, conforme a hipótese 3. O aumento na concentração de capital acionário da empresa no momento de recompra de ações, evidencia justamente a utilização de informações privilegiadas por parte dos controladores da empresa (VAFEAS *et. al*, 2003).

Hipótese 4: Determinantes de recompra de ações como: Sinalização, substituição de dividendos, excesso de fluxo de caixa e ajuste na estrutura de capital, impactam na utilização da ferramenta de recompra de ações. Assim como o gerenciamento de resultados e a variação na concentração de capital acionários das firmas são fatores determinantes da recompra.

Conforme trabalhado anteriormente nas outras hipóteses, o gerenciamento de resultados para reduzir os lucros pode estar associado a recompra de ações, no interesse de recomprar papéis subavaliados para se obter ganhos anormais em períodos posteriores (FARREL, UNLU, YU, 2013; RODRIGUEZ E YUE 2008; BENS, *et. al*, 2003; MCDONALD 1990). Assim como o aumento na participação de capital da empresa por parte de acionistas majoritários, pode ocorrer no momento de recompra devido ao gerenciamento de resultados para redução dos lucros, com os mesmos comprando ações subavaliadas (VAFEAS, *et. al*, 2003). E também o gerenciamento de resultados para aumentar os lucros pode levar empresas a anunciarem programas de recompra e cancelarem o mesmo sem efetivarem a utilização da ferramenta (FRIED 2005).

Sinalização é considerada a principal motivação para a recompra de ações, indicando que se a empresa está anunciando o programa é porque ela acredita fielmente que o valor da ação está subavaliado e irá crescer no futuro (VOSS, 2012; STEPHENS & WEISSBACK, 1998; DITTMAR, 2000; D’MELLO & SHROFF, 2000; FENN & LIANG, 2001).

A Hipótese de Redução do Excesso de Fluxo de Caixa indica que a recompra, assim como o pagamento de dividendos, é um método de distribuição de excesso de fluxo de caixa aos acionistas, reduzindo custos de agência relacionado a utilização indevida de caixa da firma (GABRIELLI E SAITO 2004; DITTMAR, 2000). Firmas menos alavancadas recompram ações com interesse em ajustar sua estrutura de capital, como a conta referente a recompra – ações em tesouraria – é redutora do patrimônio líquido, empresas recompram ações para reduzir o capital próprio em detrimento ao capital de terceiros, alavancando a firma (GABRIELLI E SAITO 2004; DITTMAR, 2000).

Por fim, a substituição de dividendos, é indicado como determinante no sentido de que empresas optam pela recompra de ações em detrimento a distribuição de dividendos para remunerar seus acionistas. Isso por que quando a empresa recompra seus próprios papéis, em algum momento eles serão diluídos para os acionistas da mesma, aumentando sua participação relativa no capital da empresa (GARCIA, 2016; NASCIMENTO et al., 2011).

Essa substituição de distribuição de resultados é motivada internacionalmente pois em países como EUA os dividendos são tributados, enquanto a recompra não, e no Brasil ocorre de forma contrária, logo no mercado de capitais brasileiro recompra de ações pode não ser uma vantagem em relação aos dividendos (GABRIELLI e SAITO 2004). Ainda assim, diversas empresas brasileiras recompram ações, Dittmar (2000) elenca os dois principais motivos pelos quais a recompra de ações é preferível à distribuição de dividendos: i) as empresas não são obrigadas a cumprir seus planos de recompra, podendo cancelar o mesmo caso não seja uma boa alternativa de mercado no momento, enquanto o cancelamento da distribuição de dividendos não é possível, devido ao registro em estatuto social da empresa, e; ii) diferentemente dos dividendos, não há expectativas de que as recompras ocorram em bases regulares, não criando assim a esperança no acionista de que ocorrerá com frequência certa, podendo fazer-se a utilização do programa justamente nas oportunidades de mercado.

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 TIPO DE PESQUISA

Segundo Demo (1981), a pesquisa pode ser reconhecida quanto à área da ciência como: i) teórica, ii) metodológica, iii) empírica e iv) prática. Segundo Costa e Costa (2001), a pesquisa é uma atividade básica da ciência, que pode ser classificada como qualitativa ou quantitativa de acordo com sua abordagem.

O presente estudo pode ser classificado, quanto à área da ciência, como empírico, pois ocorre no intuito de demonstrar possíveis relações entre a recompra de ações e o gerenciamento de resultados das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, se apoiando para tal em elementos patrimoniais e financeiros dessas empresas. O estudo, segundo a abordagem, é quantitativo, pois envolve diversas variáveis estatísticas para demonstrar seus resultados (MARTINS, 2002; MARTINS; THEÓFILO, 2009). Além disso, é definido como quantitativo pois pretende utilizar demonstrativos contábil-financeiros das entidades, para verificar se as mesmas gerenciam seus resultados contábeis usufruindo dos *accruals*, em momentos que antecedem à utilização da ferramenta de recompra de ações.

Segundo Vergara (2005), quanto aos fins uma pesquisa pode ser descritiva, exploratória, explicativa, metodológica, aplicada e intervencionista; e quanto aos meios como pesquisa de campo, pesquisa de laboratório, documental, bibliográfica, experimental, *ex post facto*, participante, pesquisa-ação e estudo de caso.

Com relação aos fins, essa pesquisa é descritiva e aplicada. Em pesquisa aplicada, os conhecimentos adquiridos são utilizados para aplicação prática, voltados para a solução de problemas concretos da sociedade. Pesquisa descritiva, expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno, podendo também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza, não tendo compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação (VERGARA, 2005).

A presente pesquisa é considerada aplicada, pois visa encontrar resultados por meios teóricos, para aplicação prática. Tem como motivação a possibilidade de produzir conhecimento para aplicação de seus resultados, devido a possibilidade de reduzir a assimetria informacional entre gestor (agente) e acionista (principal). Os *shareholders* podem estar recebendo uma informação fracionada ou parcial, em forma sinalização por parte da empresa de que os lucros estão aquém do esperado, porém os mesmos foram gerenciados para menor, podendo levar o acionista a tomar decisões equivocadas à respeito de sua participação no capital

da empresa. O estudo em questão é definido como descritivo porque expõe as características das empresas listadas na BM&FBOVESPA e tenta estabelecer correlações entre programas de recompra de ações e práticas de gerenciamento de resultados (LAKATOS; MARCONI, 2007).

Quanto aos meios a pesquisa é documental e bibliográfica. Vergara (2005) define os dois itens da seguinte maneira. As pesquisas documentais reúnem, classificam e distribuem documentos de todo gênero, e é realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza ou com pessoas. Pesquisa bibliográfica é o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais e redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral. O estudo em questão é documental, pois serão reunidos dados documentados no site oficial da BM&FBOVESPA. A pesquisa é bibliográfica, porque é baseada em livros, opinião de autores e outros estudos semelhantes relacionados, principalmente artigos internacionais que já tentaram encontrar relação entre recompra de ações e gerenciamento de resultados.

Como os documentos consultados serão as demonstrações divulgadas pelas entidades, a coleta de dados ocorre com fonte primária de materiais, que não receberam tratamento de outras pessoas a partir desses documentos. O tratamento desses dados ocorrerá com a utilização de técnicas estatísticas, logo, a validação dos resultados será apoiada em parâmetros estatísticos de significância, geralmente adotados em ciências sociais aplicadas, como a contabilidade, tratando-se portanto, de uma abordagem positiva.

3.2 UNIDADE EMPÍRICA DE ANÁLISE

As unidades de pesquisa serão as empresas listadas no site da BM&FBOVESPA, 621 empresas são objeto de análise. Excetuam-se porém, as empresas financeiras e de investimento imobiliário, devido às diferenças contábeis desses setores. Outras pesquisas fazem tal procedimento de maneira recorrente na literatura, como Martinez (2011), Cupertino (2013), Silva (2015), restando 250 empresas. BM&FBOVESPA é o ambiente onde são realizadas as compras e vendas das ações do mercado brasileiro. As negociações podem ser feitas de maneira eletrônica (via “*home broker*”) ou por telefone (via operador), como período de análise foram escolhidos os dados de 2011 até 2015.

O motivo para escolher o mercado Brasileiro, consiste no fato de não haver estudos relacionando recompra de ações e gerenciamento de resultados. Além disso foram escolhidas

as empresas de capital aberto pois as informações contábeis necessárias estão acessíveis ao público em geral.

O período de análise escolhido se deve a duas motivações: primeiramente para se obter robustez estatística, com amostras maiores, além disso, os últimos 20 anos foram os de expansão significativa no campo de recompra de ações, e especificamente no Brasil o crescimento se deu a partir de 1997, apontando um crescimento durante a primeira década dos anos 2000, o ano de 2007 foi o que apresentou o maior número de recompra de ações, com 66 anúncios acerca da utilização da ferramenta. Várias empresas anunciaram programas de recompra a partir de julho de 1997, esses anúncios de recompra saíram repetidamente no jornal *gazeta mercantil*. A partir de 1999, os programas de recompras foram novamente impulsionados com a publicação da instrução 299/99 pela Comissão de Valores Mobiliários. Em estudo de Mota (2007), com empresas selecionadas de 1999 até 2005, as mesmas apresentaram um crescimento superior na utilização de recompra de ações como forma de distribuição de resultados, em detrimento à utilização de distribuição de dividendos. Chegando, em 2007 ao maior número de anúncios até então de anúncios de recompra no mercado brasileiro, com a ferramenta permanecendo em alta até o fim da primeira década dos anos 2000. Outro motivo para a escolha acerca do período de análise, é de que a Bovespa divulga a recompra de ações das empresas que utilizaram a ferramenta a partir de 2011, e o ano de 2016 não faz parte da amostra devido as informações acerca do gerenciamento de resultados não terem sido ainda publicadas pelas empresas.

3.3 COLETA DE DADOS

Os dados coletados se referem às demonstrações contábeis das empresas que realizaram anúncios de recompra de ações entre os anos de 2011 à 2015, serão utilizados dados anuais. Os mesmos, necessários para os modelos de detecção sobre gerenciamento de resultados serão coletados pelo *software* Economática®, e será necessário a inclusão de dados referentes ao ano de 2010 e 2009 no modelo de detecção de GR. Enquanto que os anúncios de recompra de ações serão coletados no endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários(CVM), as empresas divulgam informações acerca do tema em seus formulários de referência anuais, disponíveis publicamente. Ainda, acerca da participação de acionistas majoritários, as empresas de capital aberto são obrigadas a fornecer a CVM o informativo anual, que reporta dentre outros itens, a participação acionária dos maiores acionistas da empresa.

Para tabulação e interpretação das informações inicialmente colhidas será utilizado o *software* Microsoft Excel®, e para tratamento estatístico dos dados coletados, o programa escolhido foi o STATA 12®.

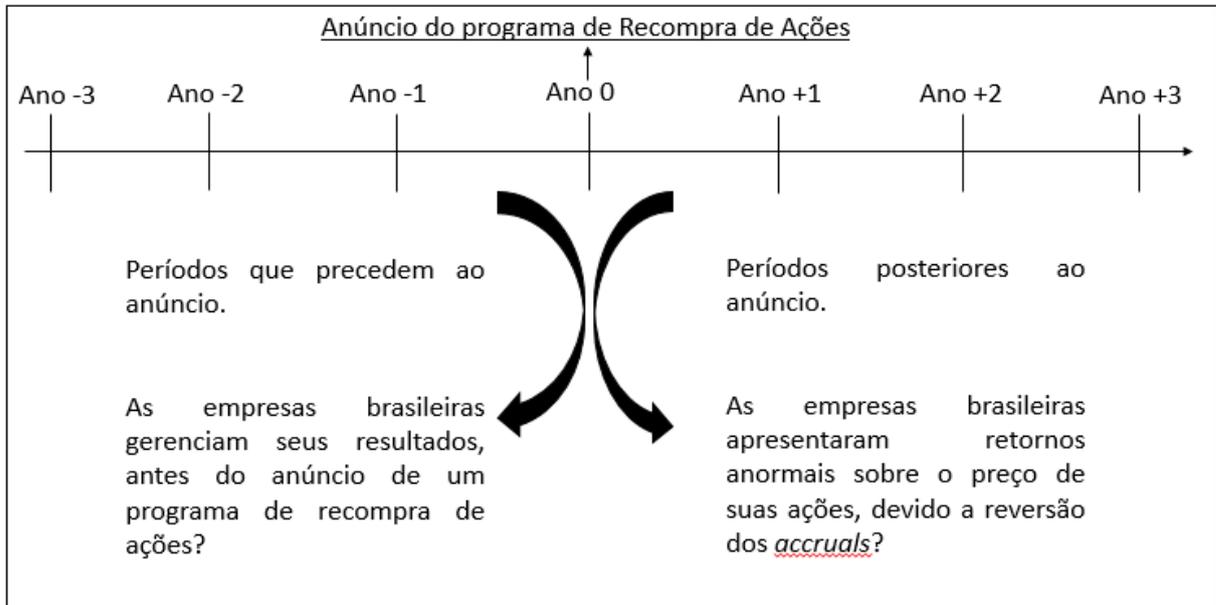
A exclusão de instituições financeiras e de investimento imobiliário será realizada com a utilização da classificação setorial da BM&FBovespa. Elimina-se para tal todas as empresas do setor econômico “Financeiro e Outros”. Este setor é composto pelos seguintes segmentos de atuação: Bancos, Sociedades de Crédito e Financiamento, Sociedades de Arrendamento Mercantil, Securitizadoras de recebíveis, Seguradoras, Exploração de Imóveis, *Holdings* Diversificadas, Fundos e Outros. Empresas com dados insuficientes, que impeçam o cálculo dos *accruals*, ou até mesmo dos determinantes de recompra serão descartadas da amostra.

Chegando, portanto, à amostra referente ao presente estudo, empresas de capital aberto listadas no site da BM&FBovespa, que anunciaram programas de recompra de ações, realizando-se as devidas exceções, conforme explicações anteriores. A amostra consta com 187 anúncios de recompra de ações, do ano de 2011 até o ano de 2015. Dentre esses anúncios, 134 empresas efetivaram a recompra de ações, e as outras 53 anunciaram o programa e posteriormente o cancelaram, sem recomprar as ações de fato. Porém muitos desses anúncios foram realizados pelas mesmas empresas. Logo, um anúncio de 2013, sendo que a firma recomprou também em 2012 pode ter sua validade questionada quanto ao GR. Enquanto firmas que recompraram em 2012, 2013, 2014 e 2015, podem ter gerenciado seus números no momento pré recompra em 2011, e naturalmente os períodos seguintes seriam de reversão dos *accruals*, causando interpretações incorretas acerca do nível de GR. Então foram mantidos na amostra os dados referente ao primeiro anúncio de recompra nesse período para cada empresa da amostra, restando 79 anúncios de recompra, dos quais 57 recompraram de fato, e 22 somente anunciaram, sem efetivar o programa. A relação de empresas que compõem a amostra pode ser visualizada no Apêndice 1.

É importante ressaltar que o trabalho busca evidenciar, entre outros aspectos, se práticas de gerenciamento de resultados são utilizadas para reduzir o lucro, em momentos pré recompra de ações por parte das empresas, buscando ganhos anormais em momento posterior à utilização da ferramenta. Portanto, os períodos de análise são o ano_{-1} , ou anterior à recompra de ações, para detecção de gerenciamento de resultados; ano_{-2} , para utilizar como janela de estimação do momento onde não houve o GR, e ano_{+1} , ano_{+2} , ano_{+3} , como os anos posteriores à recompra de ações, no intuito de evidenciar os ganhos anormais, com a reversão dos *accruals*.

Por fim, tem-se o ano_0 , onde ocorre de fato a recompra de ações. Para ilustrar essa metodologia, utilizada para responder a problematização do trabalho, foi elaborada a Figura 2.

Figura 2: Linha do tempo Recompra de Ações



Fonte: Elaborado pelo autor.

Utilizando a Figura 2 para entendimento, no ano_0 está o momento onde ocorre o anúncio do programa de recompra de ações por parte das empresas brasileiras. No ano ano_{-1} é a identificação sobre a possibilidade de gerenciamento de resultados por parte das empresas, sendo o ano base para a geração dos modelos de gerenciamento de resultados utilizados nesta pesquisa. Ou seja, todas as empresas que recompraram ações ou anunciaram o programa e cancelaram, apresentam níveis de gerenciamento de resultados no ano_{-1} , gerados estatisticamente.

Ainda no ano ano_{-1} foi realizado o cálculo sobre o retorno anormal anual das ações da empresa, para que seja possível comparar o retorno de empresas que gerenciaram seus números para reduzir os lucros, com firmas que não gerenciaram ou gerenciaram para maior. Para avaliar a reversão dos *accruals*, o retorno anormal foi calculado para os períodos: ano_{+1} , ano_{+2} , ano_{+3} , para que também fosse possível comparar os grupos citados anteriormente.

Já os determinantes de recompra de ações: i) sinalização, ii) ajuste na estrutura de capital, iii) substituição de dividendos, iv) excesso de fluxo de caixa, são calculados no ano_{-1} . As variáveis de controle como tamanho, competitividade e Market to book, são calculadas também no ano_{-1} .

Enquadrando-se então na metodologia de estudos de evento, que consiste na análise do efeito de informações específicas de determinadas firmas sobre o preço de suas ações (FAMA, 1991). A maior preocupação de um estudo de eventos é de como variam os preços de determinado título próximo a data do evento (BROWN e WARNER, 1980). É uma metodologia amplamente utilizada em testes de eficiência de mercado, avaliando subscrição de ações, bonificações, pagamentos de dividendos, dentre outros.

O evento estudado nesse trabalho é a utilização da ferramenta de recompra de ações por parte das empresas. Índícios apresentados mostram que várias informações sobre as firmas, como GR, podem impactar o valor de suas ações na véspera da recompra. E para medir esse impacto é utilizado aqui justamente o retorno anormal, como o retorno observado *ex post* de um título menos o retorno normal da firma na janela de evento, sendo indispensável para esse tipo de estudo.

Sinteticamente, ainda se utiliza o *ano₋₂* em relação ao anúncio, como medição do momento onde não há teoricamente o GR. Já o *ano₋₁*, onde supostamente o resultado foi gerenciado, é utilizado para inferências acerca da intensidade do GR, além do cálculo dos determinantes da recompra, e do retorno anormal pré recompra. E os anos posteriores à recompra serão utilizados para o cálculo do retorno anormal. Lembrando que empresas que anunciaram em 2015, o retorno anormal posterior será somente referente ao ano de 2016, enquanto que empresas que anunciaram em 2014, o retorno anormal será calculado com base na média dos anos de 2015 e 2016, enquanto as outras firmas da amostra, apresentarão o retorno anormal como a média dos três anos posteriores ao anúncio.

3.4 CONSTRUÇÃO DAS TÉCNICAS DE ANÁLISE

A contabilidade tem o objetivo de fornecer informações úteis ao processo de tomada de decisão. A utilidade da informação contábil está relacionada há alguns aspectos, como representar fidedignamente a transação econômica de fato ocorrida. Essas informações, saem das empresas e chegam até usuários como investidores e acionistas. Esses *stakeholders* têm interesse em informações corretas, tempestivas, compreensíveis, e afins, para que os mesmos possam tomar suas decisões. Logo, o gestor ou executivo da empresa, deve fornecer essas informações de forma que possibilite o correto julgamento sobre as demonstrações contábeis por parte dos *stakeholders*.

Porém, em determinados casos, o resultado de uma empresa pode ser alterado, utilizando-se da discricionariedade do gestor, aumentando ou reduzindo os lucros de acordo com suas motivações pessoais, acarretando, em alguns casos, na impossibilidade da correta tomada de decisões por parte dos acionistas, credores, etc. Essas manipulações são muitas vezes escolhas sobre as práticas contábeis efetuadas pelo gestor, chamada de gerenciamento de resultados. É a escolha contábil com o intuito de interferir na informação contábil reportada. Nesse trabalho será discutido o gerenciamento de resultados através de escolhas contábeis (*accruals*).

Gerenciamento de resultados através de escolhas contábeis, estão relacionados à manipulações oriundas de distintas possibilidades normativas, como diferentes escolhas sobre método de depreciação utilizadas, antecipar ou postergar possíveis ganhos e perdas, reconhecimento de provisões, etc.

➤ *Modelos para detecção de GR através de escolhas contábeis*

Os estudos voltados ao gerenciamento de resultados relacionados e a flexibilidade na adoção das normas e práticas contábeis decompõem os *accruals* da seguinte forma:

- a) *Accruals* não discricionários (AND);
- b) *Accruals* discricionários (AD);

Onde AND são aqueles que surgem das transações que são realizadas em um período e que são normais para a entidade, dada a sua performance, estrutura de capital, estratégia de negócios e demais fatores políticos, sociais e econômicos, e são inerentes às atividades da empresa. Enquanto os AD surgem a partir de escolhas contábeis adotadas com a finalidade de gerenciar resultados, o objetivo dos mesmos é alterar os relatórios financeiros. Diversas pesquisas utilizadas no referencial teórico deste trabalho, como Teoh, Welch e Wong (1998); Melo (2015); Vafeas, *et. al*, (2003); Kuo, Ning e Song (2012); Liang e Chiu (2012); Rodriguez e Yue (2008), consideram os *accruals* discricionários como *proxy* de gerenciamento de resultados, demonstrando a importância dos mesmos na montagem dos modelos para detecção de GR.

Para detecção de *accruals* discricionários(AD) serão utilizados os modelos de Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY; 1995); e Jones modificado combinado com desempenho, ou *Performance-Matching* (KOTHARI; LEONI; WASLEY; 2005).

Dentre os modelos de detecção por AD, são utilizados os *accruals* totais como variável dependente. Com isso as variáveis independentes são os *accruals* não discricionários. O nível de *accruals* discricionários é caracterizado assim como a parte não explicada dos *accruals* totais pelas variáveis dos modelos para detecção dos *accruals* não discricionários de uma empresa em determinado período de tempo. Os *accruals* totais serão utilizados como variável dependente nos dois modelos de AD para detecção de gerenciamento de resultados.

Portanto, para se chegar aos AD, é necessário medir os AT, sendo esses encontrados pela diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional (Equação 1), utilizando a abordagem dos fluxos de caixa, testado em trabalhos internacionais como (HEALY, 1985; YE, 2006).

3.4.1 Modelo de Jones Modificado

O modelo parte do proposto por Jones (1991). A autora trata os AND como uma função de regressão linear de variação de receitas no período, bem como o saldo do imobilizado:

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Rec_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{AT_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

ACT_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ;

AT_{it-1} = ativo total da empresa i no período $t-1$;

ΔREC_{it} = receitas operacionais líquidas da empresa i no período t menos as receitas do período $t-1$;

$Imob_{it}$ = ativo permanente da empresa i no período t ; e

β_1 , β_2 e β_3 = coeficientes estimados na regressão; e

ε_{it} = termo de erro da regressão padronizado por AT_{it-1} .

Os coeficientes estimados serão utilizados para calcular os AND, logo, a diferença entre os ACT e os AND resultará na estimativa dos *accruals* discricionários. Em outras palavras, as variações dos *accruals* normais seriam explicadas pelo nível das receitas e imobilizado da firma, com todas as variáveis deflacionadas pelo Ativo Total, com o intuito de reduzir os riscos relacionados à heteroscedasticidade.

Portanto, os AND são explicados pelas variações nas contas de receita e imobilizado, sendo o termo de erro os AD, logo:

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Rec_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{AT_{it-1}} \quad (4)$$

e;

$$\frac{AD_{it}}{AT_{it-1}} = \varepsilon_{it} \quad (5)$$

O modelo de Jones (1991), assume que a variável receita não sofre manipulação, porém, a provisão para devedores duvidosos, reconhecimento da receita com lapsos temporais entre caixa e competência, são oportunidades de Gerenciamento de Resultados. Gerando assim a possibilidade de incorrer em erros do tipo tratar AD como AND, realizando inferências falsas acerca dos resultados obtidos. Nos anos posteriores ao trabalho de Jones, pesquisadores foram em busca de melhorá-lo, dando origem ao modelo de Jones modificado, de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Partindo do pressuposto de que as receitas também podem ser gerenciadas, e portanto não podem ser isentas do gerenciamento, sendo tratadas como AND.

A modificação é realizada no intuito de reduzir uma possibilidade de viés do modelo de Jones. Como as vendas podem impulsionar o GR, as mesmas devem ser incluídas no modelo, assumindo então, a receita como passível de GR. Logo, a única modificação para o modelo de Jones, é o incremento das receitas totais deduzidas do incremento ocorrido no contas a receber. Sendo a equação a seguinte:

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta CR_{it})}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{AT_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Onde, TA_{it} são os *accruals* totais da empresa i no período t estimados na equação 1; A_{it-1} que é o ativo total da empresa i ao final do período $t - 1$; ΔRec_{it} variação da receita líquida da empresa i no final do período $t - 1$ para o final do período t ; ΔCR_{it} variação do contas a receber da empresa i no final do período $t - 1$ para o final do período t ; $Imob_{it}$ é o saldo do ativo permanente da empresa i ao final do período t , ponderada pelo ativo total da empresa i ao final do período $t - 1$; ε_{it} é o resíduo ou proxy para *accruals* discricionários da empresa i no final do período t ; $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ são os coeficientes da regressão.

Seguindo a mesma lógica do modelo de Jones (1991):

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta CR_{it})}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{AT_{it-1}} \quad (7)$$

e;

$$\frac{AD_{it}}{AT_{it-1}} = \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Sendo possível dessa forma encontrar os *accruals* discricionários (AD), e não discricionários (AND). Por fim, no modelo de Jones Modificado, inclui-se a receita, extraindo a parte não discricionária da mesma, referente ao gerenciamento do contas a receber, reduzindo o problema atribuído àquele modelo. Martinez (2001), afirma que o modelo de Jones Modificado está entre os mais utilizados na literatura contábil.

Autores como Teoh, Welch e Wong (1998); Melo (2015); Cohen *et al.* (2008); Xie (2001); e Coles, Hertznel e kapalthy (2006), utilizaram o modelo de Jones modificado para realizar inferências acerca de abertura de capital das empresas, além de outros aspectos referentes ao mercados de capitais.

Já Vafeas, *et. al.* (2003); Kuo, Ning e Song (2012); Liang e Chiu (2012); Rodriguez e Yue (2008); Louis, Robinson, e Sbaraglia (2008); Louis e White (2007a); Gong e Sun (2008); utilizaram o modelo proposto por Dechow, Sloan e Sweeney em 1995, em pesquisas que trataram de GR e recompra de ações, evidenciando possíveis relações entre as ferramentas, assim como o presente estudo.

3.4.2 Modelo de Performance-Matching ou Jones Modificado combinado com desempenho

Seguindo a linha de raciocínio de Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney (1995), os autores, Kothari, Leone e Wasley, em 2005, sugeriram um novo modelo baseado em desempenho. A nova proposta indica que os *accruals* discricionários, seriam melhor especificados, caso os modelos incorporassem uma variável para controle do desempenho das empresas. Esse desempenho pode ser medido e evidenciado de várias formas: i) margem de lucro sobre a receita, ii) rentabilidade sobre o patrimônio líquido, iii) rentabilidade sobre o ativo (ROA).

A estimativa dos *accruals* discricionários, começa com uma regressão para estimar os coeficientes que melhor descrevem os *accruals* normais da empresa, a estimação dos AND; sendo o resíduo, ou o erro, referente aos AD. O erro portanto, é a *proxy* para gerenciamento de resultados. Segundo Kothari, Leone e Wasley, (2005), os AD calculados com base nos modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (1995), são influenciados justamente pela performance das empresas, principalmente se essa performance for anormal. Motivo esse que justifica a inserção da variável de desempenho no modelo.

Como GR trata de eventos em que setor de atuação, tamanho da empresa, etc, estão envolvidos em sua mensuração, a performance das firmas também poderia impactar a estimação de GR. O interesse é de que *accruals* normais (AND), não sejam classificados erroneamente como *accruals* discricionários, frutos do GR. No modelo sugerido por Kothari, Leone e Wasley (2005), incluem-se duas variáveis além daquelas presentes no modelo de Jones modificado, são elas a inclusão de um intercepto, podendo reduzir as possibilidades de heteroscedasticidade, e inclusão do retorno sobre ativos (ROA), para captar o efeito desempenho da empresa.

Além disso, o ROA é utilizado pois ativos são constantemente aplicados com o intuito de deflacionar variáveis envolvidas em equações de GR, e o ROA se apresenta justamente como uma variável deflacionada pelo ativo total, em outras palavras, um índice padronizado pelo ativo das empresas. Ainda, o ROA é utilizado como variável defasada, para coincidir com o crescimento das receitas passadas.

No modelo de *Performance-Matching*, inserem-se portanto, o retorno sobre ativos como variável independente além da inclusão do intercepto no modelo econométrico, em detrimento ao modelo de Jones Modificado, conforme evidenciado na equação abaixo:

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta CR_{it})}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Onde, TA_{it} são os *accruals* totais da empresa i no período t estimados na equação 1; A_{it-1} que é o ativo total da empresa i ao final do período $t - 1$; ΔRec_{it} variação da receita líquida da empresa i no final do período $t - 1$ para o final do período t ; ΔCR_{it} variação do contas a receber da empresa i no final do período $t - 1$ para o final do período t ; $Imob_{it}$ é o saldo do ativo permanente da empresa i ao final do período t , ponderada pelo ativo total da empresa i ao final do período $t - 1$; ROA_{it-1} é o retorno sobre o ativo da empresa i ao final do período t , ponderado pelos ativos totais da empresa i ao final do período $t - 1$; ε_{it} é o resíduo ou proxy para *accruals* discricionários da empresa i no final do período t ; $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ são os coeficientes da regressão.

E novamente os *accruals* não discricionários são explicados pelas variáveis independentes, enquanto os AD pelo termo de erro, logo:

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta CR_{it})}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_4 ROA_{it-1} \quad (10)$$

e;

$$\frac{AD_{it}}{AT_{it-1}} = \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Buscando inferências mais robustas, serão utilizados nesse trabalho os dois modelos, para interpretação sob dois pontos de vista distintos, além da comparação do resultado obtido entre eles.

O modelo proposto por Kothari, Leone e Wasley, em 2005, não é tão difundido na literatura quanto o modelo de Jones Modificado, porém, um dos motivos é o quão novo é o modelo. Ainda assim, o modelo de *Performance Matching*, mesmo sendo uma novidade, já foi utilizado por diversos pesquisadores no estudo acerca de recompra de ações, como Lin, *et. al.* (2008); Liang e Chiu (2012); Rodriguez e Yue (2008). Louis (2004); Louis e Robinson (2005); Gong e Sun (2008).

Nota-se que os trabalhos base para a problematização dessa dissertação e elaboração de objetivos e hipóteses, utilizaram justamente os modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*.

3.4.3 Avaliação dos *accruals* discricionários

Como os *accruals* discricionários representam justamente as práticas de gerenciamento de resultados, e assim seriam artificiais tendo a intenção de manipular o lucro das empresas, é necessário que os mesmos sejam estimados, sendo estes proxy para o GR. Inicia-se o processo com a estimação dos *accruals* totais, e posteriormente são utilizados modelos operacionais que decompõem *accruals* discricionários e *accruals* não discricionários (MELO, 2015).

Para que seja possível mensurar o nível de GR, é necessário considerar dois períodos de tempo, o primeiro onde supostamente não ocorreu o gerenciamento, e o segundo, onde existem as indicações teóricas acerca da utilização de GR. Como o período anterior à recompra é o momento chave para o GR, coletou-se para o mesmo todas as variáveis que compõem os modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*, gerando os *accruals* totais observados, sendo esses evidenciados pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional das firmas. Para o *ano₋₂* do anúncio, onde supostamente o resultado não foi gerenciado, foram estimados os coeficientes dos modelos de *accruals* normais para as variáveis das regressões.

Esses coeficientes foram aplicados junto às variáveis explicativas nos modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*, porém no período anterior à recompra, utilizando-se de

coeficientes em momentos onde supostamente o resultado não foi gerenciado, no período onde pode ter ocorrido o GR, para se chegar aos *accruals* totais calculados.

A partir do momento onde têm-se os *accruals* totais observados nas demonstrações financeiras das firmas, e calculados pelos modelos de *accruals*, a diferença entre esses determina o nível de intensidade do gerenciamento de resultados. Subtraindo-se os *accruals* totais calculados, dos *accruals* totais observados, a interpretação acerca do GR varia conforme o sinal encontrado e a magnitude do valor. Se a resposta for um resultado negativo, implica no suposto GR para menor, caso seja positiva, refere-se à uma manipulação a maior.

Portanto, na presente pesquisa os resultados encontrados referentes a gerenciamento de resultados serão agrupados, de acordo com o nível de GR, em ordem crescente para possibilitar a visualização acerca da discricionariedade ocorrida por parte das empresas. O termo de erro ou AD, serão distribuídos em três níveis, ou tercils, relacionado a níveis de gerenciamento de resultados. O tercil 1, representaria o grupo de empresas que possivelmente gerenciaram seus resultados para menor, o 2 que não praticaram GR, ou elevaram suavemente seus resultados, e o 3 que possivelmente gerenciaram seus resultados para aumentar os lucros. Nas etapas de análise em que a amostra apresentar observações insuficientes, o GR será dividido em dois grupos de forma equilibrada de acordo com o nível de intensidade do suposto GR encontrado.

O espaço temporal utilizado será sempre o período anterior à utilização da ferramenta de recompra de ações, no intuito de verificar a ocorrência de GR antes de recomprar ações. De forma simplificada teremos duas amostras, de empresas que recompraram e possivelmente gerenciaram os números para menor, e as demais. Serão então confrontados os retornos anormais das ações de ambos os grupos no decorrer do tempo, e por diferenças de médias será possível visualizar se uma amostra apresenta maiores retornos que a outra.

Para a correta visualização dessa segregação, destacam-se as hipóteses da pesquisa. Para a Hipótese 1, é necessário visualizar se as empresas gerenciaram seus resultados para baixo anteriormente ao processo de recompra, gerando ganhos anormais posteriormente. Enquanto que para a Hipótese 2 serão necessárias as firmas que gerenciaram o resultado para maior, e que anunciaram o programa de recompra, porém não o praticaram. Já na Hipótese 3 utiliza-se a divisão entre as firmas de acordo com o nível de GR, porém para avaliar a concentração de capital das empresas pré e pós recompra, no intuito de avaliar se empresas que supostamente gerenciaram seus números contábeis a menor, passaram a apresentar maior concentração de

capital. Já a hipótese 4, evidencia a possibilidade da variável GR ser um determinante de recompra.

3.4.4 Modelagem e Inferências Estatísticas

Foram tabuladas de forma empilhada as informações referentes à variável dependente, nesse caso o total de *accruals*, sendo definido pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa gerado nas atividades operacionais da empresa, os *accruals* totais foram obtidos através da abordagem dos fluxos de caixa, utilizada por trabalhos internacionais como (HEALY, 1985; YE, 2006). Como variáveis explicativas foram obtidos o ativo total, permanente, diferença entre variação da receita e do contas a receber, para o modelo de *Jones modificado*, e a inserção do ROA no modelo de *performance matching*. Encontrando-se então o termo de erro, referente aos *accruals* discricionários, *proxy* para o nível de GR das firmas. Todas as informações citadas para *ano₋₁* e *ano₋₂*.

Alguns testes são necessários para avaliar o ajustamento dos modelos de regressão. Os testes realizados foram: i) especificação do modelo, teste RESET; ii) homocedasticidade dos resíduos; teste Breusch-Pagan, e; iv) teste de fator de inflação da variância (VIF), para avaliar possível multicolinearidade entre as variáveis explicativas. Todos os testes estão disponíveis no STATA 12®.

Para detecção de erro de especificação, por escolha de forma funcional incorreta e/ou por ausência de variável relevante, é utilizado o teste RESET (*Regression Specification Error Test*). De acordo com Ramsey (1969), se o valor da estatística F for superior ao nível de significância adotado de 5%, não rejeita-se a hipótese nula, ou seja, o modelo está corretamente especificado em termos de forma funcional, e não existem variáveis relevantes omitidas.

Com relação aos resíduos, deve-se aplicar o teste de heteroscedasticidade, para verificar se esses resíduos possuem variância constante, ou seja, caso os resíduos não apresentem variância constante, os mesmos podem estar sendo descritos como uma função das variáveis explicativas do modelo, o teste aplicado será o de Breusch-Pagan. A hipótese nula do teste é de homocedasticidade dos resíduos, ou seja, os termos de erro apresentam variância constante, caso a estatística for significativa ao nível de significância de 5%, rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade (GUJARATI E PORTER, 2011).

Por fim, deve ser avaliada a presença de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, ou seja, evidenciar se as variáveis explicativas estão correlacionadas ou não, se existe uma função de explicação entre as variáveis trabalhadas no modelo. O teste aplicado será o VIF, ou fator de inflação da variância, e quanto maior a correlação encontrada, medida pelo VIF, maior a colinearidade entre as variáveis. Gujarati (2006) afirma que quando a variável apresenta um fator de inflação da variância acima de 10, essa variável é altamente colinear.

3.5 OPERACIONALIZAÇÃO DAS HIPÓTESES E DESENHO GERAL DA PESQUISA

Vale salientar que pretende-se responder várias hipóteses na presente pesquisa. Neste tópico serão discutidas as hipóteses do trabalho, bem como as formas em que as mesmas serão tratadas, em termos de encontrar as respostas para os questionamentos elaborados no estudo em questão. Posteriormente será apresentado um desenho geral, representando o trabalho como um todo.

3.5.1 Hipótese 1

A hipótese 1 foi fundamentada no trabalho de Rodríguez e Yue (2008), testada também nos trabalhos de Bens, *et. al.*, (2003), McDonald (1990), Vafeas, *et. al.*, (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), e Voss (2012).

Na hipótese 1, pretende-se verificar se gestores tendem a práticas de gerenciamento de resultados, buscando reduzir os lucros no momento pré recompra de ações, para gerar ganhos anormais posteriormente à utilização da ferramenta. Para que a mesma possa ser respondida, devem ser levantadas todas as empresas que recompram ações, e posteriormente verificar se essas utilizam práticas de gerenciamento de resultados para reduzir os lucros, utilizando os modelos de gerenciamento de resultados. Serão utilizados o ano anterior ao período de recompra, e os anos subsequentes ao mesmo, conforme foi evidenciado no tópico anterior.

Será necessário então elencar todas as empresas que recompraram ações. Dentre as empresas que recompraram ações, selecionar aquelas que possivelmente gerenciaram seus resultados para menor, e que podem ter manipulados no intuito de aumentar os lucros agressivamente, e que aumentaram os resultados suavemente, de acordo com os modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*.

Será necessário calcular o retorno anormal dessas empresas. Para a hipótese 1, será verificado se há o retorno anormal positivo sobre o valor das ações das empresas, nos períodos posteriores à recompra, fruto do processo de reversão dos *accruals*. Pois a empresa tenta maximizar seus ganhos, no caso da hipótese 1 recomprando ações subavaliadas.

Sarlo Neto (2004) afirma que o retorno anormal é a diferença entre a taxa de retorno da ação e o retorno esperado. No intuito de se chegar aos retornos anormais, foco para esse trabalho, é necessário primeiro realizar o cálculo do retorno esperado das ações e encontrar a taxa de retorno da ação. Logo:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1})/P_{it-1} \quad (12)$$

Onde:

R_{it} : taxa de retorno da ação i na data t .

P_{it} : preço da ação da empresa i no último dia útil do ano do anúncio da recompra.

P_{it-1} : preço da ação da empresa i no último dia útil do ano anterior do anúncio da recompra.

O cálculo da taxa de retorno da ação é baseada no trabalho de Nossa, Lopes e Teixeira (2010), acerca de recompra de ações e retorno anormal. O cálculo do retorno esperado é uma proposta de Mellagi Filho e Ishikawa (2000), utilizando o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Foram utilizados o índice Ibovespa como retorno de mercado e a taxa de poupança como *proxy* de taxa livre de risco (SANT'ANNA, 2004). Os índices Ibovespa e poupança foram coletados no Ipeadata (Brasil, 2017), e o beta na base de dados Economática®.

$$E(R_{it}) = R_f + \beta_{it} [E(R_m) - R_f] \quad (13)$$

Onde:

$E(R_{it})$: taxa esperada do retorno da ação i na data t ;

R_f : taxa livre de risco representada pela poupança;

β_{it} : medida de retorno da ação frente aos retornos de mercado;

$E(R_m)$: retorno esperado do mercado.

Utilizou-se portanto a taxa de retorno real da ação (Equação 12), e o retorno esperado das mesmas (Equação 13). A diferença entre essas é justamente o retorno anormal das ações, variável utilizada na presente pesquisa, conforme equação 14:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (14)$$

Onde:

RA_{it} = Retorno anormal da ação i na data t

Portanto, para a hipótese 1 será possível identificar se as empresas que recompraram ações e gerenciaram seus números para baixo antes da recompra, obtiveram maiores ganhos anormais posteriormente ao anúncio, comparativamente a firmas que gerenciaram seus números a maior. Em outras palavras, se as firmas que recompram essas ações com valor artificialmente baixo, visam o aumento no valor de suas ações com a reversão dos *accruals*.

Buscando responder se as empresas que praticam o gerenciamento de resultados de forma para reduzir o lucro no momento pré recompra de ações obtêm uma maior valorização no valor da ação nos períodos posteriores à recompra, comparativamente a empresas que que praticam o gerenciamento de resultados para aumentar o resultado. Pois firmas que supostamente gerenciaram seus números a menor no período pré recompra, podem ter adquirido ações a valores subavaliados, gerando maiores retornos anormais sobre suas ações, no momento pós recompra, fruto da reversão dos *accruals*. As empresas serão divididas de acordo com o nível de GR, utilizando os modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*.

As observações da presente pesquisa, serão subdivididas seguindo um critério padrão no decorrer do trabalho no que se referem aos testes acerca do retorno anormal. É necessário que um grupo seja referente apenas às empresas que supostamente gerenciaram os resultados a menor, para que seja possível verificar se há diferenças em termos de retornos anormais posteriores a recompra, comparativamente a firmas que gerenciaram a maior. Já entre as firmas que supostamente gerenciaram seus números a maior, foi feita uma divisão, por nível de GR positivo. Um grupo será composto por empresas que gerenciaram suavemente seus números contábeis a maior suavemente (Nível de GR $> 0 < 0,5$), e outro grupo com suposto gerenciamento de resultados a maior agressivamente (Nível de GR $> 0,5$).

A amostra da hipótese 1 será composta por todas as empresas que recompraram ações, subdivididas em: i) Empresas que gerenciaram seus resultados para menor, ii) Firmas que manipularam os resultados para maior suavemente, e iii) Empresas que gerenciaram a maior agressivamente. Serão calculados para a amostra os retornos anormais dessas firmas, no período anterior a recompra de ações, no próprio período, e nos momentos posteriores a utilização da ferramenta (1, 2 e 3 anos). Por fim será realizado o teste de diferença de médias entre os grupos para identificar se os retornos anormais gerados em cada um deles são estatisticamente diferentes.

Quadro 5: Roteiro de análise por grupos de GR

Empresas que recompraram ações	
Filtro de GR	
GR para reduzir o lucro	GR para aumentar o lucro
Períodos posteriores a recompra	Períodos posteriores a recompra
Cálculo do retorno anormal	Cálculo do retorno anormal
Teste de diferença de médias entre os grupos, pelo retorno anormal gerado	
Resultados obtidos	
Interpretação e definição acerca de H1 corroborada ou refutada	

Fonte: Elaborado pelo autor

Esse teste de hipótese é uma forma de inferência estatística, utilizado para determinar a diferença entre médias ou não. Portanto, os parâmetros da amostra aqui tratados não são conhecidos, médias (μ) e desvio padrão (σ). Além disso, se tratam de amostras independentes, onde X é uma variável aleatória de interesse, que representa o retorno anormal das empresas pertencentes à amostra. Na população 1, a média de X é μ_1 , e representa a média dos retornos anormais de empresas que gerenciaram seus lucros para menor, o mesmo raciocínio sendo aplicado para as populações 2 (GR para aumentar os lucros suavemente), e 3 (GR para aumentar o lucro agressivamente).

O teste é realizado para visualizar a diferença ou não entre duas médias. O teste de hipótese ocorre da seguinte maneira:

- i) Teste 1. Hipótese Nula: $H_0: \mu_1 = \mu_2$
 Hipótese Alternativa: $H_A: \mu_1 \neq \mu_2$

Comparando as médias entre o retorno anormal de empresas que gerenciaram seus números para baixo, com as firmas que manipularam para maior, nos períodos posteriores à recompra de ações.

No intuito de visualizar se há discrepância no retorno anormal gerado por ambas posteriormente à utilização da ferramenta. O teste será executado utilizando o *software* Microsoft Excel®. Se a estatística do teste (*stat t*) encontrada, for maior que o “t” crítico, e o “p” valor menor que 5% (0,05), rejeita-se a hipótese nula, evidenciando a diferença entre as médias.

3.5.2 Hipótese 2

A hipótese 2, na contramão dos outros trabalhos utilizados no estudo, foi baseada no trabalho de Fried (2005).

Será necessário elencar todas as empresas que anunciaram o programa de recompra, porém selecionar somente as firmas que não recompraram de fato. Ou seja, fazem parte da amostra aquelas empresas que anunciaram o programa e depois o cancelaram, sem chegar a recomprar as ações. Serão utilizados os modelos de Jones Modificado e *Performance Matching* para evidenciar as firmas que gerenciaram seus números para maior, no espaço de tempo de 1 ano anteriormente ao anúncio, chegando a amostra de análise para a hipótese 2.

O cálculo do retorno anormal será executado para até 3 anos posteriores ao cancelamento dos anúncios de recompra. O teste será voltado a verificar se há retorno anormal negativo, nos períodos posteriores ao cancelamento do programa de recompra. A hipótese requer dois grupos: i) Empresas que gerenciaram os resultados para aumentar os lucros, anunciaram o programa de recompra de ações, e depois cancelaram sem efetivar a recompra, ii) Empresas onde o GR ocorreu no sentido de reduzir os lucros. Ainda, para testar os retornos anormais encontrados devem ser comparados, se as médias destes forem estatisticamente diferentes, com o primeiro grupo obtendo resultados menores, a hipótese 4 não poderá ser rejeitada.

Pretende-se entender se as empresas que gerenciam resultados para aumentar os lucros antes do anúncio do programa de recompra de ações e não concluem a recompra de fato, posteriormente ao anúncio, se o valor de suas ações tende a reduzir com a reversão dos *accruals*. Portanto, nesse caso, será necessário elencar as empresas que somente anunciaram o programa de recompra de ações, e não efetivaram as mesmas. Posteriormente testar se as empresas que anunciaram e não recompraram ações, praticaram o gerenciamento de resultados no intuito de aumentar os seus lucros, no sentido de superfaturar as ações e não recompra-las.

Verificar se as empresas que anunciaram o programa de recompra e não o executaram, e que gerenciaram seus números para maior antes do anúncio, e testar se as mesmas obtiveram retornos negativos nos períodos posteriores a esse anúncio.

O ganho para a empresa nesse caso, viria no período do anúncio, no mesmo ano, e no máximo até o ano seguinte, quando a reversão dos *accruals* tende a ser iniciada. A empresa sinaliza para o mercado de que as ações estariam subvalorizadas (Quando na verdade estão com

valor acima do real, pois o lucro foi gerenciado para maior), vendendo essas ações na verdade sobre avaliadas, frutos do GR, e cancelando o programa, gerando possíveis ganhos para a empresa. Com essa elevação artificial no preço de suas ações, a empresa pode obter um aumento no valor da firma, possíveis melhores condições de mercado em termos de dívidas e financiamentos, interesse de novos acionistas e investidores com a valorização de seus papéis. Porém, o principal ponto evidenciado pelo autor, é de que gestores buscariam ganhos para si próprio elevando artificialmente no momento pré recompra. Muitos gestores detêm ações das empresas onde trabalham, e utilizando práticas de GR pré anúncio de recompra para aumentar os lucros poderiam vender suas próprias ações sobre avaliadas, fazendo uso de informação privilegiada (FRIED, 2005).

3.5.3 Hipótese 3

A hipótese 3 foi fundamentada no trabalho de Vafeas, *et. al*, (2003), McDonald (1990), Rodríguez e Yue (2008), Bens, *et. al*, (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), Healy e Wahlen (1999), e Brockman e Chung (2001).

Na hipótese 3, o teste é voltado para a verificação sobre se o gerenciamento de resultados e recompra de ações podem ser motivadas por utilização de informações privilegiadas por parte dos principais acionistas da empresa, no intuito de mitigar o interesse de acionistas minoritários nas ações da firma. Para essa hipótese, além do que foi citado anteriormente, será necessário verificar se após gerenciar os resultados à menor, e praticar a recompra de ações, se a participação no capital da empresa passa a ser mais concentrada, ou seja, principais acionistas sendo detentores de maior parcela relativa de capital, comparativamente ao momento pré recompra de ações.

Portanto, para que seja possível testar essa hipótese assim como para as outras, serão coletadas todas as empresas que recompraram ações, e gerenciaram seus resultados para baixo, e outro grupo com as empresas que recompraram ações, porém gerenciaram para maior. Partindo dessa amostra, haverá a definição dos principais acionistas dessas empresas. A definição acerca dos principais acionistas da empresa, será feito de acordo com a literatura, 4 definições são amplamente utilizadas: i) maior acionista ordinário, ii) três maiores acionistas ordinários, iii) maior acionista sobre o capital total, e iv) três maiores acionistas sobre o capital total (LEAL, SILVA e VALADARES, 2002). A variação na concentração de capital da empresa será evidenciada para os 4 tipos de estrutura acionária das firmas, sendo as mesmas subdivididas por nível de GR.

A amostra estará composta então por dois grupos: i) Participação de principais acionistas de empresas que gerenciaram seus resultados para baixo e recompraram ações, ii) Participação de principais acionistas de empresas que manipularam os lucros para maior, e recompraram ações. Os períodos coletados serão a participação dos acionistas nos momentos anterior e posterior a utilização da ferramenta de recompra.

Por fim, para rejeitar ou não rejeitar a hipótese será realizado o teste de diferença de médias. Onde serão considerados o grupo 1, composto pela diferença entre a participação dos principais acionistas de empresas que gerenciaram seus resultados para menor, antes e depois da recompra de ações. E o grupo 2, sendo a diferença entre a composição acionária das empresas antes e depois da utilização da ferramenta de recompra, porém para firmas que não gerenciaram, ou aumentaram seus números contábeis com o GR. Para assim testar a hipótese:

Hipótese Nula: $H_0: \mu_1 = \mu_2$

Hipótese Alternativa: $H_A: \mu_1 \neq \mu_2$

Onde a hipótese nula representa o fato de que a composição acionária não foi alterada em empresas que recompraram ações, independentemente das práticas de GR utilizadas ou não. E a hipótese alternativa corrobora com o trabalho, onde empresas que recompraram e gerenciaram seus resultados para menor, aumentaram a concentração de acionistas majoritários nas empresas, em comparação à empresas que utilizaram a ferramenta de recompra, porém os resultados não foram manipulados, ou o GR ocorreu para aumentar os lucros. Lembrando que se o “p” valor encontrado for menor que o nível de significância de 5%, a hipótese nula deve ser rejeitada, evidenciando a utilização de informação privilegiada de acionistas majoritários, para mitigar o interesse dos acionistas minoritários nos papéis da empresa.

3.5.4 Hipótese 4

Será formulada uma equação referente aos determinantes de recompra de ações, com a junção dos principais fatores que determinam a recompra de acordo com a literatura, e dos resultados encontrados nas hipóteses testadas. Trata-se aqui de uma regressão *logit*, onde a variável explicada (Y) é binária, em que 1 representa as empresas que anunciaram programas de recompra, e que recompraram de fato, e 0, para firmas que anunciaram programas de recompra e cancelaram o mesmo, sem efetivá-lo.

As variáveis explicativas serão aquelas desenvolvidas nas hipóteses 1, 2 e 3, e os principais determinantes de recompra tratados na literatura. De acordo com os tópicos discutidos até aqui, as variáveis explicativas frutos da presente pesquisa serão os resultados referentes a alguns pressupostos teóricos que foram criados e precisam ser adequadamente testados.

- i) Empresas que gerenciam resultados para menor, possivelmente tendem a recompra de ações, para adquirir seus próprios papéis a valores subavaliados. Afirmar essa trabalhada na hipótese 1. Enquanto empresas que gerenciam para maior, tendem a cancelar o anúncio de recompra de ações, para não recomprarem a valores sobreavaliados. A variável tratada aqui, será a intensidade de GR (X_1).
- ii) Firms podem ser motivadas a gerenciar seus números para baixo e recomprar ações, com o intuito de expropriação dos acionistas minoritários, por parte dos principais acionistas. Ou seja, empresas que aumentam a concentração de capital acionário, possivelmente gerenciaram seus números para menor e recompraram ações. De acordo com a hipótese 3. Essa será uma variável explicativa resultado do aumento ou redução de concentração de capital acionário. Será descrita pela diferença na concentração de capital, do período anterior e posterior a recompra (X_2). Essa diferença é obtida subtraindo-se a concentração de capital pré recompra na firma, da mesma variável pós recompra. Como concentração de capital utilizou-se o maior acionista ordinário, os três maiores acionistas ordinários, o maior acionista do capital total, e os três maiores acionistas do capital total. Totalizando 4 formas de demonstrar a variação na concentração de capital.

Já os principais determinantes trabalhados na literatura para recompra de ações são: i) a Hipótese de Sinalização; ii) a Hipótese de Redução do Excesso de Fluxo de Caixa; iii) a Hipótese de Ajuste da Estrutura de Capital e; iv) a Hipótese de Substituição dos Dividendos.

- i) Sinalização é considerada a principal motivação para recompra de ações, quando os gestores indicam para o mercado que as ações estão subavaliadas. Diversos trabalhos atestaram essa hipótese como Voss (2012); Stephens e Weissback (1998); Dittmar (2000); D'Mello e Shroff, (2000); Fenn & Liang (2001). O cálculo se dá pelo retorno anormal no período anterior à recompra de ações, nesse trabalho utilizando o CAPM para medir o retorno esperado, e pela diferença com o retorno real chegar ao retorno anormal. Caso a empresa apresente um retorno anormal baixo, a mesma pode optar por um programa de

recompra buscando alavancar o valor de suas ações. Portanto, quanto menor o retorno anormal, maior a chance de recompra (X_3).

- ii) Recompra de ações, assim como dividendos, pode ocorrer para distribuição do excesso de fluxo de caixa, buscando inclusive mitigar custos de agência (DITTMAR, 2000; GABRIELLI e SAITO, 2004, GUAY e HARFORD, 2000). A variável utilizada aqui é chamada de *Cash Ratio* (DITTMAR, 2000); e é dada pela razão entre caixa e equivalentes de caixa, e os ativos da empresa. Se as firmas recompram ações com a finalidade de redução de fluxo de caixa, espera-se que essas variáveis influenciem positivamente a recompra. A variável é obtida no momento de anúncio da recompra (X_4). A variável *Market-to-Book* (MKB) é inserida como variável de controle, como *proxy* para oportunidades de investimento (DITTMAR, 2000; YU e JIANG, 2010), seu cálculo é dado pela razão entre o valor de mercado das ações de uma empresa e o seu valor patrimonial.
- iii) Firms menos alavancadas podem recomprar ações para ajustar sua estrutura de capital, buscando reduzir o uso de capital próprio, para obter um nível melhor de alavancagem (DITTMAR, 2000; GABRIELLI e SAITO, 2004). A variável utilizada é endividamento, dado pelo endividamento líquido da empresa dividido pelo seu ativo total, no período anterior a recompra (NASCIMENTO *et al.*, 2011). Entende-se que quanto menor o endividamento, maiores as possibilidades de recompra (X_5).
- iv) Variável baseada em vantagem fiscal na utilização de recompras em detrimento aos dividendos, porém, no Brasil essa vantagem não existe, mas devido a importância da hipótese no cenário internacional e para contribuir para a generalização dos resultados, decidiu-se testar a hipótese neste trabalho. A variável *Payout* do período é a razão entre os dividendos pagos e o lucro líquido do período anterior (DITTMAR, 2000). Quão maiores forem os pagamentos de dividendos, menores serão as possibilidades de recompra (X_6).

Os trabalhos de Silva (2015), Almeida (2010), e Moreira (2000), sugerem ainda que tamanho da empresa e nível de competição em que a firma está inserida, pode estar relacionado ao nível de gerenciamento de resultados e à recompra de ações. E que ambas devem ser tratadas como variáveis de controle no modelo de determinantes de recompra.

Companhias maiores (tamanho mensurado pelo log do ativo total) são mais visadas por analistas, além de possuírem práticas mais eficazes de governança corporativa. Tais fatores tendem, teoricamente, a inibir práticas de Gerenciamento de Resultados. O mesmo raciocínio se aplica para firmas onde o nível de competição é mais acirrado (medido pelo índice Herfindahl-Hirschman - HHI). Empresas inseridas nesse tipo de mercado (competitivo) podem ser motivadas a realizar práticas de gerenciamento de resultados de forma mais suave, ou não utilizam a ferramenta, pois a competição de mercado funciona como uma força disciplinadora das ações dos gestores, atuando como mecanismo de governança corporativa, inibindo práticas de GR. Simultaneamente, o nível de competição mais alto e empresas de maior porte, podem estimular a recompra de ações, pois as empresas buscam ferramentas alternativas para maximizar o valor de suas ações (SILVA, 2015; ALMEIDA, 2010; RAITH, 2003; MOREIRA, 2000).

Entende-se que tamanho da empresa e nível de competição são inversamente proporcionais à agressividade nas práticas de gerenciamento de resultados, e o nível de competição e tamanho da empresa é diretamente proporcional à recompra de ações por parte das empresas.

O Herfindahl-Hirschman (HHI), utilizado por diversos autores como Almeida (2010), Resende e Wyllie (2005), Hall e Tideman (1967) é uma medida que reflete o número de empresas e sua participação no mercado, e o mesmo pode ser calculado pela participação das receitas totais da empresa, em relação às receitas totais de todas as empresas do mercado, evidenciado pela equação abaixo:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (MS_i)^2 \quad (15)$$

Tem-se, portanto, as variáveis necessárias para a formulação das equações de determinantes de recompra de ações, uma para o modelo de Jones Modificado (1995) e a outra para Performance Matching (2005):

$$Bin_{it} = \beta_0 + \beta_1 GR_{t-1} + \beta_2 \Delta Conc_t + \beta_3 Sin_{t-1} + \beta_4 EFC_t + \beta_5 MtB_t + \beta_6 End_{t-1} + \beta_7 Sub_t + \beta_8 Tam_{t-1} + \beta_9 HHI_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

Onde;

Bin_{it} = Variável explicada binária, pode apresentar valores 0 ou 1. Para empresas que recompraram ações 1, e firmas que anunciaram o programa e não recompraram de fato 0.

Variáveis explicativas:

GR_{t-1} = Medido pelo nível de GR no período anterior ao anúncio da recompra. Valores negativos estão teoricamente associados à recompra de ações, e positivos ao anúncio sem efetivar a recompra. Serão trabalhados o GR medido pelos modelos de JM e PM.

$\Delta Conc_t$ = Variação na concentração acionária, dado pela diferença entre a concentração de capital no período posterior à recompra, com a concentração no momento anterior a mesma. Recompras podem estar associadas a um aumento na concentração.

Sin_{t-1} = Sinalização é a tentativa de demonstrar ao mercado que as ações estão com preços subavaliados. Medida pelo retorno anormal no período anterior à recompra. Quanto menor o valor, maiores as possibilidades de recomprar.

EFC_t = Excesso de fluxo de caixa é a utilização do disponível livre para dentre outros motivos minimizar custos de agência. Medido pela razão entre disponível e ativo total no período da recompra. Quão maiores forem os excessos, maiores as possibilidades de recompra.

MtB_t = Variável de controle, associada à possibilidades de investimento. Medido pela razão entre valor de mercado e valor patrimonial de uma firma. Valores mais altos aqui encontrados, apresentam maiores possibilidades de recomprar ações, até pela credibilidade no mercado que uma empresa com essas características apresentam.

End_{t-1} = Endividamento está relacionado a um ajuste na estrutura de capital. Medido pelo endividamento líquido ponderado pelo ativo total, no período anterior a recompra. Empresas com endividamento menor, tem maiores chances de recomprar ações, para reduzir o capital próprio, e buscar níveis de alavancagem pretendidos por ela.

Sub_t = Medida pela razão entre dividendos e lucro líquido. Valores altos em dividendos inviabiliza a recompra, com a recíproca sendo verdadeira, no próprio período do anúncio.

Tam_{t-1} = Variável controle medida pelo ativo, no período anterior a recompra. Empresas maiores tendem a ter mais possibilidade de recomprar ações.

HHI_{t-1} = Variável controle que indica a competitividade do mercado. Medida pela razão da receita da empresa e receita do mercado em que ela está inserida. Mercados mais competitivos apresentam valores mais baixos para o índice, demonstrando maior competitividade e propensão a recompra.

Chegando ao quadro 6, com as variáveis utilizadas para testar a hipótese 4. A coluna descrição se refere as variáveis utilizadas no presente estudo, a coluna medição diz respeito a forma como são mensuradas as variáveis apresentadas, já a coluna de sinal esperado representa o sinal esperado resultante da regressão gerada. Vale salientar que o sinal apresentado no quadro 6 está relacionado ao procedimento de recompra de ações, enquanto o sinal contrário ao presente no quadro 6 se refere somente ao anúncio de recompra, sem efetivar a utilização do programa de fato.

Quadro 6 – Variáveis do modelo de determinantes de recompra de ações

<i>Descrição</i>	<i>Medição</i>	<i>Sinal Esperado</i>
Recompra de ações		
Nível de GR	AD	Negativo
Concentração de Capital Acionário	Δ concentração	Positivo
Sinalização	Retorno Anormal	Negativo
Excesso de FC	<i>Disponível/Ativo</i>	Positivo
<i>Market to Book</i>	<i>VMA/VPA</i>	Positivo
Ajuste Estrutura de Capital	Endividamento/Ativo	Negativo
Substituição de Dividendos	<i>Dividendos/LucroLíquido</i>	Negativo
Tamanho da empresa	<i>ln do ativo</i>	Positivo
Índice de Herfindahl	Receita da empresa/Receita do mercado	Negativo
β 's = Coeficientes da regressão		
ε_i = Termo de erro		

Fonte: Elaborada pelo pesquisador

3.5.6 Desenho Geral da Pesquisa

Dessa forma, para que o estudo seja desenvolvido, serão necessárias algumas etapas a serem cumpridas. Inicialmente, serão elencadas todas as empresas que anunciaram programas de recompra de ações entre 2011 e 2015. Posteriormente, aplicam-se os modelos de gerenciamento de resultados de Jones Modificado e *Performance-Matching*, utilizando dados empilhados para verificar se essas firmas praticaram o GR ou não. Essas duas primeiras etapas são comuns à todas as hipóteses.

Serão necessárias algumas subdivisões, para atender de forma satisfatória às hipóteses da pesquisa. Será preciso separar as empresas entre as que gerenciaram seus resultados para

maior, das que manipularam seus lucros para menor, no intuito de responder às hipóteses 1, 2 e 3, além de separar entre firmas que recompraram ações de fato, de empresas que somente anunciaram o programa e não recompraram respectivamente para as três hipóteses. Por fim, calcular o retorno anormal dos grupos para realizar as devidas inferências estatísticas.

Para responder a hipótese 1, agrupar a empresa em tercís, de acordo com o nível de GR, sendo i) Empresas que gerenciaram seus números contábeis a menor, ii) firmas que gerenciaram suavemente seus números a maior, e iii) empresas que manipularam discricionariamente seus resultados a maior agressivamente. As empresas do primeiro grupo são aquelas que apresentam valores negativos, no segundo grupo nível de GR entre 0 e 0,05; e terceiro grupo nível encontrado pelos modelos de Jones Modificado e *Performance Matching* acima de 0,05.

Posteriormente comparar o retorno anormal dos grupos. Ainda, será feita a aplicação do teste de diferença de médias com os retornos anormais dos grupos, nos períodos que sucedem a utilização da ferramenta de recompra de ações, no intuito de visualizar se a média entre as empresas que gerenciaram seus resultados a maior anteriormente a recompra de ações, apresenta maiores retornos anormais nos períodos posteriores à utilização da ferramenta, comparativamente aos outros grupos. Mesmo procedimento será utilizado para responder a hipótese 2, porém serão somente 2 grupos de GR (Para aumentar e reduzir os lucros), devido ao pequeno número de observações.

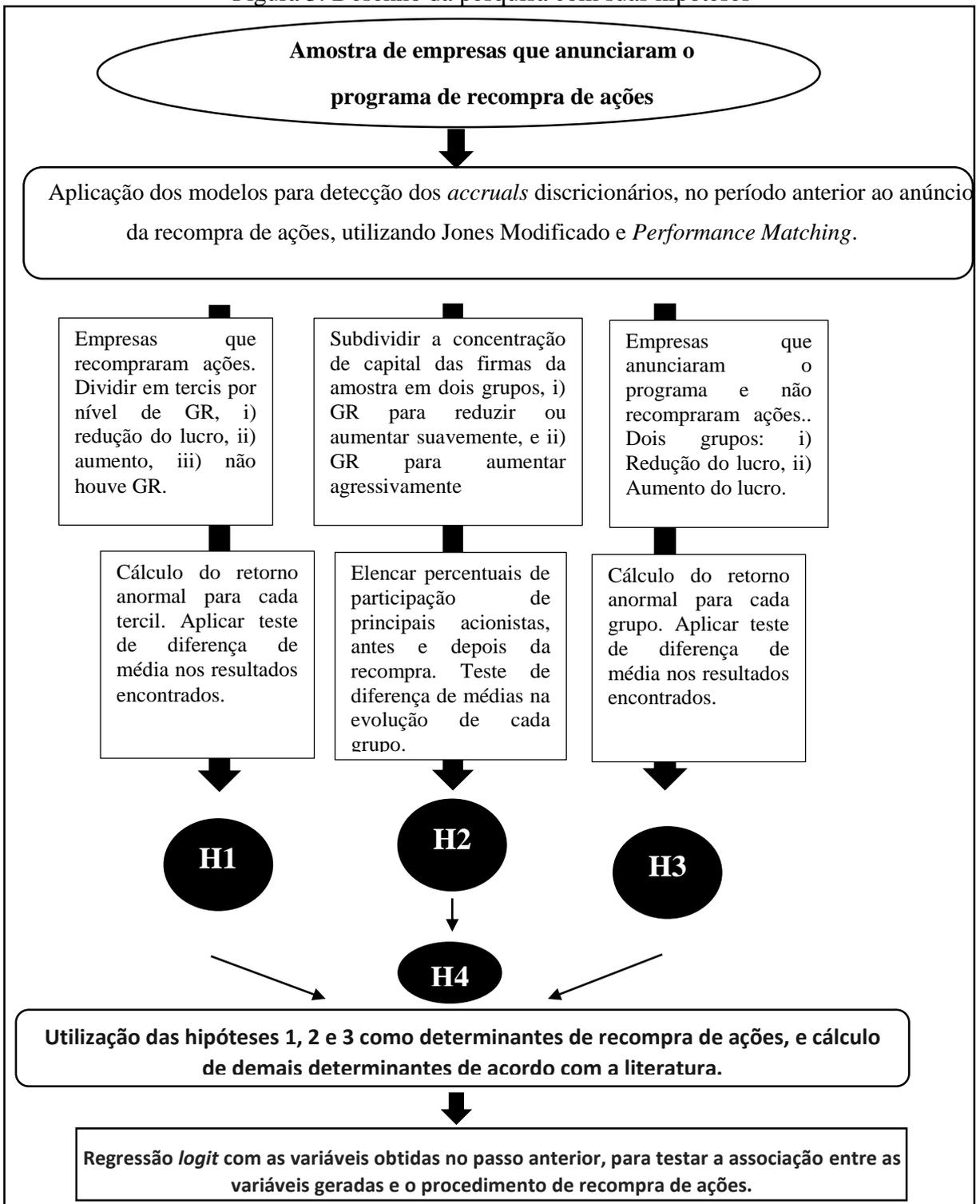
Com relação a hipótese 3, ainda será necessário selecionar somente as empresas que recompraram ações, e as mesmas serão divididas em dois grupos: as que apresentaram menor valor em termos de nível de GR, e as que apresentaram os valores mais elevados de GR. Elencar a composição acionária dos dois grupos, no período que antecede a utilização da ferramenta de recompra, e no momento posterior a utilização da mesma. Realizar um teste de diferença de médias entre a variação na composição acionária dos grupos entre o momento anterior a recompra e o posterior. Com o intuito de visualizar se acionistas majoritários se utilizam de informação privilegiada e oportunismo, para se beneficiarem, e adquirirem maior cota de capital enquanto os papéis estão subvalorizados, expropriando acionistas minoritários.

Por fim, serão testados os determinantes de recompra de ações utilizando uma regressão do tipo *logit*. A variável explicada será uma *dummy*, apresentando valores iguais à 1 para firmas que recomprem ações, ou 0, para empresas que anunciam o programa de recompra, porém o cancelam, sem efetivá-lo. Como variáveis explicativas, foram utilizados os principais determinantes de recompra: i) sinalização, ii) excesso de fluxo de caixa, iii) substituição de

dividendos e iv) ajuste de estrutura de capital, aliados aos determinantes gerados no presente trabalho, v) nível de GR, e vi) Concentração de Capital acionário. Com o intuito de testar a associação entre as variáveis.

Chegando portanto, ao desenho geral do trabalho, ilustrado na figura 3.

Figura 3: Desenho da pesquisa com suas hipóteses



4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Após a apresentação da introdução, com caracterização do problema, objetivos, hipóteses, e posteriormente referencial teórico e metodologia utilizada no presente trabalho, tem-se os resultados encontrados na pesquisa.

4.1 ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS COM O USO DE *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS

4.1.1 Estatística Descritiva

A amostra do presente trabalho é formada pelas empresas que anunciaram programas de recompra de ações no período de 2011 a 2015, presentes na BM&FBovespa, realizando-se as devidas exceções já explicitadas no presente trabalho, restando 79 anúncios de recompra. As informações foram colhidas utilizando-se o software Economática®, relatórios de referência no site da BM&FBovespa e publicações institucionais.

O nível de GR é gerado pela diferença entre os *accruals* totais observados nas demonstrações financeiras e os *accruals* totais calculados, ambos no ano_{t-1} ao anúncio de recompra. Para se chegar aos *accruals* totais observados, é necessário efetuar a diferença entre o lucro e o fluxo de caixa operacional de cada uma das firmas da amostra, dividido pelo ativo total, obtendo os seguintes valores em termos de estatística descritiva.

Tabela 1 - Análise exploratória dos dados – *Accruals* totais observados

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Accruals</i> Totais observados	79	-.0333	.0839	-.3700	.1433
<i>FCO</i>	79	1449197	5447336	-654554	42062309
<i>LL</i>	79	923185	4479705	-4291240	37400224

Fonte: Dados da pesquisa

O valor médio encontrado é negativo, o que indica uma tendência de que o fluxo de caixa operacional médio foi maior que o lucro líquido médio para essas firmas, indicando que as escolhas na gestão das empresas apresentaram um resultado no regime de caixa maior que o mesmo para o regime de competência, em termos gerais. Dessa forma têm-se portanto, os *accruals* totais observados.

Os *accruals* totais calculados são encontrados com o cumprimento de algumas etapas. Inicialmente é necessário considerar um período de tempo onde supostamente não ocorreu o

GR, ou seja, o ano_{t-2} ao anúncio de recompra. Nesse momento do tempo todas as variáveis dos modelos de Jones modificado e de *Performance Matching* foram utilizadas para gerar a regressão, e também os coeficientes das variáveis explicativas, no período onde o GR pode não ter ocorrido.

As variáveis que constam na tabela 2 são aquelas presentes nos modelos utilizados no presente estudo para inferência estatística acerca do nível de gerenciamento de resultados das empresas que compõem a amostra, são eles Jones Modificado (1995) e *Performance Matching* (2005). As variáveis são: i) os *accruals* totais, gerados pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa das operações, dividido pelo ativo total ii) inverso do ativo, iii) Diferença entre a variação da receita e variação do contas a receber, dividido pelo ativo total e iv) permanente dividido pelo ativo total, variáveis essas utilizadas no modelo de Jones Modificado (Equação 3). Já no modelo de *Performance Matching* (Equação 9), insere-se a variável ROA, captando o efeito performance da empresa na formação dos *accruals*. As variáveis utilizadas são referentes ao ano_{t-2} , referente ao anúncio da recompra. Com o intuito de visualizar as variáveis no momento em que supostamente não houve o GR.

Na tabela 2 verificam-se a associação das variáveis explicativas, sendo as mesmas o inverso do ativo (IA), a diferença entre a variação da receita e variação do contas a receber (ΔRec), além do permanente das firmas (Imob), e ROA, e ponderadas pelo ativo total da empresa, com a variável explicada, os *accruals* totais (TA). Sendo a tabela 2 referente ao modelo de Jones Modificado e *Performance Matching*, para o ano_{t-2} ao anúncio de recompra, em termos de coeficientes (Coeficientes), nível de significância das variáveis ($P > t$) e explicação das variáveis independentes sobre a variável dependente (R^2). Já a tabela 3 se refere a todos os testes necessários para a correta execução do modelo.

Foi gerado o modelo de dados empilhados, onde é possível visualizar os coeficientes estimados para o modelo de Jones Modificado e *Performance Matching*, além da estatística t para cada variável, e o p-valor com indicação de significância estatística de 1%(***), 5%(**), e 10%(*).

Ambos os modelos apresentaram regressões estatisticamente significativas, apresentando $Prob > 0$ com valores inferiores a 5% para JM (0.000) e PM (0.0001), conforme apresentado na Tabela 2. No modelo de JM as variáveis inverso do ativo e permanente demonstraram significância estatística à um nível de 5%, enquanto no modelo de PM, essas

variáveis se mantiveram significativas, além do ROA, variável relacionada ao desempenho (Tabela 2).

Tabela 2 - Modelo de Jones Modificado e *Performance Matching*

	<i>B's JM</i>	<i>B's PM</i>	JM	PM
	<i>Coefficientes</i>			<i>P > t</i>
Prob>F			0.0000***	0.0001***
IA_{it-1}	-25989	-30377	0.010***	0.001***
$\Delta Rec - \Delta CR_{it}$	-0.0312	-0.1069	0.691	0.884
$Imob_{it}$	-0.1039	-0.0885	0.008***	0.015**
ROA_{it-1}		0.4303		0.000***
Constante	0.0510	0.0164	0.042**	0.509
R ² Ajustado			9.85%	22.55%
Número de obs			79	79

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Onde:

IA: Inverso do ativo total da empresa.

ΔRec : Variação da receita da empresa, menos a variação do contas a receber.

Imob: Permanente das firmas, composto por imobilizado e intangível.

ROA: Retorno sobre os ativos.

Prob>F: Nível de significância global do modelo.

R²: Poder de explicação das variáveis independentes, sobre a variável dependente.

Com relação ao poder de explicação das variáveis independentes sobre a variável dependente, o modelo de JM apresentou um R² ajustado de 9,85%, evidenciando que as variáveis inverso do ativo, variação em receitas e contas a receber, e permanente, explicam quase dez por cento dos *accruals* totais. Com a inserção da variável ROA, o modelo de PM apresenta um R² ajustado de 22,55%, demonstrando o aumento na robustez do modelo com a inserção da variável. Os resultados de ambos os modelos em termos de variáveis significativas e poder de explicação refletem achados semelhantes a outros trabalhos sobre GR (MELO, 2015).

Os resultados dos testes de validação foram iguais para ambos os modelos, portanto serão analisados conjuntamente. A apresentação dos testes ocorre na tabela 3.

Tabela 3 – Testes para o modelo de Jones Modificado e *Performance Matching*

Testes Econométricos	JM	PM
Breusch Pagan (BP)	0.8308	0.4042
VIF (Médio)	1.06	1.06
RESET	0.5745	0.6613
Número de obs	79	79

Fonte: Dados da pesquisa

Onde:

BP: Resultados do teste Breusch Pagan para detectar heteroscedasticidade.

VIF: Fator de inflação da variância, para detecção de multicolinearidade.

RESET: Teste Reset, para verificar se há variáveis omitidas.

Foi testada a heteroscedasticidade com o teste Breusch Pagan para os dois modelos, onde as hipóteses nulas não puderam ser rejeitadas, ou seja, a variância dos termos de erro são constantes. Como os valores encontrados nos testes (0.8308 e 0.4042 – Tabela 3) são maiores que o nível de significância de 5%, a hipótese nula de homocedasticidade não pode ser rejeitada. No caso do teste RESET, a hipótese nula se trata do modelo não possuir variáveis omitidas. Como os valores encontrados no teste (0.5745 e 0.6613 – Tabela 3) são maiores que o nível de significância de 5%, essa hipótese também não pode ser rejeitada, evidenciando que os modelos não possuem variáveis omitidas.

O teste VIF de multicolinearidade apresentou o mesmo resultado médio para ambos os modelos (1.06 – Tabela 3), além de nenhuma variável apresentar VIF maior que 10, ou seja, não existe correlação significativa entre as variáveis explicativas. Assim, os modelos foram validados cumpridos os requisitos necessários nos testes.

Por fim, para se chegar aos *accruals* calculados devem ser utilizados os coeficientes gerados na regressão anterior (No momento onde supostamente não houve GR), e aplicar nas variáveis explicativas dos modelos de JM e PM (No momento em que supostamente houve GR), calculando assim a variável explicada, os ACT's. Nesse momento é possível inferir acerca da intensidade do GR, deduzindo os *accruals* totais calculados, dos *accruals* totais observados, para cada uma das observações da amostra.

Na tabela 4 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis explicativas e explicadas dos modelos de JM e PM, no período onde supostamente pode ter havido GR, sendo esse o ano anterior à recompra de ações.

Tabela 4 - Análise exploratória dos dados – Variáveis dos Modelos de GR

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Explicadas					
<i>Accruals</i> Totais	79	-0.0333	0.00839	-0.3700	0.1433
Explicativas					
IA_{it-1}	79	0.0000	0.0000	0.000	0.000
$\Delta Rec - \Delta CR_{it}$	79	0.0543	0.1635	-0.3919	0.9747
$Imob_{it}$	79	0.6190	0.3454	0.1062	2.688
ROA_{it-1}	79	0.0466	0.0807	-0.4138	0.2226

Fonte: Dados da Pesquisa

Para atingir maior grau de profundidade na análise descritiva das variáveis utilizadas nos modelos de GR, elencam-se os elementos patrimoniais e de resultado que são utilizados para o cálculo das variáveis dos modelos de GR (Tabela 5). Vale ressaltar que as informações a respeito do inverso do ativo (IA_{it-1}) na tabela 4 estão com valores iguais a zero, pois adotou-se 4 casas decimais para apresentação. Na tabela 5 o ROA é apresentado em forma de indicador, representando variação percentual, enquanto as demais variáveis apresentadas em valores monetários.

Tabela 5 - Análise exploratória dos dados – Elementos Patrimoniais e de Resultado

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Explicadas					
FCO	79	1449197	5447336	-654554	42062309
LL	79	923185	4479705	-4291240	37400224
Explicativas					
Ativo	79	12011878	27014137	258518	214662114
Receita	79	750374	3741148	-14676753	19970400
Contas a Receber	79	109357	517275	-1012808	2559635
Permanente	79	9394633	24782610	80686	742176006
ROA	79	0.0466	0.0807	-0.4138	0.2226

Fonte: Dados da Pesquisa

Onde:

FCO: Fluxo de caixa das atividades operacionais.

LL: Lucro líquido.

As demais variáveis foram apresentadas anteriormente.

Observa-se que, em média as empresas que anunciaram recompra de ações apresentaram *accruals* totais em cerca de -3,3% do ativo total do período anterior (Tabela 4). O valor não tão alto para os *accruals* totais se devem às médias de variação nas contas de receita (R\$750.374,00) e contas a receber (R\$109.357,00), que não apresentam discrepância significativa, alterando a composição do ativo circulante, porém sem gerar grande impacto nos *accruals* totais. O sinal negativo de *accruals* totais (Tabela 4) é explicado justamente pela superioridade na média do fluxo de caixa das operações, de R\$1.449.197,00, em detrimento a média do lucro líquido das firmas, de R\$923.185,00 (Tabela 5).

Já os ativos permanentes, compostos por imobilizado e intangível, apresentaram média de R\$9.394.633,00. Representando cerca de 75% do ativo total do período anterior ao anúncio de recompra. Com o aumento de ativos permanentes espera-se também o aumento de despesas com depreciação, o que volta a contribuir negativamente no resultado dos *accruals* totais.

Utilizando-se os coeficientes do período onde supostamente o resultado não foi gerenciado (Tabela 2), os mesmos foram inseridos nos modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*, no período onde supostamente pode ter havido GR ($t-1$), e assim obtiveram-se os *accruals* totais calculados. Os *accruals* totais observados foram calculados pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional, no período anterior a recompra (Tabela 1). O resultado dos *accruals* totais observados menos os *accruals* totais calculados, resultam na *proxy* para GR da presente pesquisa.

A partir do momento em que obtiveram-se os níveis de GR, para os modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*, é possível realizar as primeiras inferências estatísticas acerca dos *accruals* discricionários. Na tabela 6 encontram-se as estatísticas descritivas para os níveis de gerenciamento de resultados das 79 observações da presente pesquisa.

Tabela 6 - Análise exploratória dos dados - Nível de GR

Modelos	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Jones Modificado	79	0.0456	0.0838	-0.2863	0.3011
<i>Performance Matching</i>	79	0.0307	0.0818	-0.3254	0.2590
Diferença		0.0148	0.0019		
Prob T > t		0.0000			
Estatística t		9.6537			

Fonte: Dados da Pesquisa

Analisando as medidas de tendência central, observa-se que o nível de gerenciamento de resultados apresenta médias positivas para ambos os modelos de medição, assim como apresenta valores de desvio padrão, mínimo e máximo aparentemente semelhantes.

Visualiza-se que aplicando o teste *t* para diferenças de médias, considerando como hipótese nula, médias estatisticamente iguais, vê-se na tabela 6 a rejeição da hipótese nula, evidenciando que a média dos *accruals* discricionários pelos modelos de Jones Modificado e *Performance Matching* são estatisticamente diferentes, com o *p-value* menor que 0,05.

No que tange ainda à avaliação de *accruals* discricionários, é necessário verificar se esses são estatisticamente diferentes de zero, no período que antecede o anúncio de recompra de ações. Na tabela 7 são apresentadas as médias de níveis de gerenciamento de resultados pelo modelo de Jones Modificado, para todos os anos da presente pesquisa. Enquanto a tabela 8 apresenta os mesmos elementos para o modelo de *Performance Matching*. Além do teste *t*, para verificar se os *accruals* discricionários são diferentes de 0 ao longo dos períodos da amostra.

Tabela 7 - Análise exploratória dos dados - Nível de GR modelo JM

Modelo	2011	2012	2013	2014	2015
	Média	Média	Média	Média	Média
Jones Modificado	0.0841	0.0473	0.0667	0.0362	-0.0279
Obs	19	11	20	15	14
Prob (AD≠0)	0.000***	0.0688*	0.0002***	0.0183**	0.1770
Estatística <i>t</i>	7.1353	1.6137	4.4258	2.3079	-0.9611

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

No modelo de Jones Modificado foram gerados os *accruals* discricionários e separados nos anos em que ocorreram a recompra de ações. A estatística de teste evidenciou os resultados para os anos de 2011, 2013, e 2014 rejeitando-se a hipótese nula, determinando que as médias são estatisticamente diferentes de zero, com o p-valor menor que 0,05. No ano de 2012, a hipótese pode ser rejeitada se considerado o nível de significância de 10%, e no ano de 2015 a hipótese não pode ser rejeitada.

Já a tabela 8 apresenta os mesmos dados para o modelo de *Performance Matching*.

Tabela 8 - Análise exploratória dos dados - Nível de GR modelo PM

Modelo	2011	2012	2013	2014	2015
	Média	Média	Média	Média	Média
Performance Matching	0.0670	0.0371	-0.0540	0.0206	-0.0436
Obs	19	11	20	15	14
Prob (AD≠0)	0.0000***	0.0825*	0.0007***	0.0790*	0.0804*
Estatística <i>t</i>	5.3669	1.4871	3.6939	1.4910	-1.4865

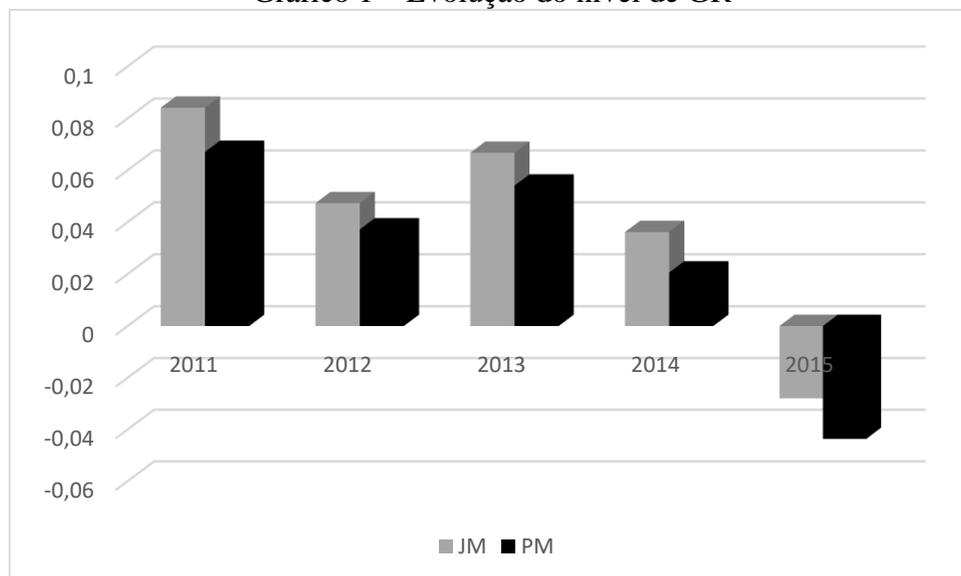
Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Pode-se visualizar resultados semelhantes. Nos anos de 2011, e 2013 rejeitou-se a hipótese nula, com o cálculo do p-valor menor do que 0,05 para todos esses períodos. Já para os anos de 2012, 2014 e 2015, a hipótese somente pode ser rejeitada considerado um nível de significância de 10%, o que é recorrente em ciências sociais aplicadas.

No gráfico 1 visualiza-se a evolução do nível de gerenciamento de resultados, pelos modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*, considerando os anos da presente amostra.

Gráfico 1 – Evolução do nível de GR



Fonte: Dados da Pesquisa

Pode-se visualizar portanto que ambos os modelos geram *proxys* para gerenciamento de resultados positivas ao longo do tempo em média, e com valores similares, exceto no último ano, onde a intensidade de GR se mostrou negativa para ambos os modelos, com modelo de

PM apresentando nível de GR negativo mais agressivo, com relação ao modelo de JM no ano de 2015.

A principal constatação em um primeiro momento é de que em uma amostra onde a maioria de empresas recomprou ações, a tendência indicada é de que a maior parte das firmas também gerenciou seus números no sentido de aumentar os lucros, em períodos que antecederam a utilização da ferramenta de recompra.

4.2 ANÁLISE DO RETORNO ANORMAL NO PERÍODO ANTERIOR E POSTERIOR AO ANÚNCIO DE RECOMPRA DE AÇÕES

Avaliando o Retorno Anormal referentes às empresas que realizaram anúncios de recompra de ações presentes no estudo, as primeiras inferências sobre as hipóteses 1 e 2 serão realizadas.

4.2.1 Retorno anormal para empresas que recompraram ações

Inicialmente foram separadas na amostra as empresas que recompraram ações de fato, restando 57 observações para análise. A lógica utilizada é semelhante a medição de GR. O modelo CAPM reflete o retorno esperado sobre a ação em determinado período de tempo, portanto, calculou-se esse retorno esperado para as 57 empresas da amostra, nos períodos $t-1$, $t+1$, $t+2$ e $t+3$. Calculou-se também o retorno real da ação, ou a taxa de retorno da ação, considerando os valores da ação no início do período analisado, e no final do mesmo período. O retorno real da ação, menos o retorno esperado da mesma, reflete o retorno anormal da ação em determinado período de tempo.

A tabela 9 apresenta a estatística descritiva do retorno anormal para empresas que praticaram recompra de ações. Os períodos evidenciados são o anterior a recompra de ações, discriminado com $t-1$, e os três posteriores à utilização da ferramenta, $t+1$, $t+2$ e $t+3$ respectivamente. Lembrando que observações de 2014 apresentam somente dois anos como retorno anormal posterior à recompra, sendo os mesmos utilizados para o cálculo do retorno anormal médio. Mesmo raciocínio aplicado para observações de 2015, que possuem somente o ano de 2016 como base do retorno anormal posterior ao anúncio.

Tabela 9 - Análise exploratória dos dados de retorno anormal - Recompra

Períodos	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>T-1</i>	57	0.0625	0.3579	-0.7791	0.9441
<i>T+1</i>	57	0.1020	0.4010	-0.7791	0.9441
<i>T+2</i>	49	-0.0304	0.3250	-0.5774	1.1253
<i>T+3</i>	37	-0.0542	0.3734	-0.8395	0.7696

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

É possível visualizar que em média as empresas que recompraram ações apresentaram retornos anormais positivos nos períodos imediatamente anterior e posterior à utilização da ferramenta. Ainda nos períodos $t+2$ e $t+3$, as firmas apresentaram retornos anormais negativos. Os resultados encontrados em termos de retorno anormal dependem da variabilidade no valor das ações de uma empresa, podendo sofrer impactos por motivos gerenciais ou acompanhando tendências de mercado.

Posteriormente, as empresas que recompraram ações foram subdivididas em três grupos, seguindo os passos explicados no item 3.5.1 da metodologia: i) firmas que supostamente gerenciaram seus resultados a menor, ii) firmas que gerenciaram seus números a maior suavemente e, iii) firmas que gerenciaram seus resultados a maior agressivamente, sempre supostamente, considerando o nível de GR anteriormente à recompra de ações. No intuito de verificar se empresas que possivelmente gerenciaram seus números a menor obtiveram retornos anormais maiores, em períodos posteriores à utilização da ferramenta de recompra, em detrimento das firmas que gerenciaram seus números a maior, no momento pré recompra.

Essa avaliação foi realizada considerando os modelos de Jones Modificado e de *Performance Matching*. Para ser realizada essa análise foi calculado o retorno anormal acumulado para os períodos posteriores à recompra de ações, sendo os mesmos a média dos retornos anormais posteriormente a utilização da ferramenta, considerando até 3 anos para nível de confrontação. Nas tabelas 10 e 11 são apresentados os retornos acumulados de empresas que recompraram ações, subdivididas em firmas que gerenciaram seus números a maior, e a menor. A tabela 10 se trata do modelo de Jones Modificado para classificação das empresas por nível de GR, enquanto a tabela 11 é relativa ao modelo de *Performance Matching*.

Tabela 10 – Retorno Acumulado por nível de GR – Jones Modificado - Recompra

Nível GR	Obs	Média RA
GR para menor	14	-0.0836
GR para maior (S)	21	0.0688
Prob (AD≠0)		0.0490**
Estatística <i>t</i>		-1.7111
GR para maior (A)	22	0.0198
GR para menor	14	-0.0836
Prob (AD≠0)		0.1159
Estatística <i>t</i>		-1.2260
GR para maior (S)	21	0.0688
GR para maior (A)	22	0.0198
Prob (AD≠0)		0.2533
Estatística <i>t</i>		0.6701

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Portanto, a tabela 10 foi elaborada com os testes de diferenças de médias entre os três grupos citados anteriormente. O grupo de empresas que supostamente manipularam seus números a menor. E outros dois grupos divididos igualmente, com firmas que possivelmente manipularam suavemente à maior (GR para maior - S) e agressivamente a maior (GR para maior - A), de acordo com tópico 3.5.1 da metodologia.

O retorno anormal acumulado para empresas que recompraram e gerenciaram seus números no intuito de reduzir os lucros foi de -0.0836 ao ano, e para firmas que recompraram e aumentaram suavemente seus resultados foi de 0.0688 ao ano, e as firmas que manipularam agressivamente a maior foi de 0.0198.

Por fim, utilizando o modelo de Jones Modificado como medição acerca dos níveis de gerenciamento de resultados, foi realizado o teste de hipótese, para avaliar a diferença de médias entre os retornos anormais acumulados, chegando as seguintes hipóteses:

Hipótese Nula: $H_0: \mu_1 = \mu_2$

Hipótese Alternativa: $H_0: \mu_1 \neq \mu_2$

Utilizando ainda a tabela 10, podemos visualizar que somente a hipótese referente ao primeiro teste é rejeitada (apresentando p-valor abaixo de 0,05), indicando que o retorno

anormal é estatisticamente diferente entre empresas que gerenciam seus números a menor, e firmas que aumentam suavemente seus resultados anteriormente ao processo de recompra. Porém, contrário aos indícios teóricos, empresas que gerenciam seus números suavemente a maior têm obtido maior retorno anormal, posteriormente à utilização da ferramenta.

De acordo com o teste de diferença de médias realizado, a média do retorno anormal de firmas que gerenciam os números a menor, e das empresas que manipulam agressivamente a maior, é estatisticamente igual, assim como firmas que gerenciam suavemente e agressivamente a maior (Tabela 10).

Tabela 11 – Retorno Acumulado por nível de GR – *Performance Matching* - Recompra

Nível GR	Obs	Média RA
GR para menor	9	0.1433
GR para maior (S)	21	0.0089
Prob (AD≠0)		0.0841*
Estatística <i>t</i>		1.4351
GR para maior (A)	27	-0.0284
GR para menor	9	0.1433
Prob (AD≠0)		0.0335**
Estatística <i>t</i>		1.9732
GR para maior (S)	21	0.0089
GR para maior (A)	27	-0.0284
Prob (AD≠0)		0.3061
Estatística <i>t</i>		0.5106

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%

A mesma avaliação foi realizada utilizando o modelo de PM para medição acerca dos níveis de GR (Tabela 11). Utilizando o referido modelo para classificação, 9 empresas gerenciaram seus lucros a menor, e 21 gerenciaram a maior suavemente, anteriormente a utilização da ferramenta de recompra de ações, e 27 agressivamente. Empresas que praticaram GR a menor evidenciaram 0.1433 como retorno anormal acumulado ao ano, enquanto as firmas que gerenciaram a maior suavemente apontam o valor de 0.0089 para a mesma variável, e as que manipularam agressivamente -0.0284 ao ano. Podemos visualizar valores negativos mais altos para firmas que gerenciaram a maior, o que indica maior retorno anormal em períodos

posteriores à recompra, para firmas que supostamente gerenciam seus números a menor anteriormente à mesma (Tabela 11).

Faz-se necessária a aplicação do teste *t* para avaliar a diferença entre as médias. Considerando um nível de significância de 5%, pode-se dizer que a média de retorno anormal para empresas que gerenciam seus números a menor é estatisticamente diferente de firmas que manipulam agressivamente a maior, apresentando um *p*-valor de 0.0335 (Tabela 10), rejeitando-se a hipótese nula de igualdade entre as médias. O mesmo ocorre se considerarmos um nível de significância de 10% no momento de avaliar a diferença entre firmas que praticam o GR para redução de lucros, e empresas que aumentam seus números contábeis suavemente (Tabela 10), rejeitando a hipótese nula de igualdade entre as médias (*p*-valor=0.0841).

O modelo de PM é considerado melhor ajustado que o modelo de JM para determinação do suposto nível de GR (Tabela 2), portanto, os testes aqui realizados serão tratados com maior grau de profundidade. O teste “*t*” para diferença de médias exige alguns pressupostos. O primeiro deles é de que a amostra tenha distribuição normal, caso o número de observações seja inferior a 30. Foi realizado o teste Shapiro-Wilk para testar a normalidade da distribuição, com hipótese nula de que as amostras possuem distribuição normal.

O resultado do teste de Shapiro-Wilk indicou que somente as empresas que gerenciaram seus números contábeis a menor e agressivamente para maior, possuem distribuição normal, no caso das empresas que gerenciaram suavemente para cima, o teste não apontou normalidade em sua distribuição.

Como o teste de normalidade indicou que a amostra de GR para cima suavemente não possui normalidade, se faz necessário um teste não paramétrico de comparação de médias. No intuito de comparar as firmas que gerenciaram para maior suavemente, com as empresas que manipularam seus números contábeis para menor e para maior agressivamente. O teste será apresentado para ambos os grupos, com o objetivo de gerar maior robustez de análise.

Foi realizado o teste de Mann-Whitney, para verificar a diferença entre os postos das três amostras, ou seja, foi comparada a mediana de cada grupo, para visualizar se há diferença significativa entre elas. Foram testados novamente os três grupos entre si, com hipótese nula de que as medianas são estatisticamente iguais, considerando um nível de significância de 5% para rejeitar ou não a hipótese.

Tabela 12 – Teste não paramétrico do retorno anormal - Recompra

Grupos de GR	Nº de Obs.	Média dos postos	Prob>U
GR para menor	9	23.33	0.040*
GR para maior (A)	26	16.15	
GR para menor	09	19.89	0.128
GR para maior (S)	22	14.41	
GR para maior (A)	26	24.12	0.836
GR para maior (S)	22	24,95	

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%

A interpretação do teste não paramétrico indica que a mediana do retorno anormal no período posterior à recompra, do grupo de empresas que gerenciaram seus números a menor, não é estatisticamente igual a mediana do retorno anormal das empresas que manipularam seus números contábeis a maior, considerando um nível de significância de 5% ($\text{Prob}>U = 0.040$). Corroborando o resultado encontrado com a aplicação do teste t. Indicando que existe a possibilidade de que o retorno anormal para firmas que gerenciaram seus resultados para redução de lucros, pode ser maior que o RA de empresas que aumentaram seus resultados discricionariamente. Cabe destacar o alto valor de probabilidade encontrado comparando os grupos de firmas que gerenciaram para aumentar os lucros ($\text{Prob}>U = 0.836$), evidenciando que entre os grupos que praticam GR para acréscimo nos resultados o RA posterior à recompra é estatisticamente igual (Tabela 12).

Considerando assim o modelo de PM para medição do nível de GR (modelo esse mais completo que JM), pode-se dizer que empresas que supostamente gerenciam seus números a menor anteriormente ao programa de recompra de ações, podem obter maiores retornos anormais acumulados em períodos posteriores a utilização da ferramenta, comparadas as empresas que utilizaram GR a maior (Tabela 11, Tabela 12).

Logo, a hipótese 1 apresentada não pode ser rejeitada, corroborando com trabalhos anteriormente realizados, de Rodríguez e Yue (2008), Bens, *et. al*, (2003), McDonald (1990), Vafeas, *et. al*, (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), e Voss (2012).

Hipótese 1: Empresas que praticam o gerenciamento de resultados de forma a reduzir os lucros, no momento pré recompra de ações obtêm maiores retornos anormais positivos sobre o valor das ações, nos períodos posteriores à recompra, comparativamente a empresas que não praticam ou que praticam o gerenciamento de resultados para aumentar os resultados, no período pré recompra de ações.

4.2.2 Retorno anormal para empresas que anunciaram o programa e não recompraram ações

Essa amostra dispõe de 22 observações para análise, são firmas que anunciaram programas de recompra e cancelaram, sem efetivar o procedimento de recomprar as ações. O teste é voltado para visualizar se as empresas gerenciam seus números a maior anteriormente ao anúncio do programa de recompra de ações, obtêm menor RA posterior ao anúncio, comparado a firmas que gerenciaram a menor.

O interesse nesse caso seria de sinalizar ao mercado que as ações da firma estariam subavaliadas, quando na verdade estariam avaliadas a um valor superior ao real. Aumentando a demanda por suas ações (devido a sinalização de que estariam subavaliadas), fazendo com que o valor das mesmas pudessem aumentar. Esse aumento poderia beneficiar principalmente gestores que possuem informações privilegiadas e parte do capital acionário da firma, e aproveitariam para vender suas ações sobreavaliadas (FRIED, 2005).

Como o mercado não detém informações sobre o real valor da ação, e pode acreditar que as ações estão subavaliadas devido ao anúncio de recompra (Quando na verdade estão sobreavaliadas), acionistas podem adquirir frações do capital da firma com valores acima do real, sofrendo consequências futuras, como a desvalorização no valor das ações, fruto da reversão de *accruals*.

A tabela 13 apresenta o retorno anormal das ações de empresas que anunciaram programas de recompra, e não o efetivaram, ou seja, não realizaram a recompra. Os períodos analisados são $t-1$, e os três posteriores ao anúncio, $t+1$, $t+2$ e $t+3$ respectivamente.

É possível perceber que as médias de retorno anormal nos períodos imediatamente anterior e posterior ao anúncio de recompra apresentam valores positivos, e no períodos $t+2$ e $t+3$ relativos ao anúncio, as firmas apresentam retornos acumulados negativos (Tabela 13). Lembrando que as observações referentes a esses dados serão menores, pois empresas que

anunciaram o programa em 2015 só apresenta valores de retorno anormal em 2016, e para firmas que anunciaram em 2014, obteve-se o retorno anormal de 2015 e 2016. O resultado é semelhante ao encontrado para firmas que recompraram ações (Tabela 9), criando a possibilidade de que essa tendência de retorno seja relativa ao mercado como um todo.

Tabela 13 - Análise exploratória dos dados de retorno anormal - Anúncio

Períodos	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>T-1</i>	22	0.1162	0.4079	-0.3054	1.1401
<i>T+1</i>	22	0.0986	0.4695	-0.6229	1.2264
<i>T+2</i>	16	-0.0832	0.2107	-0.4703	0.4448
<i>T+3</i>	13	-0.3865	0.2418	-0.7932	-0.0708

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Na identificação de nível de gerenciamento de resultados serão utilizados os modelos de JM e PM. Dentre as 22 observações utilizando o modelo de JM, somente 4 firmas gerenciaram seus números a menor, portanto, para não prejudicar a validade dos testes devido ao número muito pequeno de observações, a análise considerando o nível de GR medido pelo modelo de JM não foi realizada. Posteriormente, as empresas que anunciaram programas de recompra, e não chegaram a recomprar as ações de fato, serão subdivididas em dois grupos, i) firmas que gerenciaram seus números a maior e, ii) firmas que gerenciaram seus números a menor, para os dois grupos, o nível de GR foi mensurado no período anterior ao anúncio.

Ainda, utilizando os retornos anormais em períodos posteriores ao anúncio foi possível calcular o retorno anormal acumulado. Dessa forma, foi realizado o teste se empresas que realizaram o anúncio e não recompraram, e ainda gerenciaram seus números a maior no momento anterior à recompra, obtiveram retornos desfavoráveis nos períodos posteriores, frutos da reversão dos *accruals*. Na tabela 14 são apresentados os retornos acumulados para essas empresas, utilizando o modelo de PM para medição acerca dos níveis de GR.

Utilizando o modelo de PM para classificação dos *accruals* discricionários, 12 empresas gerenciaram seus números a maior, enquanto 10 empresas gerenciaram a menor antes do anúncio. O retorno anormal acumulado para períodos posteriores ao anúncio evidencia que empresas que gerenciaram a maior foi uma média de -0.1251 ao ano, já empresas que gerenciaram para menor apresentaram média de retorno anormal acumulado de 0.0944 (Tabela 14).

Tabela 14 – Retorno Acumulado por nível de GR – *Performance Matching* - Anúncio

Nível GR	Obs	Média RA
GR para maior	12	-0.1251
GR para menor	10	0.0944
Prob (AD \neq 0)		0.0935*
Estatística <i>t</i>		1.4065

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Sendo possível visualizar que empresas que gerenciaram a maior, obtiveram menores retornos anormais posteriormente ao anúncio. Objetivando responder a hipótese 2, foi realizado um teste de hipóteses para testar a diferença entre as médias de retorno anormal acumulado, entre empresas que anunciaram o programa de recompra e não o efetivaram e gerenciaram seus números a maior, e firmas que gerenciaram a menor.

Hipótese Nula: $H_0: \mu_1 = \mu_2$

Hipótese Alternativa: $H_0: \mu_1 \neq \mu_2$

Com uma estatística *t* de 1.4065, e *p*-valor de 0.0935 não é possível rejeitar a hipótese nula, inferindo que as médias são estatisticamente iguais. Porém, considerando a ressalva de que muitos autores admitem o uso de 10% de nível de significância para ciências sociais aplicadas, a hipótese poderia ser rejeitada, chegando a inferência de que as médias são estatisticamente diferentes. Portanto, pode-se colocar a possibilidade de que empresas gerenciam seus números a maior, caso o intuito seja anunciar o programa, e não recomprar as ações de fato (Tabela 14).

Assim, seria possível inferir que empresas que gerenciam seus números a maior antes do anúncio do programa de recompra sem efetivá-lo, apresentam menores retornos acumulados nos períodos posteriores ao anúncio, se comparadas às empresas que utilizaram GR para reduzir os lucros. Porém, ao longo do trabalho foi utilizado nível de significância de 5%, além das amostras apresentarem poucas observações, sendo necessário verificar a normalidade de suas distribuições.

Foi realizado o teste de Shapiro-Wilk, com hipótese nula de normalidade na distribuição da amostra. O valor dos testes indicou a rejeição da hipótese nula ao nível de significância de

5%. Evidenciando que as distribuições não são normais. Isso indica a necessidade da realização de um teste não paramétrico para as observações (Mann-Whitney).

Tabela 15 – Teste não paramétrico do retorno anormal - Anúncio

Grupos de GR	Nº de Obs.	Média dos postos	Prob>U
GR para menor	10	12.7	0.429
GR para maior (S)	12	10.5	

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%

A probabilidade do teste encontrado e apresentado na tabela 15 ($\text{Prob}>U = 0.429$) não rejeita a hipótese nula de igualdade entre as medianas, evidenciando que as mesmas não possuem diferença, considerando um nível de significância de 5%. Isso indica que entre as firmas que anunciaram o programa de recompra e não o efetivaram, o retorno anormal é estatisticamente o mesmo, no período posterior ao anúncio. Refutando o proposto por Fried (2005), rejeitando-se a hipótese 2.

Hipótese 2: Empresas que gerenciam resultados para maior antes do anúncio do programa de recompra de ações e não concluem a recompra de fato, apresentam menores retornos anormais posteriormente ao anúncio sobre suas ações, comparado à empresas que utilizam GR para reduzir os lucros.

4.3 ANÁLISE DA ESTRUTURA ACIONÁRIA DAS EMPRESAS QUE RECOMPRARAM AÇÕES

4.3.1 Participação acionária em empresas que recompraram ações

Foram coletadas informações sobre as empresas que recompraram ações. Dentre essas empresas, elencou-se a participação acionária sobre 4 óticas: i) maior acionista ordinário (I), ii) os três maiores acionistas ordinários (II), iii) maior acionista do capital total (III), e iv) os três maiores acionistas do capital total (IV); formando quatro grupos para evidenciar a concentração de capital (I, II, III e IV). O intuito é visualizar a concentração de capital acionário das firmas, sob as 4 óticas citadas, para identificar se houve um aumento na concentração de capital ou uma redução, nos momentos pré e pós recompra de ações, respectivamente.

Foram considerados o período anterior à recompra de ações, e o período posterior a utilização da ferramenta. Com o intuito de avaliar se a recompra de ações por parte das firmas

de capital aberto no Brasil pode ter alguma associação com a variação de sua estrutura de capital acionário.

Mais especificamente o intuito aqui é evidenciar a possibilidade ou não de utilização de informação privilegiada por parte dos maiores acionistas das empresas. Testando se empresas que possivelmente gerenciaram seus números no intuito de reduzir seus lucros, em período anterior à recompra de ações, apresentaram maior concentração de capital no período posterior a utilização da ferramenta, pois com o processo de reversão dos *accruals*, e consequente aumento nos lucros e valor das ações, os grandes acionistas seriam beneficiados caso aumentassem sua participação no capital da empresa.

Na tabela 16 são apresentadas as estatísticas descritivas acerca da composição acionária das 57 empresas que recompraram ações no presente estudo, para os períodos anterior e posterior a recompra de ações. Evidenciando separadamente os 4 tipos de participação acionária citados anteriormente.

Tabela 16 – Composição Acionária

Períodos	Grupos	Obs	Média (%)	Desvio Padrão (%)	Mínimo (%)	Máximo(%)
Período Anterior à Recompra						
<i>T-1</i>	<i>I</i>	57	36.90	22.48	5.03	99.99
<i>T-1</i>	<i>II</i>	57	56.21	24.09	5.03	99.99
<i>T-1</i>	<i>III</i>	57	31.32	18.34	5.03	89.65
<i>T-1</i>	<i>IV</i>	57	49.25	20.73	5.03	99.77
Período Posterior à recompra						
<i>T+1</i>	<i>I</i>	57	38.11	22.16	6.77	99.99
<i>T+1</i>	<i>II</i>	57	57.85	21.31	18.54	99.99
<i>T+1</i>	<i>III</i>	57	33.58	20.07	6.77	97.43
<i>T+1</i>	<i>IV</i>	57	52.01	19.05	18.54	98.41

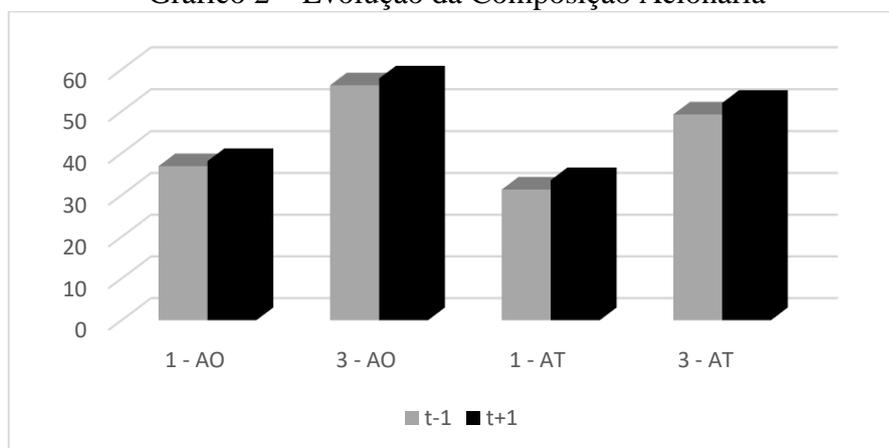
Fonte: Dados da Pesquisa

Observando a evolução na composição acionária das empresas presentes na amostra, é possível visualizar que para os 4 tipos de estrutura de capital, seja considerando o maior acionista ordinário (I), os três maiores (II), maior acionista do capital total das firmas (III), e os três maiores acionistas do capital total (IV), todos demonstram (Tabela 16), um crescimento na concentração de capital considerando os períodos $t-1$ e $t+1$ referente a recompra de ações.

Os valores médios 36,36%; 56,07%; 30,37%; e 50,08% no período anterior a recompra de ações em termos de estrutura acionária, passam para 38,47%; 52,79%; 32,29%; e 51,82% no momento posterior à recompra, para os 4 tipos de composição acionária apresentados anteriormente, respectivamente (Tabela 16).

Assim, vê-se o primeiro indício visual de que empresas que recompram ações apresentam um crescimento na concentração de capital das firmas analisadas, ou seja, os maiores acionistas tendem a aumentar sua participação de capital nas empresas no momento de recompra de ações. Para corroborar essa possibilidade tem-se o gráfico 2.

Gráfico 2 – Evolução da Composição Acionária



Fonte: Dados da Pesquisa

Onde a escala de números representa as porcentagens de concentração de capital acionário, as siglas I, II, III, e IV, dizem respeito aos tipos de composições acionárias utilizadas no estudo, e detalhadas anteriormente. Já o ano $t-1$ representa a primeira coluna de cada um dos tipos de composição acionária, para o período anterior a recompra, e $t+2$, a segunda coluna para cada composição acionária no período imediatamente posterior à recompra.

No gráfico tem-se a confirmação visual do indício acerca do crescimento na concentração do capital das firmas da amostra. Evidenciando que para todos os tipos de

composição acionária considerados, a porcentagem no capital das empresas é maior no período $t+1$, em detrimento ao período $t-1$, relativos a utilização da ferramenta de recompra de ações.

4.3.2 Teste de diferenças de médias entre a diferença na composição acionária das empresas

A partir do momento em que obtiveram-se as diferentes participações no capital das empresas nos períodos de análise, faz-se necessário medir o nível de GR dessas firmas, no período anterior à recompra de ações. O intuito é realizar inferências estatísticas acerca da hipótese 3 da presente pesquisa, onde tem-se que acionistas principais da firma possuem informações privilegiadas, e assim, aumentam sua participação no capital da empresa, quando essa gerencia seus números a menor no período anterior à recompra, com o intuito de gerar retornos anormais sobre suas ações com o processo de reversão dos *accruals*.

Para medir o nível de GR foram utilizados os modelos de JM e PM. Nesse momento as firmas foram subdivididas em dois grupos, i) empresas que gerenciaram seus números no intuito de reduzir os lucros e aquelas que gerenciaram para maior suavemente, e ii) empresas que utilizaram GR para aumentar seus resultados de maneira mais agressiva, medidos os níveis de GR no período anterior a recompra de ações. Ainda, foi criada uma nova variável, sendo ela a diferença percentual da estrutura acionária da empresa no momento anterior à recompra, para o período posterior à utilização da ferramenta. A divisão em dois grupos se deve ao fato de comparar grupos de tamanhos semelhantes, em que um deles apresente os menores valores para GR, e o outro os maiores números referentes à essa mesma variável.

Para que fosse possível testar se as empresas que recompraram ações e gerenciaram seus lucros para baixo ou suavemente para maior, apresentaram maior concentração de capital no período posterior a recompra, em detrimento às empresas que gerenciaram seus números a maior anteriormente ao procedimento de recompra.

A tabela 17 evidencia os testes de diferenças de média entre empresas classificadas por níveis de GR, considerando o modelo de JM. Foram testadas as diferenças entre as médias de firmas que gerenciaram seus números a maior e a menor, para os 4 tipos de composição acionárias citados anteriormente, demonstrando se há evidências estatísticas sobre informações privilegiadas dos principais acionistas das empresas. Enquanto a tabela 18 trabalha com os mesmos itens, porém com a medição de nível de GR sendo efetuada pelo modelo de PM.

Tabela 17 – Variação na Composição Acionária – Jones Modificado

Comp. Acion.	Nível GR	Obs	Média VCC (%)
I	GR1	28	0.2672
	GR2	29	0.2658
	Prob (AD≠0)		0.4977
	Estatística <i>t</i>		0.0057
II	GR1	28	0.1357
	GR2	29	0.2541
	Prob (AD≠0)		0.2021
	Estatística <i>t</i>		-0.8404
III	GR1	28	0.2896
	GR2	29	0.2609
	Prob (AD≠0)		0.4568
	Estatística <i>t</i>		0.1089
IV	GR1	28	0.1709
	GR2	29	0.2609
	Prob (AD≠0)		0.3063
	Estatística <i>t</i>		-0.5093

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Onde a primeira coluna representa os diferentes tipos de composição acionária. GR1 diz respeito às empresas que gerenciaram a menor, ou que elevaram suavemente seus números, enquanto GR2 são as firmas que aumentaram agressivamente seus resultados.

Entre as 57 empresas que recompraram ações na presente amostra, 28 gerenciaram seus números contábeis a menor, ou suavemente a maior, enquanto 29 utilizaram GR para aumentar seus resultados agressivamente, de acordo com o modelo de JM. Foram calculadas a diferença entre as médias do período anterior e posterior a recompra de ações, e testado se as médias são estatisticamente diferentes. Média VCC é a variação média na concentração de capital acionário em porcentagem.

Em todos os quatro testes de diferenças de média o p-valor encontrado foi maior que 0.05 (Tabela 17). Não sendo possível portanto rejeitar a hipótese nula para nenhum dos tipos de concentração de capital. Como a hipótese nula é de que as médias são estatisticamente iguais, deve-se concluir, que com a partição baseando-se no modelo de Jones Modificado, o GR e a

recompra de ações não guardam relação com a variação na concentração de capital acionário. Ou seja, utilizando o modelo de JM para classificar por nível de GR, a concentração de capital não é afetada pelo gerenciamento de resultados no momento de recompra de ações. Firms que gerenciam seus números a maior e a menor anteriormente à recompra, apresentam estatisticamente a mesma variação na concentração de capital no momento pós recompra.

Já na tabela 18, é apresentada análise similar, porém considerando para medição dos níveis de GR o modelo de PM. Novamente foram considerados os 4 tipos de composição acionárias utilizados no presente trabalho e a variação média entre essas nos períodos anterior e posterior à recompra de ações.

Tabela 18 – Variação na Composição Acionária – *Performance Matching*

Comp. Acion.	Nível GR	Obs	Média VCC(%)
I	GR1	28	0.4833
	GR2	29	0.0419
	Prob (AD≠0)		0.0307**
	Estatística <i>t</i>		-1.9427
II	GR1	28	0.3609
	GR2	29	0.0382
	Prob (AD≠0)		0.0311**
	Estatística <i>t</i>		-1.9316
III	GR1	28	0.4904
	GR2	29	0.0448
	Prob (AD≠0)		0.0303**
	Estatística <i>t</i>		1.6938
IV	GR1	28	0.3630
	GR2	29	0.0652
	Prob (AD≠0)		0.0452**
	Estatística <i>t</i>		-1.7405

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Quando se utiliza o modelo de PM para classificar as firmas de acordo com o nível de GR o cenário se modifica. A hipótese nula para os 4 testes de diferenças de médias aplicados, é de que as médias de variação na concentração de capital são iguais para as firmas que

gerenciaram seus números para baixo ou suavemente para cima, e as empresas que gerenciaram agressivamente para maior, no momento pré recompra.

No cenário onde a concentração de capital foi medida pela variação na composição acionária de acordo com o maior acionista do capital ordinário (I), é possível visualizar que empresas que gerenciaram a menor, ou suavemente para maior (GR1), apresentaram uma variabilidade média na concentração de capital de 0.48%, e em firmas que gerenciaram agressivamente para maior essa variabilidade foi de 0.04%. Demonstrando em que as firmas presentes em GR1 aumentaram a concentração de capital pós recompra, em valores superiores às empresas classificadas em GR2.

Essa interpretação visual ocorre em todos os tipos de concentração acionária apresentados. Para confirmação, foi realizado o teste de diferença entre as médias de variação de concentração de capital (Média VCC - %). Os p-valores encontrados nos testes foram menores que 0.05 (0.0307; 0.0311; 0.0303; 0.0452 – respectivamente vide Tabela 18).

Com isso, todas as hipóteses nulas devem ser rejeitadas. Evidenciando que cada par de médias (GR1 e GR2) são estatisticamente diferentes. A importância prática dessa conclusão é de que os principais acionistas estão aumentando sua participação no capital das empresas, no momento em que as mesmas gerenciam seus números para menor, ou suavemente para maior no momento de recompra de ações. Indicando a possibilidade de utilização de informações privilegiadas por parte dos principais acionistas, aumentando sua cota de capital em momentos oportunos.

Com as ações subavaliadas (Empresas que supostamente gerenciam os resultados no interesse de reduzir os lucros), pode se tornar interessante adquirir essas ações, pois no momento posterior à recompra, o valor das ações tende a subir com a reversão dos *accruals*. Levando-se em consideração que as empresas que recompraram e gerenciaram seus valores para baixo, apresentaram maior concentração de capital no momento pós recompra, comparativamente às firmas que gerenciaram a maior no período pré recompra, os principais acionistas podem estar fazendo uso de informação privilegiada no momento pré recompra, e com isso aumentando sua participação no capital da empresa.

Considerando, portanto, o modelo de PM para inferências acerca da intensidade do suposto GR (Modelo mais completo que JM), a hipótese 3 não poderá ser rejeitada, corroborando com os achados de Vafeas, *et. al*, (2003), McDonald (1990), Rodríguez e Yue

(2008), Bens, *et. al*, (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), Healy e Wahlen (1999), e Brockman e Chung (2001).

Hipótese 3: Gerenciamento de Resultados para redução dos lucros no momento pré recompra de ações, são motivados para que acionistas controladores aumentem sua participação no capital da empresa. Em outras palavras, a prática ocorre para benefício de acionistas majoritários em detrimento aos minoritários, aumentando a concentração de capital acionário das empresas.

4.4 DETERMINANTES DE RECOMPRA DE AÇÕES

4.4.1 *Determinantes comumente encontrados na literatura*

Dois determinantes para recompra de ações foram idealizados no presente trabalho para a amostra selecionada, o nível de gerenciamento de resultados das empresas que recompraram ações, e a evolução na concentração de capital acionário para essas mesmas firmas. Faz-se necessário portanto, elaborar uma regressão capaz de fundamentar ou não os achados no presente trabalho. Acerca da associação entre GR e concentração de capital acionário; e a variável de recompra de ações. A amostra consta de empresas que recompraram ações e firmas que anunciaram a recompra porém não efetivaram a mesma, logo, a variável explicada binária será justamente a efetiva recompra de ações, indicando valor 1 para empresas que recompraram e 0 para empresas que somente anunciaram. Buscou-se assim evidenciar a significância estatística das variáveis criadas no trabalho com relação à recompra de ações, além do percentual de acertos do modelo entre firmas que recompraram ações, e firmas que não recompraram ações, de acordo com suas características.

Para trazer a possibilidade de maior robustez estatística, outros possíveis determinantes de recompra de ações comumente encontrados na literatura foram incorporados ao trabalho, são eles: i) Sinalização, ii) Distribuição de excesso de fluxo de caixa, iii) Ajuste na estrutura de capital, e iv) Substituição de dividendos. Além das variáveis controles *Market to Book* (MtB), que mensura oportunidades de investimento, tamanho e competitividade. A estatística descritiva desses dados está representada na tabela 19.

Sinalização ocorre no intuito de tentar mostrar ao mercado que as ações estão subavaliadas, além de ser constantemente utilizada na literatura internacional como um determinante de recompra. (VOSS 2012; DITTMAR, 2000; YU e JIANG, 2010; STEPHENS e WEISSBACK 1998; DITTMAR 2000; D'MELLO e SHROFF, 2000; FENN & LIANG

2001). É medida pelo retorno anormal, e quanto menor esse, maior a chance de recompra, buscando alavancar o RA nos períodos seguintes com a reversão de *accruals*. O cálculo se dá pela diferença entre o valor esperado de retorno da ação (CAPM) e retorno real da mesma (taxa de retorno).

Recompra de ações pode ser utilizada para distribuir excessos de fluxo de caixa, e com isso inclusive mitigar custos de agência (DITTMAR, 2000; GABRIELLI e SAITO, 2004, GUAY e HARFORD, 2000). Se as firmas recompram ações com a finalidade de redução de fluxo de caixa, espera-se que essa variável influencie positivamente a recompra, o cálculo é dado pela razão entre caixa e equivalentes caixa e o ativo total da empresa, quão maior for o excesso de caixa, maiores as possibilidades de recompra. A variável *Market-to-Book* (MKB) é inserida como variável de controle, como *proxy* para oportunidades de investimento, cujo resultado deriva da razão entre valor de mercado das ações e valor patrimonial, e quanto maior o valor de mercado em detrimento ao valor patrimonial, maiores são as oportunidades de investimento (DITTMAR, 2000; YU e JIANG, 2010).

Firmas menos alavancadas podem recomprar ações para ajustar sua estrutura de capital, buscando reduzir o capital próprio, para obter um nível desejado de alavancagem (DITTMAR, 2000; GABRIELLI e SAITO, 2004). Entende-se que quanto menor o endividamento, maiores as possibilidades de recompra. Recomprando ações, o patrimônio líquido (Capital próprio) de uma firma reduz, aumentando o percentual relativo de capital de terceiros. A variável endividamento é obtida pelo endividamento líquido da empresa dividido por seu ativo total.

Substituição de dividendos é uma variável baseada em vantagem fiscal na utilização de recompras em detrimento aos dividendos, porém, no Brasil essa vantagem não existe, porém existe a possibilidade, como tem ocorrido, de que firmas deixem de remunerar seus acionistas por meio de dividendos e passe a fazê-lo por recompra. Essa é uma variável constantemente utilizada no cenário internacional como determinante de recompra, sendo necessário testá-la (DITTMAR, 2000). Quão maiores forem os pagamentos de dividendos, menor serão as possibilidades de recompra, pois a remuneração por meio de dividendos reduzem as chances de que a empresa remunere seus acionistas também com a ferramenta de recompra. Variável medida pela razão entre dividendos pagos e lucro líquido do período anterior à recompra.

Tamanho da empresa, medido pelo logaritmo do ativo, e nível de competição em que a firma está inserida, calculado pela receita da empresa dividida pelo total das receitas de seu segmento, podem estar relacionadas ao nível de gerenciamento de resultados e recompra de

ações (SILVA 2015; ALMEIDA 2010; MOREIRA 2000), são variáveis de controle. Entende-se que quanto maior a firma, e quão maior o grau de competitividade em que a empresa está inserida no mercado, maiores são as possibilidades de recompra de ações.

As variáveis apresentadas são os determinantes comumente encontrados na literatura para recompra de ações, explicadas no tópico 3.5.4 da metodologia de pesquisa. Na tabela 19 é possível visualizar as estatísticas descritivas das variáveis constantemente encontradas na literatura. Tendo em vista que as variáveis de GR e concentração de capital já foram apresentadas anteriormente em termos de estatística descritiva.

Tabela 19 - Análise exploratória dos determinantes de recompra

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Sin</i>	79	-0.0201	0.3739	-0.7888	1.5119
<i>EFC</i>	79	0.0277	0.0881	-0.2407	0.2550
<i>MtB</i>	79	2.6013	3.8827	-8.2294	24.7053
<i>End</i>	79	0.4546	0.1813	-0.0913	0.9108
<i>Sub</i>	79	0.4541	0.5710	-0.9179	2.7848
<i>Tam</i>	79	15.282	1.3651	12.4627	19.1845
<i>HHI</i>	79	0.0047	0.0102	0	0.1019

Fonte: Dados da Pesquisa

Onde:

Sin: Sinalização, medida pelo retorno anormal.

EFC: Excesso de fluxo de caixa.

MtB: Oportunidades de investimentos, *Market to book*.

End: Variável que demonstra grau de endividamento.

Sub: Substituição de dividendos.

Tam: Tamanho da firma, medido pelo ativo das mesmas.

HHI: Índice de competitividade do mercado.

As operacionalizações dos cálculos das variáveis são apresentados no tópico 3.5.4 (Hipótese 4).

A variável de retorno anormal (Sin), que indica a sinalização, indica que quanto menor o retorno, maior a possibilidade de recompra. Analisando o retorno anormal, o mesmo apresenta média negativa no período que antecede a recompra, evidenciando que em termos de retorno anormal, aparentemente as empresas podem ter motivações para recomprar ações.

A variável de excesso de fluxo de caixa (EFC) apresenta a média com valores positivos, demonstrando que parte do caixa livre das empresas poderia ser utilizado na recompra de ações pela gerência. Mesmo raciocínio se aplicando a variável MtB, apresentando oportunidades de investimento com valores médios positivos.

O endividamento médio (End), cerca de 45% dos totais das dívidas das empresas, evidencia uma estrutura entre capital próprio e de terceiros equilibrada. Já a variável substituição de dividendos (Sub) apresenta valor médio positivo. Por fim, quanto maiores às empresas (Tam) maiores as possibilidades de recompra de ações. Já com relação ao nível de competição de mercado (HHI), ve-se que as empresas da amostra não detêm parcelas significativas do seu mercado, evidenciando que as mesmas fazem parte de mercados altamente competitivos, podendo isso ser mais um fator que leva as firmas a recomprarem ações.

4.4.2 Regressões Logit de determinantes de recompra

O nível de GR, evolução na concentração de capital, sinalização, excesso de fluxo de caixa, oportunidade de investimentos, ajuste na estrutura de capital, substituição de dividendos, tamanho, e nível de competitividade, são as variáveis explicativas do presente modelo, e a recompra de ações a variável explicada, apresentando característica binária, com valor 1 para empresas que recompraram ações, e valor 0, para firmas que anunciaram a recompra e não efetivaram a mesma. Os níveis de gerenciamento de resultados serão aqueles obtidos pelo modelo de Jones modificado, e também no modelo *Performance Matching*, fazendo-se necessária a estimação de duas regressões.

Ainda, a evolução na concentração de capital das empresas é calculada de 4 formas diferentes, logo, para cada modelo de GR, serão necessárias 4 regressões, resultando em 8 regressões do tipo *logit*. A tabela 20 evidencia os achados referentes aos determinantes de recompra considerando o modelo de Jones Modificado para geração dos *accruals* discricionários, e os 4 tipos de evolução na concentração de capital das empresas. A tabela 20 apresenta o nível de significância das variáveis e do modelo *Logit*, utilizando o nível de

gerenciamento de resultados medido pelo modelo de JM, para os 4 tipos de concentração de capital. A tabela 21 faz o mesmo, porém considerando para medição do nível de GR o modelo de PM.

Tabela 20 – Determinantes de Recompra – Jones Modificado

<i>Grupos de concentração de Capital Acionário</i>	I	II	III	IV
Prob>chi ²	0.1745	0.1112	0.2214	0.1507
LR chi2(9)	12.74	14.33	11.86	13.27
Pseudo R2	0.1364	0.1533	0.1269	0.1420
<i>GR</i>	0.589	0.597	0.559	0.555
<i>ΔConc</i>	0.302	0.141	0.412	0.214
<i>Sin</i>	0.549	0.528	0.493	0.472
<i>EFC</i>	0.163	0.176	0.137	0.136
<i>MtB</i>	0.479	0.724	0.545	0.701
<i>End</i>	0.429	0.444	0.416	0.409
<i>Sub</i>	0.012**	0.011**	0.013**	0.010**
<i>Tam</i>	0.050**	0.044**	0.073*	0.047**
<i>HHI</i>	0.068*	0.063*	0.130	0.066*

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Onde a primeira linha (*Grupos de concentração de Capital Acionário*) representa o tipo de variação na concentração de capital utilizada no presente trabalho, seguindo classificação criada no tópico 4.3.1 da análise de resultados.

Independente da evolução da concentração de capital (*Grupos de concentração de Capital Acionário*), seja pelo maior acionista ordinário (I), três maiores acionistas ordinários (II), maior acionista do capital total (III), ou os três maiores acionistas sobre o capital total (IV), as regressões não se mostraram estatisticamente significativas, com nível de significância superior a 5%, (Prob>chi² = 0.1745; Prob>chi² = 0.1112; Prob>chi² = 0.2214; Prob>chi² = 0.1507;) vide Tabela 20.

Dessa forma, considerando o nível de GR medido pelo modelo de Jones Modificado, todas as 4 regressões geradas não apresentaram significância estatística (Tabela 20). Assim, a análise individualizada de suas variáveis significativas perde o sentido estatístico, o mesmo valendo para a avaliação dos efeitos marginais ou percentuais de classificação. Isso significa que qualquer efeito observado pelas variáveis explicativas sobre a variável explicada, utilizando

o nível de GR gerado pelo modelo de JM, será fruto da aleatoriedade, não representando possíveis relações causais.

Já considerando o modelo de PM, que anteriormente havia apresentado maior poder de explicação sobre o GR, os resultados encontrados são diferentes, daqueles encontrados, com o GR mensurado por JM. Para as 4 formas de medição da concentração de capital das empresas, é possível visualizar que as 4 regressões geradas são estatisticamente significativas, apresentando um valor em probabilidade (*P-Value*) menor que 5% ($\text{Prob}>\chi^2 = 0.0331$; $\text{Prob}>\chi^2 = 0.0214$; $\text{Prob}>\chi^2 = 0.0419$; $\text{Prob}>\chi^2 = 0.0258$), conforme Tabela 21.

Tabela 21 – Significância dos Determinantes de Recompra – *Performance Matching*

<i>Grupos de concentração de Capital</i>				
<i>Acionário</i>	I	II	III	IV
Prob>chi ²	0.0331**	0.0214**	0.0419**	0.0258**
LR chi ²	18.18	19.49	17.47	18.93
Pseudo R2	0.1946	0.2085	0.1869	0.2026
<i>GR</i>	0.032**	0.035**	0.028**	0.024**
<i>ΔConc</i>	0.237	0.123	0.299	0.146
<i>Sin</i>	0.282	0.280	0.237	0.228
<i>EFC</i>	0.447	0.477	0.407	0.408
<i>MtB</i>	0.470	0.758	0.529	0.746
<i>End</i>	0.386	0.389	0.348	0.325
<i>Sub</i>	0.010**	0.010**	0.011**	0.010**
<i>Tam</i>	0.044**	0.041**	0.049**	0.041**
<i>HHI</i>	0.144	0.135	0.154	0.141

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

A interpretação do logaritmo qui-quadrado (LR chi²), indica que quanto mais próximo de 0, maior a probabilidade do modelo explicar a realidade, sendo valores entre 0 e 25 considerados aceitáveis (HAIR *et.al* 2009). Os logaritmos qui-quadrados encontrados para as 4 regressões podem ser considerados satisfatórios, pois variam entre 17,47 e 19,49 (Tabela 21). Portanto, existem chances estatísticas de que as variáveis tratadas na presente pesquisa expliquem a recompra de ações.

No que tange ao Pseudo R2, o mesmo representa o grau de ajustamento do modelo, sendo o ajustamento dos modelos trabalhados significativos (Tabela 21), baseados nos níveis de significância ($\text{Prob} > \chi^2$), já detalhados em termos de interpretação.

Nos 4 modelos o nível de GR se mostrou uma variável significativa ao nível de significância de 5%, evidenciando que estatisticamente para a amostra proposta, existe associação entre o nível de GR e recompra de ações. Isso indica que a utilização do programa de recompra de ações por parte das firmas da presente amostra, pode estar atrelado à mesma gerenciar seus números no momento anterior a recompra. Ou seja, o GR no período anterior ao anúncio de recompra pode ajudar a explicar a utilização da ferramenta de recompra.

Com relação aos determinantes comumente encontrados na literatura, somente as variáveis de substituição de dividendos, e tamanho foram significativas a 5% de grau de significância. (DITTMAR, 2000; GABRIELLI e SAITO, 2004, GUAY e HARFORD, 2000). Dessa forma, é possível interpretar que para a presente amostra, as empresas podem estar sendo incentivadas a recomprar ações, com o motivo de substituir a prática de dividendos na remuneração aos acionistas. Ainda, que o tamanho da empresa está associado também a recompra de ações. A hipótese de substituição de dividendos foi significativa para os modelos, resultado distinto de outras pesquisas (DITTMAR, 2000).

Os modelos apresentaram alto grau de especificação para empresas que recompraram ações, cerca de 93% foram classificadas corretamente, enquanto a classificação de empresas que somente anunciaram o programa variou de 36% a 40%, apresentando um correto grau de classificação geral de 78% em média (Tabela 22).

Lembrando que a porcentagem de acertos na classificação analisada leva em consideração somente as regressões estatisticamente significativas. Ou seja, somente aquelas em que a variável de GR foi obtida com o modelo de PM.

Os modelos apresentam bons graus de especificação, em termos gerais. Para empresas que recompraram ações de fato (Maior número de observações da amostra), o resultado foi próximo de 100%, mostrando que as variáveis explicativas no modelo como um todo, e principalmente aquelas significativas (GR, Sub, Tam), são capazes de auxiliar na determinação sobre uma firma recomprar ações. Já com relação às firmas que somente realizaram o anúncio e não recompraram ações, o resultado demonstra o contrário, com um percentual de acertos pequeno (37% em média). Resultados esses apresentados na Tabela 22.

Tabela 22 – Porcentagem de acertos na classificação do modelo

<i>Grupos de concentração de Capital</i>				
<i>Acionário</i>	I	II	III	IV
% de empresas que recompraram ações, classificadas como 1	92.98 %	94.74 %	92.98 %	94.74 %
% de empresas que não recompraram ações, classificadas como 0	36.36 %	36.36 %	36.36 %	40.91 %
% de empresas classificadas como 1, que de fato recompraram ações	79.10%	79.41%	79.10%	80.60%
% de empresas classificadas como 0, que não recompraram ações de fato	66.67%	72.73%	66.67%	75.00%
% de Classificação correta geral	77.22 %	78.48 %	77.22 %	79.75 %

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

As empresas que recompraram ações obtiveram percentual correto de classificação variando de 92,98% a 94,74%, mostrando alto grau de sensibilidade dos modelos. Enquanto as empresas que anunciaram e não recompraram ações, apresentaram um percentual de acerto em suas classificações variando de 36,36% a 40,91%. Entre todas as empresas classificadas entre as que recompraram ações, o percentual de firmas que de fato recomprou variou de 79,10% a 80,60%. Entre as firmas que foram classificadas no grupo que não recomprou ações, de 66,67% a 75% não recompraram ações de fato (Tabela 22).

O total de observações compreende 79 anúncios de recompra de ações, dos quais 57 recompraram ações de fato, e 22 anúncios onde a recompra não foi efetivada. O maior grupo da amostra (57 recompras de ações), representa 72,15% do total de observações (79 anúncios de recompra), enquanto o menor grupo (22 anúncios sem que a recompra ocorresse) representa 27,85% sobre o total de observações. A classificação correta geral do modelo (Tabela 22) demonstra que o acerto global variou de 77,22% a 79,75%, em todos os casos apresentando valores superiores ao percentual do maior grupo de observações da amostra (72,15%). Evidenciando mais uma vez a possibilidade de que as variáveis significativas, sendo essas nível de GR (medido com o modelo de PM), substituição de dividendos e tamanho das firmas, podem ser determinantes de recompra de ações para a presente amostra.

Faz-se necessária a avaliação sobre o efeito marginal entre as variáveis explicativas e a variável explicada. A tabela 23 apresenta o efeito marginal das regressões que levaram em conta o modelo de PM para medição acerca do nível de GR. Lembrando que as variáveis significativas foram nível de GR, Substituição de dividendos e tamanho da empresa.

Tabela 23 – Determinantes de Recompra – *Performance Matching* – Efeito Marginal

<i>Grupos de concentração de Capital Acionário</i>	I	II	III	IV
<i>GR</i>	1.5715 (0.032**)	1.4360 (0.035**)	1.6264 (0.028**)	1.5600 (0.024**)
$\Delta Conc$	0.1391 (0.237)	0.3156 (0.123)	0.1021 (0.299)	0.2572 (0.146)
<i>Sin</i>	0.1576 (0.282)	0.1507 (0.280)	0.1751 (0.237)	0.1709 (0.228)
<i>EFC</i>	0.4889 (0.447)	0.4381 (0.477)	0.5418 (0.407)	0.5179 (0.408)
<i>MtB</i>	-0.0106 (0.470)	-0.0039 (0.758)	-0.0091 (0.529)	-0.0041 (0.746)
<i>End</i>	-0.2877 (0.386)	-0.2768 (0.389)	-0.3128 (0.348)	-0.3180 (0.325)
<i>Sub</i>	-0.2568 (0.010**)	-0.2646 (0.010**)	-0.2555 (0.011**)	-0.2674 (0.010**)
<i>Tam</i>	0.1300 (0.044**)	0.1261 (0.041**)	0.1268 (0.049**)	0.1277 (0.041**)
<i>HHI</i>	-10.0304 (0.144)	-9.9241 (0.135)	-9.8333 (0.154)	-9.8623 (0.141)

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

Onde o valor entre parênteses representa o nível de significância das variáveis explicativas, se mostrando significativas para interpretação as variáveis nível de GR, substituição de dividendos e tamanho das firmas, conforme analisadas na tabela 21.

A variável de nível de GR é a que mais afeta o modelo, pois é a variável estatisticamente significativa que apresenta maior valor em módulo (1.57; 1.43; 1.62; 1.56). Para o aumento de uma unidade em nível de *accruals* discricionários (*proxy* de GR), a probabilidade de uma firma da amostra recomprar ações cresce em 157%, 143%, 162%, 156%, para cada um dos 4 modelos gerados, considerando os 4 tipos de concentração de capital (Tabela 23).

O efeito marginal da variável substituição de dividendos, com a variável explicada recompra de ações, apresenta valores para os 4 modelos de -25%, -26%, -25%, e -26%; mostrando que para a redução de uma unidade na distribuição de dividendos, aumenta-se em média 25% por cento a probabilidade de recompra de ações, achado esse novo para o mercado de ações brasileiro, tendo em vista que as recompras são tributadas, enquanto os dividendos não. A variável tamanho também apresenta efeito marginal positivo, evidenciando que o aumento no tamanho das empresas, faz crescer também as possibilidades de efetiva recompra de ações. A confrontação do sinal esperado e encontrado ocorre no quadro 7.

Quadro 7 – Confrontação do Sinal esperado com o Sinal encontrado na pesquisa

<i>Descrição das variáveis</i>	<i>Autor(es)</i>	<i>Sinal Esperado</i>	<i>Sinal Encontrado</i>
Recompra de ações (Bin)			
	Rodríguez e Yue (2008), Bens, <i>et. al.</i> , (2003), McDonald (1990), Vafeas, <i>et. al.</i> , (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), Voss (2012) e Fried (2005)	Negativo	Positivo**
Nível de GR (GR)			
	Vafeas, <i>et. al.</i> , (2003), McDonald (1990), Rodríguez e Yue (2008), Bens, <i>et. al.</i> , (2003), Healy e Wahlen (1999), e Brockman e Chung (2001).	Positivo	Positivo
Concentração de Capital Acionário ($\Delta Conc$)			
	Voss (2012); Stephens e Weissback (1998); Dittmar (2000); D’Mello e Shroff, (2000); Fenn & Liang (2001)	Negativo	Positivo
Sinalização (Sin)			
	Dittmar (2000); Gabrielli e Saito (2004), Guay e Harford (2000)	Positivo	Positivo
Excesso de FC (EFC)			
	Dittmar (2000); Yu e Jiang (2010)	Positivo	Negativo
<i>Market to Book (MtB)</i>			
	Dittmar (2000); Gabrielli e Saito (2004); Nascimento <i>et al.</i> , (2011)	Negativo	Negativo
Ajuste Estrutura de Capital (End)			
	Dittmar (2000)	Negativo	Negativo **
Substituição de Dividendos (Sub)			
	Silva (2015), Almeida (2010), e Moreira (2000)	Positivo	Positivo**
Tamanho da empresa (Tam)			
	Silva (2015), Almeida (2010), e Moreira (2000)	Negativo	Negativo
Índice de Herfindahl (HHI)			

Fonte: Elaborada pelo pesquisador

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de significância de *10%, **5%, e ***1%.

O quadro 7 apresenta um resumo dos resultados esperados (suportados pelas hipóteses da pesquisa), e os resultados encontrados nas regressões de determinantes de recompra de ações. Considerando o modelo de PM para medição acerca do nível de GR, e que as 4 variáveis referentes a variações na concentração de capital apresentaram o mesmo resultado em termos de sinal encontrado.

Cabe ressaltar que de acordo com estudos realizados anteriormente, como Silva (2015), Almeida (2010), e Moreira (2000), o tamanho da empresa pode ser um determinante para recompra, afirmação essa corroborada no presente estudo. Os resultados sugerem associação positiva entre recompra de ações e tamanho da empresa, indicando que empresas maiores têm maiores chances de recomprar ações, de acordo com o quadro 7.

Substituição de dividendos é um dos determinantes de recompra encontrado com maior frequência na literatura internacional, firmas estão deixando de remunerar seus acionistas com dividendos e passando a fazê-lo com a utilização da ferramenta de recompra de ações (DITTMAR 2000). O estudo em questão encontra os mesmos resultados para o mercado brasileiro delimitado pela amostra utilizada. O sinal encontrado reflete os padrões internacionais também, onde quão menores forem os dividendos pagos, maiores as possibilidades de recompra, conforme quadro 7.

Por fim, autores como Rodríguez e Yue (2008), Bens, et. al, (2003), McDonald (1990), Vafeas, et. al, (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), Voss (2012) e Fried (2005), afirmam que recompra de ações podem estar associadas a práticas de GR, no intuito de manipular os números contábeis e gerar ganhos anormais para a empresa em períodos posteriores ou até mesmo para os executivos e principais acionistas. No presente trabalho a variável nível de GR mensurada com o modelo de PM apresentou-se significativa, evidenciando relação entre essa e a ferramenta de recompra de ações. Porém o sinal encontrado demonstra que o nível de GR positivo está associado a recompra, fruto de que a maioria de observações da amostra apresentou um suposto nível de GR para aumento dos lucros nos períodos pré recompra (Quadro 7).

5. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo verificar se as empresas brasileiras que recompraram ações entre os períodos de 2011 a 2015, gerenciaram seus resultados contábeis com a finalidade de reduzir os lucros, no período anterior à recompra, para recomprar ações subavaliadas. Especificamente, objetivou-se analisar os níveis de *accruals* discricionários, retorno anormal das ações, variação na concentração de capital, além de outros fatores que podem ser determinantes para a recompra de ações.

A estimação de *accruals* discricionários (*proxy* para GR), foi realizada utilizando os modelos de Jones Modificado (1995), e *Performance Matching* (2005). Os momentos para estimação acerca do nível de GR foram os dois anos anteriores a recompra. No período *t-2*, onde supostamente não houve GR, a regressão de dados empilhados foi gerada, e obtiveram-se os coeficientes para as variáveis explicativas (Inverso do Ativo, Variação entre receitas e contas a receber, imobilizado e ROA) dos modelos de GR. No período *t-1*, foi possível obter os *accruals* totais observados, pela diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional. Ainda no período *t-1* foram calculados os *accruals* totais, inserindo os coeficientes do período *t-2* (Período supostamente livre de GR), nos modelos de detecção de GR, porém no período *t-1*. De posse dos *accruals* totais calculados (representando o que deveriam ser), e dos *accruals* totais observados (representando o que de fato foram), a diferença entre esses foi caracterizada como o nível de *accruals* discricionários.

A variável Retorno anormal foi medida nos momentos anterior e posterior ao anúncio de recompra. Para que fosse possível obtê-la foi necessário calcular o retorno esperado das ações (Modelo CAPM), e coletar o retorno de fechamento das mesmas (retorno real), a diferença entre ambos foi a medição sobre o retorno anormal das ações. A variação na concentração de capital é dada pela diferença entre a concentração de capital nos períodos anterior e posterior ao anúncio de recompra. Foram consideradas 4 formas para se medir a concentração de capital, pelo maior acionista ordinário; os três maiores acionistas ordinários; o maior acionista sobre o capital total; e os três maiores acionistas sobre o capital total.

Ainda foram obtidas as variáveis acerca dos principais determinantes de recompra utilizados na literatura; são elas: sinalização, excesso de fluxo de caixa, oportunidades de investimento, endividamento da firma, substituição de dividendos, tamanho das empresas, e nível de competitividade de mercado em que as mesmas estão inseridas.

Para responder a hipótese 1, as empresas foram agrupadas por nível de GR. E os retornos anormais no período posterior a recompra de ambos os grupos foram comparados. Utilizando o modelo de JM para medição do nível de GR, as médias do retorno anormal entre as empresas em períodos posteriores a recompra foram estatisticamente iguais, rejeitando a hipótese 1. Enquanto na utilização do modelo de PM para auferir acerca do nível de GR, o grupo de empresas que gerenciaram seus números a menor obtiveram melhores retornos anormais no período posterior a recompra de ações, comparando com as empresas que gerenciaram seus números a maior. Portanto, considerando o modelo de PM (mais completo que o modelo de JM), empresas que gerenciam seus números a menor no período pré recompra, obtêm melhores retornos anormais no período posterior a recompra, comparativamente a firmas que supostamente gerenciaram a maior, corroborando a hipótese 1, e com os achados de Rodríguez e Yue (2008), testada também nos trabalhos de Bens, *et. al.*, (2003), McDonald (1990), Vafeas, *et. al.*, (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), e Voss (2012).

Para testar a hipótese 2 foram consideradas as firmas que anunciaram a recompra de ações, e não efetivaram a mesma, no intuito de verificar se empresas gerenciam seus números a maior no momento pré anúncio, no sentido de sinalizar ao mercado que suas ações estão subavaliadas, quando na verdade estão sobre avaliadas. As empresas que anunciaram e não recompraram foram divididas em grupos de empresas que gerenciaram a menor e a maior, e foi testado se o retorno anormal no período posterior ao anúncio foi estatisticamente diferente para ambos. O retorno anormal foi estatisticamente igual, rejeitando a hipótese 2, baseada nos achados de Fried (2005). Além disso, a amostra trabalhada foi pequena, evidenciando um resultado pouco conclusivo a respeito do tema.

Avaliando a evolução na concentração de capital, é possível visualizar um aumento na concentração acionária nas firmas, considerando as 4 maneiras de se medir a concentração de capital, nos períodos pré e pós recompra. Isso indica que os principais acionistas das firmas da presente amostra aumentaram sua participação no capital das mesmas. As observações foram novamente classificadas de acordo com o nível de GR. Porém em dois grupos, o primeiro com as empresas que gerenciaram a menor ou suavemente a maior, e o segundo com firmas que gerenciaram agressivamente a maior.

Utilizando o modelo de JM para classificação por nível de GR, foi possível visualizar que a variação na concentração de capital nos períodos pré e pós recompra não apresentaram diferenças estatísticas, entre os grupos de firmas. Já com a medição de GR com o modelo de PM, empresas que gerenciaram o resultado a menor, ou suavemente a maior, evidenciaram

maior crescimento na concentração de capital acionário, em detrimento a firmas que gerenciaram seus números agressivamente a maior. Isso indica a possibilidade de que os principais acionistas detenham informações privilegiadas, e aumentem sua participação no capital das firmas, quando as mesmas gerenciam seus números a menor anteriormente a utilização da ferramenta de recompra. Sendo assim, não foi possível rejeitar a hipótese 3, corroborando os achados de Vafeas, *et. al.*, (2003), McDonald (1990), Rodríguez e Yue (2008), Bens, *et. al.*, (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), Healy e Wahlen (1999), e Brockman e Chung (2001).

As variáveis criadas no presente trabalho (nível de GR, e variação na concentração de capital), aliadas aos principais determinantes de recompra encontrados na literatura, como sinalização, excesso de fluxo de caixa, endividamento, substituição de dividendos e tamanho da empresa, foram tratados como variáveis explicativas. A variável explicada binária foi a recompra de ações ou não, no intuito de testar a hipótese 4.

Foram geradas 8 regressões, pois haviam dois tipos de nível de GR, e quatro maneiras de se medir a variação na concentração de capital. Para as 4 regressões onde o nível de GR foi determinado pelo modelo de JM, essas apresentaram um nível de significância maior que 5%, invalidando os achados nessas regressões como um todo. Porém, as 4 regressões onde o nível de GR utilizado foi aquele medido por PM, os modelos foram estatisticamente significativos, considerando o nível de significância de 5%.

Para as quatro regressões, o nível de GR medido por PM apresentaram significância estatística, evidenciando que a recompra de ações pode estar associada às empresas gerenciarem seus números no período anterior a mesma. O mesmo foi encontrando acerca da substituição de dividendos e tamanho da empresa, mostrando que no Brasil, assim como em estudos internacionais, a recompra pode estar associada à uma forma de substituir dividendos na remuneração de seus acionistas, e quanto maior a empresa maiores as possibilidades de recompra.

Dessa forma, a hipótese 4 é parcialmente rejeitada. Pois na medida em que alguns determinantes podem impactar a recompra, como GR, substituição de dividendos, e tamanho da firma, outros não apresentaram associação estatística com a ferramenta, como sinalização, excesso de fluxo de caixa, endividamento e variação na concentração de capital acionário.

Contudo, o problema de pesquisa dessa dissertação foi: “*Práticas de gerenciamentos de resultados para reduzir os lucros em períodos de pré recompra de ações nas empresas listadas na BM&FBOVESPA, possuem relação com a ferramenta de recompra de ações, se tornando um determinante da mesma?*” Para a amostra pesquisada, foi possível visualizar que empresas que recompram ações e gerenciam seus resultados a menor (modelo de PM para classificação), obtêm maiores ganhos em termos de retorno anormal no período posterior a utilização da ferramenta, comparado às firmas que gerenciaram seus números a maior. Mostrando que pode existir associação entre a recompra de ações e o GR a menor no período pré recompra. Ainda considerando o modelo de PM para medição de GR, a variável nível de GR apresentou significância estatística como determinante de recompra, provando a possível associação entre as variáveis.

Porém, os resultados devem ser analisados levando-se em consideração as devidas circunstâncias do presente trabalho: i) O pequeno número de observações de empresas que recompraram ações, e de firmas que anunciaram a recompra e não a efetivaram, ii) Fatia de tempo restrita à disponibilização de informações acerca de recompra e concentração de capital acionário, por parte das instituições reguladoras.

Como sugestões de pesquisas futuras, considerando as temáticas de GR e Recompra de Ações, destacam-se a utilização de outros modelos econométricos para estimar o nível de GR, como o modelo KS (1995), e modelo síntese (2006), dentre outros. Pode-se também considerar outros modelos para auferir o retorno anormal das ações, como o modelo de fator único. Além de subdividir as empresas que recompraram ações por nível de GR, porém para se fazer uma avaliação acerca do risco associado às carteiras ações das empresas. Se em firmas que gerenciaram no intuito de aumentar os lucros no momento pré recompra, o risco é maior comparado a firmas que supostamente reduziram seus números para o mesmo período.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, José Elias Feres de. (2010) *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), FEA-USP, São Paulo.
- ARMSTRONG, C. S., BALAKRISHNAN, K., e COHEN, D. (2012) Corporate governance and the information environment: evidence from state antitakeover laws. *Journal of Accounting and Economics*. 53. p. 185–204.
- BADRINATH, Swaminathan G.; VARAIYA, Nikhil P.; FERLING, Rhona L. (2001, Maio). Share repurchase: To buy or not to buy. *Financial Executive*, v. 17, n. 3, p. 43-45.
- BAGWELL, L., SHOVEN, J. (1988) *Share repurchases and acquisitions: an analysis of which firms participate*. In: Auerbach, A.J. (Ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, Chicago. IL, p. 191–213.
- BARTOV, E. (1991, Setembro) Open Market Stock Repurchases as Signals of Earnings and Risk Changes. *Journal of Accounting and Economics*.
- BARTOV, E., GIVOLY, D., HAYN, C. (2002) The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*. 33, 173–204.
- BEASLEY, M. S. (1996) An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*. p. 443–465.
- BENS, A., NAGAR, V., SKINNER, D., WONG, M. (2003) Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*. 36 (1-3), 51-90.
- BESSLER, W.; DROBETZ, W.; SEIM, M. (2009) *Motives and Valuation Effects of Share Repurchase Announcements in Germany: a comparison of established firms and Initial Public Offerings*. Working Paper, Universidade de Giessen.
- BOONLERT-U-THAI, K., MEEK, G. K., & NABAR, S. (2006). Earnings attributes and investor-protection: International evidence. *The International Journal of Accounting*, 41, 327–357.
- BM&FBovespa, 2014. *Ofertas Públicas de Distribuição de Ações*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/ofertas-publicas-.aspx?idiomapt-br>>. Acesso em: 23.08.2016.
- BRASIL, Lei Nº 7713, de 22 de dezembro de 1988.
- _____, Lei Nº 8383, de 30 de dezembro de 1991.
- _____, Lei Nº 6404, de 15 de dezembro de 1976.
- BRAV, Alon et al. (2005) Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, v. 77, n. 3, p. 483-527.
- BROCKMAN, P., CHUNG, Y, D. (2001) Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases. *Journal of Financial Economics* 61 p. 417–448.

BURGSTHALER, D., DICHEV, I.D., (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal Accounting Economics*. 24, p. 99–126.

CHANG, J. C., & SUN, H. L. (2009). Crossed-listed foreign firms' earnings informativeness, earnings management and disclosures of corporate governance information under SOX. *The International Journal of Accounting*, 44, p. 1–32.

CHENG, Q., WARFIELD, T., (2005). Equity incentives and earnings management. *Accounting Review* 80, p. 441–476.

COLES, J. L., HERTZEL, M., KALPATHY, S. (2006) Earnings management around employee stock option reissues. *Journal of Accounting and Economics* 41 p. 173–200.

COOK, D., KRIGMAN, L., LEACH, J., (2003). An analysis of SEC guidelines for executing open Market repurchases. *Journal of Business* 76, p. 289–315.

COPELAND, T. E. e WESTON, J. F. (1992) *Financial theory and corporate policy*. 3 ed. Eddison Wesley, Reading, Chapters 19 and 20.

COSTA, M. A. F.; COSTA, M. F. B. (2001) *Metodologia da pesquisa: conceitos e técnicas*. Rio de Janeiro: Interciência.

CPC 00 R1, COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento conceitual básico. *Estrutura Conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro*. Correlação as normas Internacionais de contabilidade. R1.

CUPERTINO, C. M. *Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais*. 2013. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Informativos Anuais*. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: set. 2016

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 567, de 2015. *Dispõe sobre a negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão e derivativos*. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: set. 2016

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 10, de 1980. *Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria e respectiva alienação*. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: set. 2016

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 268, de 1997. *Dispõe sobre a alteração do limite previsto no art. 3º da Instrução CVM nº 10*, de 14 de fevereiro de 1980. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: set. 2016

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 299, de 1999. *Dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, acresce regras relativamente à*

negociação de ações de própria emissão, e disciplina ofertas públicas para aquisição de ações. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: set. 2016

DAMODARAN, A. (2014, setembro). Stock Buybacks: *They are big, they are back and they scare some people!*

DA SILVA, V. C. (2015) *A adoção das IFRS impacta no gerenciamento de resultados? Evidências do mercado de capitais brasileiro.* Dissertação de Mestrado apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo – UFES.

DANN, L., (1981) ‘Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders’, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 2.

DANN, L., R. MASULIS and D. MAYERS, (1991) ‘Repurchase Tender Offers and Earnings Information’, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, No. 3.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. (1996) Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, Toronto, v. 13, n. 1, p. 1-36.

DECHOW, P., & SKINNER, D. (2000). *Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators.*

DEFOND, M., JIAMBALVO, J., (1994). Debt covenant effects and the manipulation of accruals. *Journal Accounting Economics* 18, 145–176.

DEMO, Pedro. (1981) *Metodologia científica em ciências sociais.* São Paulo: Atlas.

DENIS, D. J.; DENIS, D.; SURIN, A. (1994) The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 29, n. 4, p. pp. 567-587.

DENIS, D., (1990) ‘Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends’, *Journal of Finance*, December.

DITTMAR, Amy K. (2000) Why Do Firms Repurchase Stock*. *The Journal of Business*, v. 73, n. 3, p. 331-355.

D'MELLO, R., & SHROFF, P. K. (2000). Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: An empirical investigation. *The Journal of Finance*, 55(5), 2399-2424.

ETCHEBEST, Leandro da Cunha. (2014) Recompra de Ações: um Estudo de Eventos em Períodos Subsequentes. In: V CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS-ADCONT.

FASB- Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Accounting Standards. (1978) *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, 1. Stamford, Connecticut.

FAMA, E. F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383–417.

FAN, J., & WONG, T. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Financial Economics*, 33, p. 401–425.

FARREL, K., UNLU, E., YU, J. (2014) Stock repurchases as an earnings management mechanism: The impact of financing constraints. *Journal of Corporate Finance* 25 p. 1–15.

FENN, G.W., LIANG, N., (2000). Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60, p. 45–72.

FRIED, J.M. (2005) Informed trading and false signaling with open market repurchases. *California Law Review*, 93(5), p. 1326-1386.

GABRIELLI, Marcio Fernandes; SAITO, Richard. (2004) Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 44, n. 4, p. 54-67.

GONG, G.; LOUIS, H.; SUN, Amy X. (2008) Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *The Journal of Finance*, v. 63, n. 2, p. 947-986.

GRAHAM, J., HARVEY, C., RAJGOPAL, S., (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40, 3–73.

GRULLON, G., MICHAELY, R. (2002) Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.

GRULLON, Gustavo; IKENBERRY, David L. (2000) What do we know about stock repurchases?. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 13, n. 1, p. 31-51.

GUAY, W., & HARFORD, J. (2000). The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), p. 385-415.

GUJARATI, D. N. (2006) *Econometria básica*. Rio de Janeiro: Elsevier Brazil.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. (2011) *Econometria Básica*. 5° ed. Porto Alegre: AMGH.

GUNNY, K.A., (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemp. Account. Res.* 27, p. 855–888.

HACKETHAL, A.; ZDANTCHOUK A. (2006) Signaling Power of Open Market Share Repurchases in Germany. *Financial Markets and Portfolio Management*, St Gallen, v. 20, n. 2, p 123-151.

HAIR, J. F., BLACK, W. C., BABIN, B. J., ANDERSON, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman Editora.

HEALY, P.M., (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *J. Account. Econ.* 7, p. 85–107.

HEALY, P., and J. WAHLEN. (1999) ‘*A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting*’, Accounting Horizons, December.

HEALY, P. M., HUTTON, A. P., & PALEPU, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16, p. 485–520.

HALL, M. & TIDEMAN, N. (1967) Measures of concentration. *Journal of the American Statistical Association*, v. 62, n. 317.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. (1999) *Teoria da contabilidade*; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas.

HILL, CARTER; GRIFFITHS, WILLIAM & JUDGE, GEORGE. (1999) *Econometria*. Editora Saraiva, São Paulo, Brazil.

HRIBAR, P., JENKINS, N.T., JOHNSON, W.B. (2004) Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), p. 3-27.

HOLTHAUSEN, R.W., LEFTWICH, R.W., (1983). The economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics* 5, p. 77–117.

IKENBERRY, D., J. LAKONISHOK and T. VERMAELEN, (1995, outubro) ‘Market Underreaction to Open Market Share Repurchases’, *Journal of Financial Economics*.

IPEADATA. Acesso em Fevereiro de 2017.

IUDÍCIBUS, Sergio de. (1980) *Teoria da contabilidade*. Atlas.

JAGANNATHAN, M., STEPHENS, C.P., WEISBACH, M.S., (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, p. 355–384.

JENSEN, M.C. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), p. 323-329.

JOHNSTON, J., E DINARDO, J. (1972) *Econometric methods*, volume 4. Wiley Online Library.

JONES, Jennifer J. (1991) Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, p. 193-228.

KAHLE, K., (2001). When a buyback isn’t a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics* 63, p. 235–261.

KAHLE, K.M. (2002) When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63(1), p. 235-261.

KASZNIK, R., MCNICHOLS, M.F., (2002). Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting Research* 40, p. 727–759.

KLEIN, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, p. 375–400.

KOTHARI, S. P.; LEONE, A.; WASLEY, C. (2005) Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting & Economics*, [S. l.], v. 39, n. 1, p. 163-197.

KUO, J. M., NING, L., SONG, X. (2014) The Real and Accrual-based Earnings Management Behaviors: Evidence from the Split Share Structure Reform in China. *The International Journal of Accounting* 49 p. 101–136.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. (2007) *Fundamentos de metodologia científica*. 5ª ed. São Paulo: Atlas.

LAKONISHOK J., and T. VERMAELEN. (1990) 'Anomalous Price Behaviour Around Repurchase Tender Offers', *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 2.

Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), p. 7-18.

LIANG, W; CHIU, Y. (2012) Earnings management and stock performance following accelerated share repurchases. In: International Conference on Accounting and Finance (AT). Proceedings. GLOBAL SCIENCE AND TECHNOLOGY FORUM. p. 25.

LINCK, J.S., NETTER, J., SHU, T., (2013). Can managers use discretionary accruals to ease financial constraints? Evidence from discretionary accruals prior to investment. *Account. Rev.* (forthcoming).

LIN, Y, M., CHEN, Y, C., YOU, S, J., CHANG, R, J. (2009) Stock Repurchases, Stock Options, and Earnings Management: An Empirical Analysis of US Firms. *Asia Pacific Management Review* 14(3) p. 349-362.

LOUIS, HENOCK, (2004), Earnings management and the market performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 74, p. 121–148.

LOUIS, H., ROBINSON, D., (2005). Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits. *J. Account. Econ.* 39, p. 361–380.

LOUIS, H., DAHLIAR., ANDREW S., (2008), An integrated analysis of the association between accrual disclosure and the abnormal accrual anomaly, *Review of Accounting Studies* 13.

LOUIS, H., HAL W. (2007) Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior, *Journal of Financial Economics* 85, p. 205–233.

LO, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45, p. 350–357.

LUCAS, D., and R. MCDONALD, (1990) ‘Equity Issues and Stock Price Dynamics’, *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4.

MARTINS, G. A. THEÓPHILO, C. R. (2009) *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas.

MASULIS, R. (1980) ‘Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of Stock Price Changes’, *Journal of Finance*, Vol. 35, No. 2.

MARTINEZ, A.L. (2001) “*Gerenciamento*” dos resultados Contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

MARTINEZ, A. L. (2011) Do corporate governance special linting segments and auditing curb real and accrual-based earnings management?. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, v. 7, n. 4, p. 98-117.

MARTINS, Gilberto de Andrade. (2002) *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo: Atlas.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. (2000) *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Atlas.

MELO, Paulo Henrique Fonseca de. (2015) *Gerenciamento de Resultados Contábeis e o Desempenho das Ofertas Públicas Iniciais de Ações de Empresas Brasileiras*. Dissertação de mestrado, UFMG.

MOREIRA, Luís Fernando. (2000) *A recompra de ações na BOVESPA*. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

MOTA, D. C. (2007) *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil*. 2007. 71f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Curso de Pós-Graduação da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

MYERS, J.N., MYERS, L.A., SKINNER, D.J., (2007). Earnings momentum and earnings management. *J. Account. Audit. Finance* 22, 249–284.

NASCIMENTO, Sandro De Freitas; GALDI, Fernando Caio; NOSSA, Sylvania Neris. (2011) Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 12, n. 5, p. 98.

- PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): Início de uma nova década*. 1. Ed. PWC – BM&FBovespa, 2011. Disponível em: www.pwc.com/br. Acesso em 22.08.2016.
- PROCIANOY, J. L. e POLI, B. T. C. (1993, julho) A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v.33, n.4, p.6-15,.
- RAMSEY, J. B. (1969) Tests for Specification Errors in Classical Linear Least-Squares Regression Analysis. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, v. 31, p. 350-371.
- RESENDE, M.; WYLLIE, R. (2005, setembro) *Aglomeração Industrial no Brasil: Um Estudo Empírico*. Estudos Econômicos. São Paulo. V. 35. N. 3. p. 433-460.
- RODRIGUES, Luiz Fernando. (2013) *Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012*.
- RODRÍGUEZ PERALES, Arturo; YUE, Heng. (2008) *Open Market Share Repurchases and Earnings Management*.
- RAITH, Michael. (2003) Competition, risk, and managerial incentives. *The American Economic Review*, v. 93, n. 4, p. 1425-1436.
- ROYCHOWDHURY, S. (2006) Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting & Economics*, [S. l.], v. 42, n. 3, p. 335-370.
- SANT'ANNA, Dimitri Pinheiro de. (2004) *A Relevância das informações contábeis na Bovespa: avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth*. 2004. 149 f. Master's dissertation in accounting – Postgraduate Program in Accounting, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória.
- SARLO NETO, Alfredo. (2004) *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro*. 2004. 243 f. Master's dissertation in accounting – Postgraduate Program in Accounting, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória.
- SINGER, Z. (2007) *Discretionary financial reporting: Items manipulated by IPO firms, and investors' increased awareness*. 898644.
- SKINNER, D.J., SLOAN, R.G., (2002). Earnings surprises, growth expectations and stock returns, or, don't let na earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7, 289–311.
- STEPHENS, C.P., WEISBACK, M.J. (1998) Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance*, 53(1), p. 313-333.

- STOCK, J. H., E WATSON, M. W. (2003) *Introduction to econometrics*, volume 104. Addison Wesley New York.
- TEOH, S., WONG, T., (2002). Why new issues and high-accrual firms underperform: The role of analysts credulity. *Review of Financial Studies* 15, p. 869–900.
- TEOH, S.H., WELCH, I., WONG, T.J., (1998a). Earnings management and the long-run performance of seasoned equity offerings. *J. Financ. Econ.* p. 50, 63–100.
- TEOH, S.H., WELCH, I., WONG, T.J., (1998b). Earnings management and the long-run performance of initial public offerings. *J. Financ. Econ.* 53, p. 1935–1974.
- VAFEAS, N., VLITTIS, A., KATRANIS, P., OCKREE, K. (2003) *Earnings Management Around Share Repurchases: A Note*. ABACUS, Vol. 39, No. 2.
- VERGARA, S. C. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- VERMAELEN, T., (1981) ‘Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study’, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 2.
- VERMAELEN, T., (1984) ‘Repurchase Tender Offers, Signalling, and Managerial Incentives’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 1, No. 2.
- VOSS, Jordan. (2012) Why do Firms Repurchase Stock? *Major Themes in Economics*, v. 14, p. 55-75.
- XIE, H., The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76, 357–373, 2001.
- XIE, B., DAVIDSON, W. N., III, & DADALT, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, p. 295–316.
- WARFIELD, T. D., WILD, J. J., & WILD, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20, p. 61–91.
- WATTS, R.L., ZIMMERMAN, J.L., (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M. (2010) *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: CENGAGE Learning.
- YE, Jianming. (2006) Accounting accruals and tests of earnings management. *Working Paper*. Baruch College.
- YU, Y. M., & JIANG, S. J. (2010). Corporate life cycle and share repurchases: Evidence from the Taiwan Stock Market. *African Journal of Business Management*, 4(14), 3139.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 – Empresas que anunciaram programas de recompra de ações

Nome	ANO	Nome	ANO	Nome	ANO	Nome	ANO
Lojas Americ	2011	Rodobensimob	2012	Valid	2013	Helbor	2014
Celpe	2011	Braskem	2012	Marcopolo	2013	Estacio Part	2014
Klabin S/A	2011	Gerdau Met	2012	Cyrela Realt	2013	SLC Agricola	2014
Alpargatas	2011	Gerdau	2012	Brasilagro	2013	Iguatemi	2014
Inds Romi	2011	Suzano Papel	2012	BR Malls Par	2013	Cielo	2014
Telef Brasil	2011	JBS	2012	Localiza	2013	Gol	2015
Natura	2011	Metafrio	2012	BR Brokers	2013	Cr2	2015
Vale	2011	Sao Martinho	2012	Tecnisa	2013	Ambev S/A	2015
Forja Taurus	2011	Profarma	2012	Gafisa	2013	Mills	2015
Sao Carlos	2011	lochp-Maxion	2012	Celul Irani	2013	Ecorodovias	2015
Dimed	2011	Trisul	2013	Minerva	2014	JSL	2015
Ferbasa	2011	Totvs	2013	Positivo Inf	2014	BR Propert	2015
BRF SA	2011	MRV	2013	Lojas Marisa	2014	Fleury	2015
Weg	2011	Hypermarcas	2013	Magnesita SA	2014	Lojas Renner	2015
Csu Cardsyst	2011	Duratex	2013	Schulz	2014	Triunfo Part	2015
Grendene	2011	Odontoprev	2013	Cia Hering	2014	Le Lis Blanc	2015
Bradespar	2011	Cosan	2013	Saraiva Livr	2014	Direcional	2015
Metisa	2011	Eternit	2013	Contax	2014	Aliansce	2015
Rossi Resid	2011	Cremer	2013	Sid Nacional	2014	Eztec	2015
Tim Part S/A	2012	Multiplan	2013	Even	2014		

Fonte: Dados da pesquisa

APÊNDICE 2 – Resultados das regressões de dados empilhados realizadas para os modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*

APÊNDICE 2.1 – Coeficientes médios para o modelo de Jones Modificado

Coeficientes médios da regressão para o modelo de Jones Modificado	
Variáveis	Coeficientes
IA	-25989
Δ Rec	-0.0312
Imob	-0.1039
Constante	0.0510
Número de obs	79

Fonte: Dados da Pesquisa

APÊNDICE 2.2 – Coeficientes médios para o modelo de *Performance Matching*

Coeficientes médios da regressão para o modelo de <i>Performance Matching</i>	
Variáveis	Coeficientes
IA	-30377
Δ Rec	-0.1069
Imob	-0.0885
ROA	0.4303
Constante	0.0164
Número de obs	79

Fonte: Dados da Pesquisa

APÊNDICE 2.3 – Resultados médios dos testes relacionados a problemas econométricos para o modelo de Jones Modificado.

Resultados médios dos testes relacionados a problemas econométricos para o modelo de Jones Modificado.

Testes Econométricos	Valor médio
Breusch Pagan	0.8308
VIF	1.06
RESET	0.5745
Número de obs	79

Fonte: Dados da pesquisa

APÊNDICE 2.4 – Resultados médios dos testes relacionados a problemas econométricos para o modelo de *Performance Matching*.

Resultados médios dos testes relacionados a problemas econométricos para o modelo de *Performance Matching*

Testes Econométricos	Valor médio
Breusch Pagan	0.4042
VIF	1.06
RESET	0.6613
Número de obs	79

Fonte: Dados da pesquisa

APÊNDICE 3 – Regressão Logit

Modelo de Jones Modificado, considerando na composição acionária a variação do maior acionista ordinário

Passo 1 - Correlação entre as variáveis explicativas

```
. correlate GR conc Sin EFC MtB End Sub Tam HHI
(obs=79)
```

	GR	conc	Sin	EFC	MtB	End	Sub	Tam	HHI
GR	1.0000								
conc	0.1756	1.0000							
Sin	0.3215	0.0880	1.0000						
EFC	-0.1800	0.2533	0.0861	1.0000					
MtB	0.2060	0.1631	0.0928	0.2379	1.0000				
End	-0.2345	-0.1048	-0.2002	-0.2466	0.1700	1.0000			
Sub	0.1826	0.0743	0.1195	0.1374	0.1567	-0.1149	1.0000		
Tam	-0.0745	-0.2873	-0.0499	-0.2100	0.0138	0.2727	0.1299	1.0000	
HHI	-0.0517	-0.0988	0.0582	0.0001	0.0034	0.0380	0.0138	0.6727	1.0000

Fonte:

Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 2 - Geração da Regressão Logit

```
Logistic regression                Number of obs   =          79
                                   LR chi2(9)         =          12.74
                                   Prob > chi2         =          0.1745
Log likelihood = -40.35741         Pseudo R2      =          0.1364
```

Bin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GR	2.283994	4.231211	0.54	0.589	-6.009028 10.57702
conc	.6827813	.6617863	1.03	0.302	-.614296 1.979859
Sin	.4829136	.8050472	0.60	0.549	-1.09495 2.060777
EFC	5.385286	3.860464	1.39	0.163	-2.181085 12.95166
MtB	-.0554038	.0782425	-0.71	0.479	-.2087563 .0979487
End	-1.482565	1.873706	-0.79	0.429	-5.154962 2.189831
Sub	-1.450882	.5784488	-2.51	0.012	-2.584621 -.3171435
Tam	.6816012	.3476906	1.96	0.050	.0001402 1.363062
HHI	-68.92175	37.80593	-1.82	0.068	-143.02 5.176513
_cons	-7.870975	4.956815	-1.59	0.112	-17.58615 1.844203

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 3 - Efeito marginal das variáveis explicativas sobre a variável explicada

Marginal effects after logit
 y = Pr(Bin) (predict)
 = .75510587

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
GR	.4223585	.77999	0.54	0.588	-1.10639	1.95111	.045632	
conc	.1262606	.11809	1.07	0.285	-.105182	.357703	.207769	
Sin	.0893009	.14958	0.60	0.550	-.203869	.38247	-.020135	
EFC	.9958525	.71162	1.40	0.162	-.398905	2.39061	.027843	
MtB	-.0102453	.01428	-0.72	0.473	-.03824	.01775	2.60173	
End	-.2741575	.34643	-0.79	0.429	-.953155	.40484	.454662	
Sub	-.2682986	.10733	-2.50	0.012	-.47867	-.057927	.45414	
Tam	.1260424	.06311	2.00	0.046	.002348	.249737	15.2827	
HHI	-12.74508	6.9121	-1.84	0.065	-26.2925	.802388	.004772	

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 - Classificação de acertos do modelo Logit

Logistic model for Bin

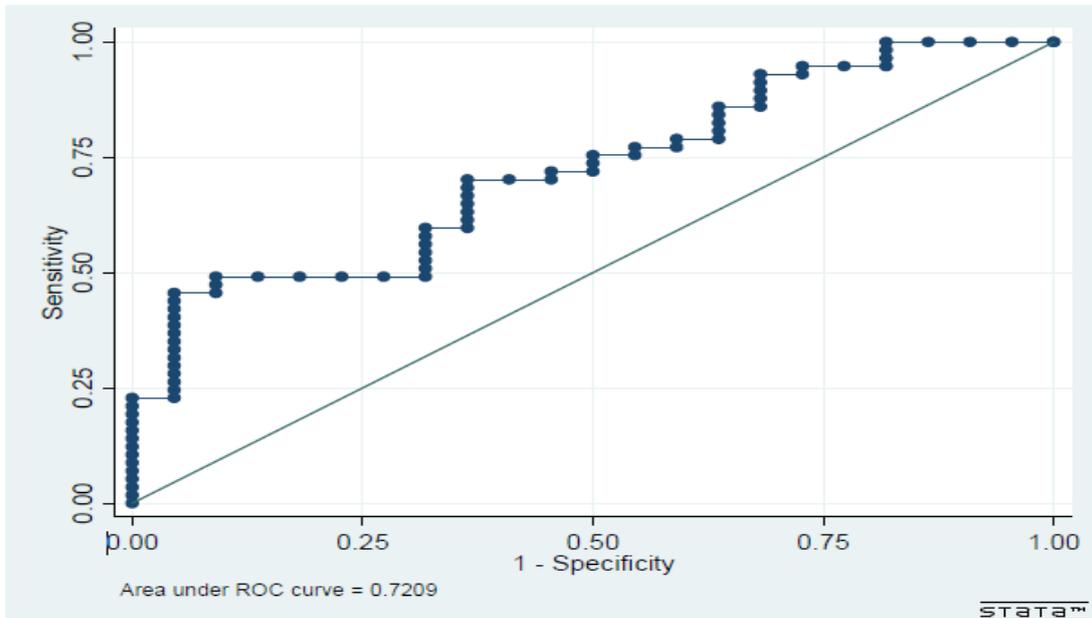
Classified	True		Total
	D	~D	
+	53	16	69
-	4	6	10
Total	57	22	79

Classified + if predicted Pr(D) >= .5
 True D defined as Bin != 0

Sensitivity	Pr(+ D)	92.98%
Specificity	Pr(- ~D)	27.27%
Positive predictive value	Pr(D +)	76.81%
Negative predictive value	Pr(~D -)	60.00%
False + rate for true ~D	Pr(+ ~D)	72.73%
False - rate for true D	Pr(- D)	7.02%
False + rate for classified +	Pr(~D +)	23.19%
False - rate for classified -	Pr(D -)	40.00%
Correctly classified		74.68%

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 - Gráfico de validação do modelo



Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo de Jones Modificado, considerando na composição acionária a variação dos três maiores acionistas ordinários

Passo 1 - Correlação entre as variáveis explicativas

```
11 . correlate GR conc Sin EFC MtB End Sub Tam HHI
      (obs=79)
```

	GR	conc	Sin	EFC	MtB	End	Sub	Tam	HHI
GR	1.0000								
conc	0.1445	1.0000							
Sin	0.3215	0.0998	1.0000						
EFC	-0.1800	0.1906	0.0861	1.0000					
MtB	0.2060	-0.0177	0.0928	0.2379	1.0000				
End	-0.2345	-0.2500	-0.2002	-0.2466	0.1700	1.0000			
Sub	0.1826	0.0995	0.1195	0.1374	0.1567	-0.1149	1.0000		
Tam	-0.0745	-0.2514	-0.0499	-0.2100	0.0138	0.2727	0.1299	1.0000	
HHI	-0.0517	-0.0843	0.0582	0.0001	0.0034	0.0380	0.0138	0.6727	1.0000

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 2 - Geração da Regressão Logit

```
Logistic regression                               Number of obs =      79
LR chi2(9) = 14.33
Prob > chi2 = 0.1112
Log likelihood = -39.56664                        Pseudo R2 = 0.1533
```

Bin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GR	2.237046	4.229907	0.53	0.597	-6.053418 10.52751
conc	1.726868	1.171923	1.47	0.141	-0.5700577 4.023795
Sin	.5120863	.810526	0.63	0.528	-1.076515 2.100688
EFC	5.229561	3.860308	1.35	0.176	-2.336504 12.79563
MtB	-.0261096	.07393	-0.35	0.724	-.1710097 .1187905
End	-1.453863	1.89745	-0.77	0.444	-5.172798 2.265071
Sub	-1.589918	.6228082	-2.55	0.011	-2.810599 -.369236
Tam	.7118435	.3538644	2.01	0.044	.018282 1.405405
HHI	-71.51892	38.44	-1.86	0.063	-146.8599 3.822097
_cons	-8.377508	5.04306	-1.66	0.097	-18.26172 1.506708

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 3 - Efeito marginal das variáveis explicativas sobre a variável explicada

Marginal effects after logit
 $y = \text{Pr}(\text{Bin})$ (predict)
 $= .76972656$

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
GR	.3965111	.74849	0.53	0.596	-1.07051	1.86353		.045632
conc	.3060833	.19012	1.61	0.107	-.066545	.678711		.150724
Sin	.0907661	.14422	0.63	0.529	-.191892	.373424		-.020135
EFC	.926927	.68872	1.35	0.178	-.422936	2.27679		.027843
MtB	-.0046279	.01308	-0.35	0.724	-.030269	.021013		2.60173
End	-.2576937	.33472	-0.77	0.441	-.91374	.398353		.454662
Sub	-.2818091	.10927	-2.58	0.010	-.495983	-.067635		.45414
Tam	.1261725	.06127	2.06	0.039	.006078	.246267		15.2827
HHI	-12.67656	6.72084	-1.89	0.059	-25.8492	.49605		.004772

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 - Classificação de acertos do modelo Logit

Logistic model for Bin

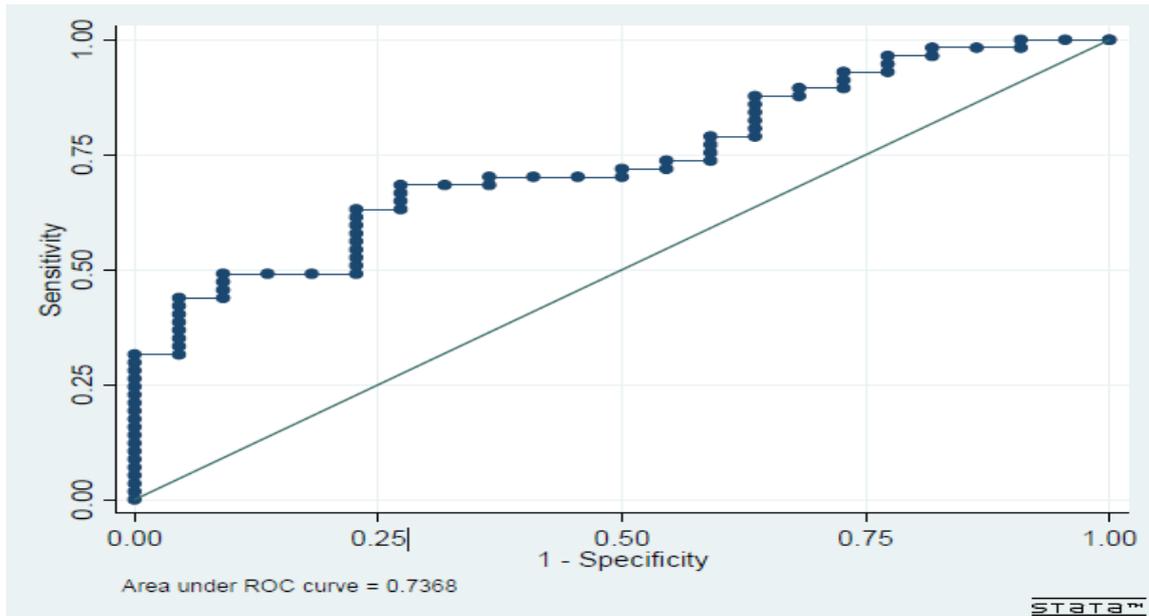
Classified	True		Total
	D	~D	
+	55	17	72
-	2	5	7
Total	57	22	79

Classified + if predicted $\text{Pr}(D) \geq .5$
 True D defined as $\text{Bin} \neq 0$

Sensitivity	$\text{Pr}(+ D)$	96.49%
Specificity	$\text{Pr}(- \sim D)$	22.73%
Positive predictive value	$\text{Pr}(D +)$	76.39%
Negative predictive value	$\text{Pr}(\sim D -)$	71.43%
False + rate for true ~D	$\text{Pr}(+ \sim D)$	77.27%
False - rate for true D	$\text{Pr}(- D)$	3.51%
False + rate for classified +	$\text{Pr}(\sim D +)$	23.61%
False - rate for classified -	$\text{Pr}(D -)$	28.57%
Correctly classified		75.95%

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 - Gráfico de validação do modelo



Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo de Jones Modificado, considerando na composição acionária a variação do maior acionista sobre o capital total

Passo 1 - Correlação entre as variáveis explicativas

```
. correlate GR conc Sin EFC MtB End Sub Tam HHI
(obs=79)
```

	GR	conc	Sin	EFC	MtB	End	Sub	Tam	HHI
GR	1.0000								
conc	0.1559	1.0000							
Sin	0.3215	0.0448	1.0000						
EFC	-0.1800	0.2165	0.0861	1.0000					
MtB	0.2060	0.1601	0.0928	0.2379	1.0000				
End	-0.2345	-0.0750	-0.2002	-0.2466	0.1700	1.0000			
Sub	0.1826	0.0653	0.1195	0.1374	0.1567	-0.1149	1.0000		
Tam	-0.0745	-0.2739	-0.0499	-0.2100	0.0138	0.2727	0.1299	1.0000	
HHI	-0.0517	-0.0977	0.0582	0.0001	0.0034	0.0380	0.0138	0.6727	1.0000

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 2 - Geração da Regressão Logit

```

Logistic regression                               Number of obs   =       79
                                                  LR chi2(9)      =      11.86
                                                  Prob > chi2     =      0.2214
Log likelihood = -40.79987                       Pseudo R2      =      0.1269

```

Bin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
GR	2.47471	4.235901	0.58	0.559	-5.827504	10.77692
conc	.3957946	.4823602	0.82	0.412	-.549614	1.341203
Sin	.5496918	.8013612	0.69	0.493	-1.020947	2.120331
EFC	5.728424	3.847859	1.49	0.137	-1.813241	13.27009
MtB	-.0457947	.0756677	-0.61	0.545	-.1941006	.1025113
End	-1.51831	1.866026	-0.81	0.416	-5.175654	2.139034
Sub	-1.432925	.5766971	-2.48	0.013	-2.563231	-.3026195
Tam	.6491079	.3428207	1.89	0.058	-.0228084	1.321024
HHI	-67.07295	37.45473	-1.79	0.073	-140.4829	6.336961
_cons	-7.40122	4.890371	-1.51	0.130	-16.98617	2.183731

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 3 - Efeito marginal das variáveis explicativas sobre a variável explicada

```

Marginal effects after logit
y = Pr(Bin) (predict)
= .7486188

```

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]		X
GR	.4657125	.79458	0.59	0.558	-1.09164	2.02306	.045632
conc	.0744841	.08982	0.83	0.407	-.101562	.25053	.230625
Sin	.1034458	.15102	0.68	0.493	-.192542	.399433	-.020135
EFC	1.078025	.71977	1.50	0.134	-.332695	2.48874	.027843
MtB	-.008618	.01416	-0.61	0.543	-.036369	.019133	2.60173
End	-.2857287	.35046	-0.82	0.415	-.97261	.401152	.454662
Sub	-.2696603	.10849	-2.49	0.013	-.482292	-.057028	.45414
Tam	.1221548	.06334	1.93	0.054	-.001987	.246296	15.2827
HHI	-12.62237	6.96071	-1.81	0.070	-26.2651	1.02036	.004772

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 - Classificação de acertos do modelo Logit

Logistic model for Bin

Classified	True		Total
	D	~D	
+	54	16	70
-	3	6	9
Total	57	22	79

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as Bin $\neq 0$

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	94.74%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	27.27%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	77.14%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	66.67%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	72.73%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	5.26%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	22.86%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	33.33%
Correctly classified		75.95%

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 - Gráfico de validação do modelo



Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo de Jones Modificado, considerando na composição acionária a variação dos três maiores acionistas sobre o capital total

Passo 1 - Correlação entre as variáveis explicativas

```
. correlate GR conc Sin EFC MtB End Sub Tam HHI
(obs=79)
```

	GR	conc	Sin	EFC	MtB	End	Sub	Tam	HHI
GR	1.0000								
conc	0.1199	1.0000							
Sin	0.3215	0.0635	1.0000						
EFC	-0.1800	0.1518	0.0861	1.0000					
MtB	0.2060	-0.0139	0.0928	0.2379	1.0000				
End	-0.2345	-0.2041	-0.2002	-0.2466	0.1700	1.0000			
Sub	0.1826	0.1003	0.1195	0.1374	0.1567	-0.1149	1.0000		
Tam	-0.0745	-0.2467	-0.0499	-0.2100	0.0138	0.2727	0.1299	1.0000	
HHI	-0.0517	-0.0914	0.0582	0.0001	0.0034	0.0380	0.0138	0.6727	1.0000

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 2 - Geração da Regressão Logit

```
Logistic regression                               Number of obs   =          79
                                                    LR chi2(9)      =         13.27
                                                    Prob > chi2     =         0.1507
Log likelihood = -40.093505                       Pseudo R2      =         0.1420
```

Bin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GR	2.481218	4.207163	0.59	0.555	-5.764669 10.7271
conc	1.184442	.9522609	1.24	0.214	-.6819554 3.050839
Sin	.5773116	.8034754	0.72	0.472	-.9974712 2.152094
EFC	5.68764	3.817528	1.49	0.136	-1.794578 13.16986
MtB	-.0282537	.0735069	-0.38	0.701	-.1723246 .1158172
End	-1.546789	1.874801	-0.83	0.409	-5.221332 2.127753
Sub	-1.551315	.6056261	-2.56	0.010	-2.73832 -.3643096
Tam	.6905819	.3479971	1.98	0.047	.00852 1.372644
HHI	-69.74631	37.93615	-1.84	0.066	-144.0998 4.607184
_cons	-8.060221	4.957872	-1.63	0.104	-17.77747 1.65703

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 3 - Efeito marginal das variáveis explicativas sobre a variável explicada

```
Marginal effects after logit
y = Pr(Bin) (predict)
= .75877308
```

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
GR	.4541534	.7684	0.59	0.554	-1.05188 1.96019	.045632
conc	.2167961	.16588	1.31	0.191	-.108324 .541916	.174243
Sin	.1056691	.1472	0.72	0.473	-.182829 .394167	-.020135
EFC	1.041046	.69991	1.49	0.137	-.330753 2.41284	.027843
MtB	-.0051715	.01344	-0.38	0.700	-.031508 .021165	2.60173
End	-.2831189	.34086	-0.83	0.406	-.951196 .384958	.454662
Sub	-.2839472	.10985	-2.58	0.010	-.499246 -.068649	.45414
Tam	.1264017	.06228	2.03	0.042	.004338 .248465	15.2827
HHI	-12.76612	6.84631	-1.86	0.062	-26.1846 .652401	.004772

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 - Classificação de acertos do modelo Logit

Logistic model for Bin

Classified	True		Total
	D	~D	
+	54	16	70
-	3	6	9
Total	57	22	79

Classified + if predicted $\text{Pr}(D) \geq .5$
 True D defined as Bin != 0

Sensitivity	$\text{Pr}(+ D)$	94.74%
Specificity	$\text{Pr}(- \sim D)$	27.27%
Positive predictive value	$\text{Pr}(D +)$	77.14%
Negative predictive value	$\text{Pr}(\sim D -)$	66.67%
False + rate for true ~D	$\text{Pr}(+ \sim D)$	72.73%
False - rate for true D	$\text{Pr}(- D)$	5.26%
False + rate for classified +	$\text{Pr}(\sim D +)$	22.86%
False - rate for classified -	$\text{Pr}(D -)$	33.33%
Correctly classified		75.95%

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 - Gráfico de validação do modelo



Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo de Performance Matching, considerando na composição acionária a variação do maior acionista ordinário

Passo 1 - Correlação entre as variáveis explicativas

	GR	conc	Sin	EFC	MtB	End	Sub	Tam	HHI
GR	1.0000								
conc	0.0606	1.0000							
Sin	-0.1511	0.0880	1.0000						
EFC	0.2045	0.2533	0.0861	1.0000					
MtB	0.0583	0.1631	0.0928	0.2379	1.0000				
End	-0.0541	-0.1048	-0.2002	-0.2466	0.1700	1.0000			
Sub	-0.0237	0.0743	0.1195	0.1374	0.1567	-0.1149	1.0000		
Tam	-0.2118	-0.2873	-0.0499	-0.2100	0.0138	0.2727	0.1299	1.0000	
HHI	-0.2418	-0.0988	0.0582	0.0001	0.0034	0.0380	0.0138	0.6727	1.0000

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 2 - Geração da Regressão Logit

```

Logistic regression                               Number of obs   =          79
                                                    LR chi2(9)      =         18.18
                                                    Prob > chi2     =         0.0331
Log likelihood = -37.637241                       Pseudo R2      =         0.1946
  
```

Bin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GR	8.858159	4.135705	2.14	0.032	.7523269 16.96399
conc	.784182	.6632448	1.18	0.237	-.5157539 2.084118
Sin	.8886494	.8256318	1.08	0.282	-.7295592 2.506858
EFC	2.755859	3.623059	0.76	0.447	-4.345206 9.856925
MtB	-.0601575	.0832312	-0.72	0.470	-.2232877 .1029727
End	-1.621848	1.869415	-0.87	0.386	-5.285835 2.042138
Sub	-1.447658	.564784	-2.56	0.010	-2.554614 -.3407017
Tam	.7333093	.3634569	2.02	0.044	.0209469 1.445672
HHI	-56.53743	38.70418	-1.46	0.144	-132.3962 19.32137
_cons	-8.675319	5.167323	-1.68	0.093	-18.80309 1.452448

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 3 - Efeito marginal das variáveis explicativas sobre a variável explicada

```

Marginal effects after logit
y = Pr(Bin) (predict)
= .7694213
  
```

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
GR	1.571545	.73282	2.14	0.032	.135246 3.00784	.030795
conc	.1391234	.11276	1.23	0.217	-.081876 .360123	.207769
Sin	.1576572	.14692	1.07	0.283	-.130296 .445611	-.020135
EFC	.488923	.64692	0.76	0.450	-.77902 1.75687	.027843
MtB	-.0106727	.01453	-0.73	0.463	-.039148 .017803	2.60173
End	-.2877356	.33263	-0.87	0.387	-.93967 .364198	.454662
Sub	-.2568322	.10028	-2.56	0.010	-.45338 -.060285	.45414
Tam	.130098	.0631	2.06	0.039	.00643 .253766	15.2827
HHI	-10.03043	6.79235	-1.48	0.140	-23.3432 3.28233	.004772

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 - Classificação de acertos do modelo Logit

Logistic model for Bin

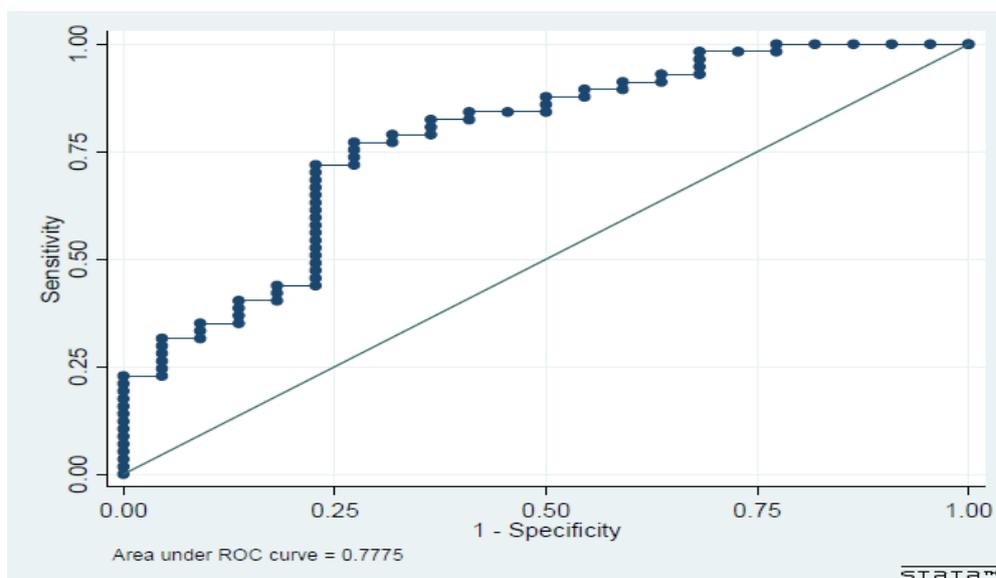
Classified	True		Total
	D	~D	
+	53	14	67
-	4	8	12
Total	57	22	79

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as Bin $\neq 0$

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	92.98%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	36.36%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	79.10%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	66.67%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	63.64%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	7.02%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	20.90%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	33.33%
Correctly classified		77.22%

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 - Gráfico de validação do modelo



Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo de Performance Matching, considerando na composição acionária a variação dos três maiores acionistas ordinários

Passo 1 - Correlação entre as variáveis explicativas

```
. correlate GR conc Sin EFC MtB End Sub Tam HHI
(obs=79)
```

	GR	conc	Sin	EFC	MtB	End	Sub	Tam	HHI
GR	1.0000								
conc	0.0840	1.0000							
Sin	-0.1511	0.0998	1.0000						
EFC	0.2045	0.1906	0.0861	1.0000					
MtB	0.0583	-0.0177	0.0928	0.2379	1.0000				
End	-0.0541	-0.2500	-0.2002	-0.2466	0.1700	1.0000			
Sub	-0.0237	0.0995	0.1195	0.1374	0.1567	-0.1149	1.0000		
Tam	-0.2118	-0.2514	-0.0499	-0.2100	0.0138	0.2727	0.1299	1.0000	
HHI	-0.2418	-0.0843	0.0582	0.0001	0.0034	0.0380	0.0138	0.6727	1.0000

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 2 - Geração da Regressão Logit

```
Logistic regression                               Number of obs   =          79
LR chi2(9)                                       =          19.49
Prob > chi2                                       =          0.0214
Pseudo R2                                        =          0.2085

Log likelihood = -36.986138
```

Bin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GR	8.485005	4.021586	2.11	0.035	.6028424 16.36717
conc	1.864877	1.207607	1.54	0.123	-.5019895 4.231744
Sin	.8907345	.8240841	1.08	0.280	-.7244406 2.50591
EFC	2.58868	3.639952	0.71	0.477	-4.545495 9.722855
MtB	-.0231381	.0752102	-0.31	0.758	-.1705473 .1242712
End	-1.635955	1.89916	-0.86	0.389	-5.35824 2.086329
Sub	-1.563828	.6091302	-2.57	0.010	-2.757701 -.3699547
Tam	.7455721	.3645835	2.04	0.041	.0310016 1.460143
HHI	-58.63812	39.22359	-1.49	0.135	-135.5149 18.2387
_cons	-8.906682	5.173043	-1.72	0.085	-19.04566 1.232297

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 3 - Efeito marginal das variáveis explicativas sobre a variável explicada

```
Marginal effects after logit
y = Pr(Bin) (predict)
= .78417731
```

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
GR	1.43603	.68944	2.08	0.037	.084743 2.78732	.030795
conc	.3156179	.18502	1.71	0.088	-.04702 .678256	.150724
Sin	.1507508	.14024	1.07	0.282	-.124119 .425621	-.020135
EFC	.4381166	.6233	0.70	0.482	-.783521 1.65975	.027843
MtB	-.003916	.0127	-0.31	0.758	-.028805 .020973	2.60173
End	-.2768744	.32075	-0.86	0.388	-.905529 .35178	.454662
Sub	-.2646673	.10259	-2.58	0.010	-.465744 -.06359	.45414
Tam	.1261831	.0604	2.09	0.037	.007799 .244567	15.2827
HHI	-9.924106	6.56169	-1.51	0.130	-22.7848 2.93656	.004772

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 - Classificação de acertos do modelo Logit

Logistic model for Bin

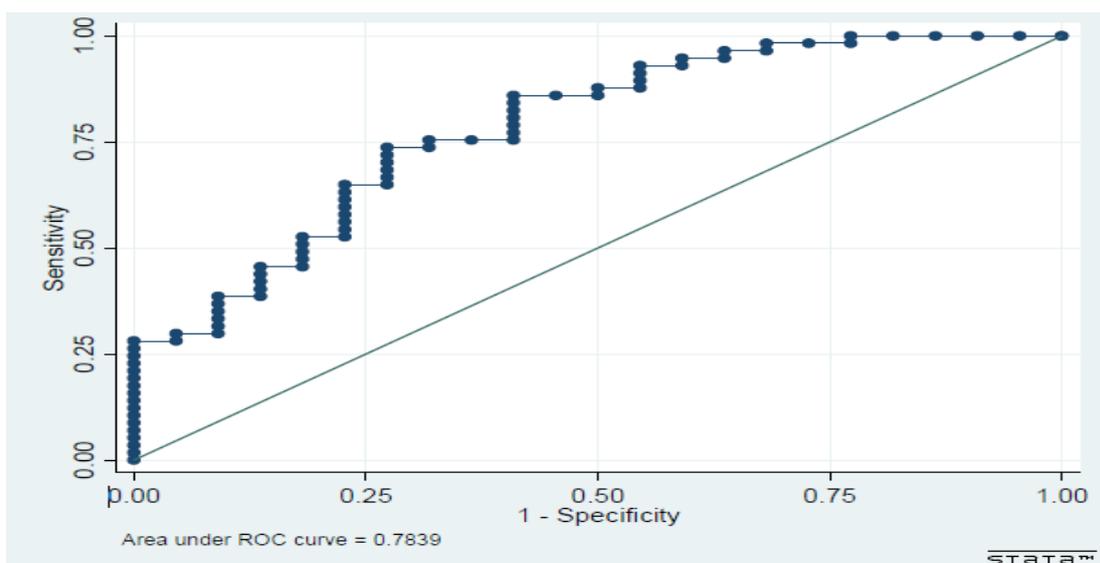
Classified	True		Total
	D	~D	
+	54	14	68
-	3	8	11
Total	57	22	79

Classified + if predicted $\text{Pr}(D) \geq .5$
 True D defined as Bin $\neq 0$

Sensitivity	$\text{Pr}(+ D)$	94.74%
Specificity	$\text{Pr}(- \sim D)$	36.36%
Positive predictive value	$\text{Pr}(D +)$	79.41%
Negative predictive value	$\text{Pr}(\sim D -)$	72.73%
False + rate for true ~D	$\text{Pr}(+ \sim D)$	63.64%
False - rate for true D	$\text{Pr}(- D)$	5.26%
False + rate for classified +	$\text{Pr}(\sim D +)$	20.59%
False - rate for classified -	$\text{Pr}(D -)$	27.27%
Correctly classified		78.48%

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 - Gráfico de validação do modelo



Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo de Performance Matching, considerando na composição acionária a variação do maior acionista sobre o capital total

Passo 1 - Correlação entre as variáveis explicativas

```
. correlate GR conc Sin EFC MtB End Sub Tam HHI
(obs=79)
```

	GR	conc	Sin	EFC	MtB	End	Sub	Tam	HHI
GR	1.0000								
conc	0.0241	1.0000							
Sin	-0.1511	0.0448	1.0000						
EFC	0.2045	0.2165	0.0861	1.0000					
MtB	0.0583	0.1601	0.0928	0.2379	1.0000				
End	-0.0541	-0.0750	-0.2002	-0.2466	0.1700	1.0000			
Sub	-0.0237	0.0653	0.1195	0.1374	0.1567	-0.1149	1.0000		
Tam	-0.2118	-0.2739	-0.0499	-0.2100	0.0138	0.2727	0.1299	1.0000	
HHI	-0.2418	-0.0977	0.0582	0.0001	0.0034	0.0380	0.0138	0.6727	1.0000

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 2 - Geração da Regressão Logit

```
Logistic regression                               Number of obs   =       79
                                                    LR chi2(9)      =      17.47
                                                    Prob > chi2     =     0.0419
Log likelihood = -37.996314                       Pseudo R2      =     0.1869
```

Bin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GR	9.02733	4.09973	2.20	0.028	.9920057 17.06265
conc	.5667589	.5453299	1.04	0.299	-.5020681 1.635586
Sin	.9718902	.8221521	1.18	0.237	-.6394983 2.583279
EFC	3.007643	3.624188	0.83	0.407	-4.095636 10.11092
MtB	-.0505352	.0803248	-0.63	0.529	-.2079688 .1068985
End	-1.736327	1.851283	-0.94	0.348	-5.364774 1.892121
Sub	-1.418482	.5600614	-2.53	0.011	-2.516183 -.3207821
Tam	.7039319	.3581277	1.97	0.049	.0020145 1.405849
HHI	-54.57981	38.29472	-1.43	0.154	-129.6361 20.47645
_cons	-8.229103	5.088197	-1.62	0.106	-18.20179 1.743581

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 3 - Efeito marginal das variáveis explicativas sobre a variável explicada

```
Marginal effects after logit
y = Pr(Bin) (predict)
= .76426342
```

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
GR	1.626407	.73297	2.22	0.026	.189818 3.063	.030795
conc	.10211	.09604	1.06	0.288	-.086122 .290342	.230625
Sin	.1751004	.1479	1.18	0.236	-.114784 .464985	-.020135
EFC	.5418715	.65702	0.82	0.410	-.745866 1.82961	.027843
MtB	-.0091047	.01434	-0.63	0.525	-.03721 .019	2.60173
End	-.3128251	.33302	-0.94	0.348	-.965539 .339889	.454662
Sub	-.2555607	.10108	-2.53	0.011	-.453678 -.057443	.45414
Tam	.1268238	.06329	2.00	0.045	.002779 .250869	15.2827
HHI	-9.833363	6.83385	-1.44	0.150	-23.2275 3.56074	.004772

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 - Classificação de acertos do modelo Logit

Logistic model for Bin

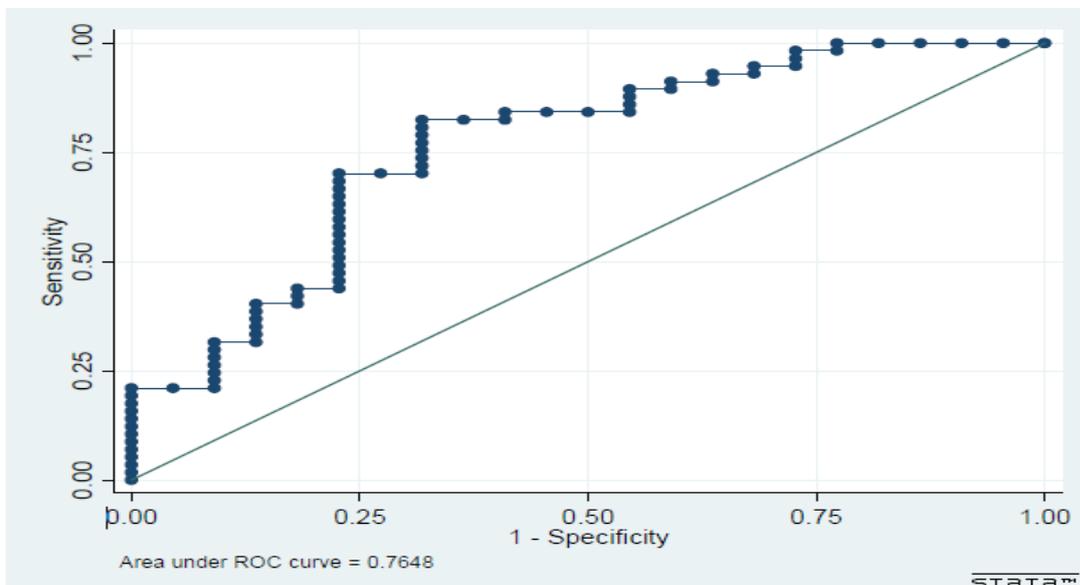
Classified	True		Total
	D	~D	
+	53	14	67
-	4	8	12
Total	57	22	79

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as Bin $\neq 0$

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	92.98%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	36.36%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	79.10%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	66.67%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	63.64%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	7.02%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	20.90%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	33.33%
Correctly classified		77.22%

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 - Gráfico de validação do modelo



Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Modelo de Performance Matching, considerando na composição acionária a variação dos três maiores acionistas sobre o capital total

Passo 1 - Correlação entre as variáveis explicativas

```
. correlate GR conc Sin EFC MtB End Sub Tam HHI
(obs=79)
```

	GR	conc	Sin	EFC	MtB	End	Sub	Tam	HHI
GR	1.0000								
conc	0.0443	1.0000							
Sin	-0.1511	0.0635	1.0000						
EFC	0.2045	0.1518	0.0861	1.0000					
MtB	0.0583	-0.0139	0.0928	0.2379	1.0000				
End	-0.0541	-0.2041	-0.2002	-0.2466	0.1700	1.0000			
Sub	-0.0237	0.1003	0.1195	0.1374	0.1567	-0.1149	1.0000		
Tam	-0.2118	-0.2467	-0.0499	-0.2100	0.0138	0.2727	0.1299	1.0000	
HHI	-0.2418	-0.0914	0.0582	0.0001	0.0034	0.0380	0.0138	0.6727	1.0000

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 2 - Geração da Regressão Logit

```
Logistic regression                Number of obs   =          79
                                LR chi2(9)         =        18.93
                                Prob > chi2        =        0.0258
Log likelihood = -37.264447        Pseudo R2       =        0.2026
```

Bin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
GR	9.011809	3.998448	2.25	0.024	1.174994 16.84862
conc	1.486105	1.021766	1.45	0.146	-.51652 3.488731
Sin	.9874297	.8185561	1.21	0.228	-.6169108 2.59177
EFC	2.99231	3.620148	0.83	0.408	-4.10305 10.08767
MtB	-.0240724	.0742553	-0.32	0.746	-.1696101 .1214654
End	-1.837517	1.866764	-0.98	0.325	-5.496306 1.821273
Sub	-1.545135	.5969902	-2.59	0.010	-2.715214 -.3750555
Tam	.738094	.3616688	2.04	0.041	.0292362 1.446952
HHI	-56.97251	38.73674	-1.47	0.141	-132.8951 18.9501
_cons	-8.758348	5.122121	-1.71	0.087	-18.79752 1.280825

Fonte:

Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 3 - Efeito marginal das variáveis explicativas sobre a variável explicada

```
Marginal effects after logit
y = Pr(Bin) (predict)
= .77729407
```

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
GR	1.560016	.68791	2.27	0.023	.211734 2.9083	.030795
conc	.2572567	.16452	1.56	0.118	-.065188 .579701	.174243
Sin	.170932	.14193	1.20	0.228	-.107242 .449106	-.020135
EFC	.5179927	.6332	0.82	0.413	-.723063 1.75905	.027843
MtB	-.0041671	.01283	-0.32	0.745	-.029318 .020983	2.60173
End	-.3180888	.32061	-0.99	0.321	-.946476 .310299	.454662
Sub	-.2674752	.10295	-2.60	0.009	-.469244 -.065707	.45414
Tam	.12777	.0614	2.08	0.037	.007437 .248103	15.2827
HHI	-9.862397	6.64607	-1.48	0.138	-22.8885 3.16366	.004772

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 4 - Classificação de acertos do modelo Logit

Logistic model for Bin

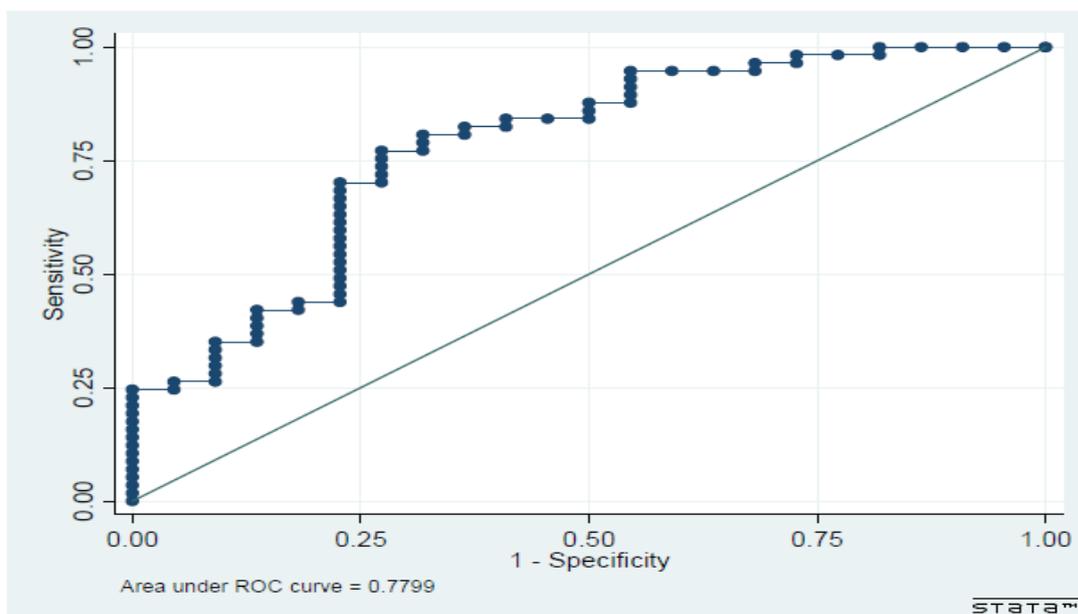
Classified	True		Total
	D	~D	
+	54	13	67
-	3	9	12
Total	57	22	79

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as Bin $\neq 0$

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	94.74%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	40.91%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	80.60%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	75.00%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	59.09%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	5.26%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	19.40%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	25.00%
Correctly classified		79.75%

Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).

Passo 5 - Gráfico de validação do modelo



Fonte: Resultados da pesquisa (saída do software Stata®).