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

CECÍLIA FERREIRA CHAVES

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM PROCESSOS DE FECHAMENTO DO CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS

Belo Horizonte

2021

CECÍLIA FERREIRA CHAVES

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM PROCESSOS DE FECHAMENTO DO CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS

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 para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Linha de Pesquisa: Controladoria e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Wagner Moura Lamounier.

Belo Horizonte

2021

Ficha Catalográfica

C512g
2021

Chaves, Cecília Ferreira.
Gerenciamento de resultados em processos de fechamento do capital em empresas brasileiras [manuscrito] / Cecília Ferreira Chaves. – 2021.
82 f.: il.

Orientador: Wagner Moura Lamounier.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade.
Inclui bibliografia (f. 73-77) e apêndices.

1. Capital (Economia) – Contabilidade – Teses. 2. Mercado de capitais – Brasil – Teses. 3. Empresas – Finanças – Teses. I. Lamounier, Wagner Moura. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade. III. Título.

CDD: 657

Elaborado por Leonardo Vasconcelos Renault CRB-6/2211
Biblioteca da FACE/UFMG – LVR/106/2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

FOLHA DE APROVAÇÃO

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM PROCESSOS DE FECHAMENTO DO CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS

CECÍLIA FERREIRA CHAVES

Dissertação de mestrado defendida e aprovada, no dia vinte e sete de maio do ano de dois mil e vinte e um, pela Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais constituída pelos seguintes professores:

Edilson Paulo
UFRGS

Renata Turola Takamatsu
UFMG

Aureliano Angel Bressan
UFMG

Wagner Moura Lamounier - Orientador
UFMG

Belo Horizonte, 27 de maio de 2021.

Documento assinado eletronicamente por **Wagner Moura Lamounier**, **Professor do Magistério Superior**, em 28/05/2021, às 18:05, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por **Edilson Paulo**, **Usuário Externo**, em 29/06/2021, às 15:43, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por **Renata Turola Takamatsu**, **Membro**, em 29/06/2021, às 16:33, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por **Aureliano Angel Bressan**, **Membro**, em 29/06/2021, às 20:55, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0755538** e o código CRC **3188924E**.

Referência: Processo nº 23072.227778/2021-59 SEI nº 0755538

“It is our choices that show what we truly are, far more than our abilities.”

Albus Dumbledore

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pelas bênçãos recebidas, pelas horas de alegria, por colocar em meu caminho pessoas tão maravilhosas e por criar o tempo, capaz de realizar sonhos, dar a dimensão adequada aos fatos, atenuar a dor e trazer o perdão e a sabedoria.

Dedico o resultado de um plano que foi adiado por cerca de dez anos à minha querida mãe. Ser sua filha é uma honra para mim, sua história de vida desperta em mim resiliência. Umas das minhas mais antigas memórias foi sua missa de formatura, quando eu já tinha 4 anos e não entendia o que estava fazendo ali. Depois de um tempo eu entendi que a Maria Ferreira que estava se formando em Engenharia Civil aos 44 anos, nasceu numa cidade que hoje tem cerca de 4.000 habitantes, e com muita força de vontade e poucos recursos se mudou para Belo Horizonte. Bem mais tarde eu também compreendi o quanto fui honrada em conviver com você diariamente por 30 anos. Toda sua alegria e paixão por viver me fazem muita falta e, certa de que nada disso seria possível sem você, meu título é seu, bem como meu amor, admiração e gratidão.

Agradeço retroativamente à minha irmã Flavia, que revisou minha monografia de graduação entre os horários de visitas ao papai, e sempre nos orgulhou com tamanha inteligência. Agradeço também ao meu marido, que incrivelmente reapareceu na minha vida em função do mestrado e que me mostrou um lugar no mundo que é só meu. Gustavo, você me inspira a buscar o melhor de mim! Obrigada por iniciar essa caminhada comigo de mãos dadas!

Minha sincera gratidão e admiração ao meu orientador, Prof. Dr. Wagner Lamounier por cumprir com excelência o papel de orientador, por todo o apoio neste processo, pela paciência, compreensão, por dividir comigo seu conhecimento e por sempre me incentivar. Foi uma honra para mim ser sua orientanda e aluna. Aprendi muito com seu exemplo e com sua conduta! Agradeço também aos membros da banca por suas contribuições durante a qualificação e deixo meu apreço à Prof. Dra. Valéria Bressan, nossa coordenadora que enfrentou diversas adversidades e ainda conseguia dar aula com sorriso.

À minha turma, em especial à Lud, Otávio e Wesley e ao Paulo Victor, por responder sempre com boa vontade minhas dúvidas.

À Prof. Dr. Lízia de Figueirêdo por ter despertado em mim a paixão pelos resíduos (na época, o modelo de Solow) e à Julia, Michelle e Kenyth por desempenharem o papel de amigo com tanto êxito a ponto de lerem minha dissertação. Aos meus afilhados Lavínia, Júnior e Gabriel obrigada por alegrarem a minha vida!

RESUMO

A pesquisa teve como objetivo analisar a ocorrência da prática de gerenciamento de resultados previamente ao fechamento de capital nas empresas não financeiras listadas no mercado de capitais brasileiro entre os anos 2002 e 2020. Para tais empresas foram coletadas informações das demonstrações financeiras não consolidadas e corrigidas pela inflação dos exercícios findos imediatamente anteriores à data do cancelamento do registro e do segundo ano anterior. Os dados foram utilizados em corte transversal e o gerenciamento de resultados foi mensurado pela perspectiva dos *accruals* discricionários, estimados por adaptações do Modelo de Jones Modificado, proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) – e do Modelo de Collins, Pungaliya e Vijh (2017). O gerenciamento de resultados também foi analisado sob a perspectiva da manipulação por atividade reais, segundo o modelo de Roychowdhury (2006). As empresas foram classificadas de acordo com o motivo de fechamento: OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa; OPA por alienação de controle; Dispensa de OPA; Incorporação por substituição de ações e Falência ou Liquidação e Cancelamento de Ofício. Foram obtidas evidências de que as empresas brasileiras, manipulam suas informações contábeis por meio de *accruals* discricionários e/ou de atividades reais em pelo menos um dos dois anos anteriores à data do anúncio do fechamento de capital. Além disso, o tipo de fechamento de capital possui relação estatisticamente significativa com a prática de gerenciamento de resultados. No que se refere às variáveis de controle utilizadas, em todas as estimações foi verificada uma relação negativa entre adoção do IFRS e gerenciamento por nível de produção e tamanho da empresa e gerenciamento por meio de decisões acerca das despesas discricionárias. Por fim, os níveis de gerenciamento de resultados foram comparados entre as empresas que fecharam capital e as empresas que permaneceram com capital aberto e como resultado, não foram obtidas evidências de as empresas pertencentes ao primeiro grupo gerenciam mais os resultados que as empresas do segundo grupo. Como contribuições relevantes para as pesquisas da área, este trabalho analisou o gerenciamento de resultados sob a perspectivas dos *accruals* e decisões reais e os associou aos tipos de fechamento permitidos nas normas brasileiras.

Palavras-chave: Fechamento de capital; Gerenciamento de Resultados, Accruals discricionários; Atividades Reais; Mercado de Capitais Brasileiro.

ABSTRACT

The research analyzed earnings management practice prior to delisting in Brazilian non-financial companies between 2002 and 2020. It used unconsolidated financial statements corrected by inflation in the years ended immediately before the date of the cancellation announcement, and from the second previous year. Data were used in cross-section and earnings management was measured from the perspective of discretionary accruals, estimated by adaptations of the Modified Jones Model, proposed by Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) - and of the Collins, Pungaliya, and Vijh Model (2017). Earnings Management was also analyzed from the real activity manipulation perspective, according to Roychowdhury's (2006) model. Companies were classified according to the reason for closing: OPA made by the controlling shareholder or by the company itself; takeover bid for the sale of control; OPA waiver; Acquisitions; Bankruptcy and Cancellation by non-compliance with the regulations. As evidence, Brazilian companies manipulate their accounting information through discretionary accruals and/or actual activities in at least one of the two years before the delisting announcement. In addition, the type of delisting has a statistically significant relationship with the practice of earnings management. Concerning the control variables used, it was possible to verify in all estimates a negative relationship between IFRS adoption and management by production level and company size and management through discretionary spending decisions. Finally, earnings management levels were compared between companies that went private and companies that remained publicly traded, and as a result, no evidence was obtained that companies from the prior group manipulate their earnings more than companies in the latter. As relevant contributions to the research of the area, this work analyzed earnings management from the perspective of accruals and real decisions and associated them with the types of closure allowed in Brazilian standards.

Keywords: Delisting; Earnings Management, Discretionary Accruals; Real Activities; Brazilian Capital Market.

Lista de Figuras

Figura 1. Número de Companhias abertas que fecharam capital entre 2002 e 2020. 22
Figura 2. Marco temporal da coleta das informações financeiras. 40

Lista de Tabelas

Tabela 1 Pesquisas internacionais sobre gerenciamento de resultados prévio ao fechamento de capital 30
Tabela 2 Pesquisas nacionais sobre gerenciamento de resultados prévio ao fechamento de capital 32
Tabela 3 Amostra do estudo 38
Tabela 4 Classificação conforme tipo de fechamento de capital 39
Tabela 5 Variáveis referentes às proxies de gerenciamento de resultados 51
Tabela 6 Variáveis referentes aos tipos de fechamento de capital 52
Tabela 7 Resumo das variáveis de controles utilizadas 52
Tabela 8 Estatística descritiva dos AEM e REM das empresas que fecharam capital e das empresas que não fecharam capital 56
Tabela 9 Valores médios das variáveis referentes às características financeiras das empresas que fecharam capital e das empresas que não fecharam capital 57
Tabela 10 Empresas que fecharam capital distribuídas pelo setor de atuação 57
Tabela 11 Resultados dos valores médios dos AEM e REM 58
Tabela 12 Correlação das variáveis de controle do estudo 59
Tabela 13 Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA feita por acionista controlador ou pela própria empresa 59
Tabela 14 Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA feita por acionista controlador ou pela própria empresa 60
Tabela 15 Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA feita por alienação 61
Tabela 16 Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA por alienação 62
Tabela 17 Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais e foram dispensadas de OPA 63
Tabela 18 Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais e foram dispensadas de OPA 63
Tabela 19 Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais e foram incorporadas 64

Tabela 20 Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais e foram incorporadas 64
Tabela 21 Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por falência 65
Tabela 22 Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento para as empresas que saíram do mercado de capitais por falência 65
Tabela 23 Tabela resumo dos resultados referentes à relação entre os AEM e REM e o tipo de fechamento de capital 67
Tabela 24 Diferença entre os AEM das empresas que fecharam capital e daquelas que permaneceram com capital aberto 69
Tabela 25 Diferença de REM as empresas que fecharam capital e daquelas que permaneceram com capital aberto 69

Lista de Abreviaturas e Siglas

AEM - *Accruals Earnings Management*

B3 - Brasil, Bolsa e Balcão

ATT - *Average treatment effect on the treated*

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

GAAP - *Generally Accepted Accounting Principles*

IBO - *Institutional Buyouts*

IFRS - *International Financial Reporting Standars*

LBO - *Leveraged Buyout*

MB - *Market-to-book*

MBO - *Management Buyout*

MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

NBC TG - Normas Brasileiras de Contabilidade – Estrutura Conceitual

OPA - Oferta Pública de Aquisição de ações

PROD - Nível de Produção

REM - *Real Earnings Management*

ROA - Retorno sobre o Ativo

SEC - *U.S. Securities and Exchange Commission*

SEP - Superintendência de Relações com Empresas

SG - Crescimento das vendas

SRE - Superintendência de Registro de Valores Mobiliários

Sumário

1 Introdução 5
1.1 Contextualização 5
1.2 Problema de pesquisa e justificativa 8
1.3 Objetivos 11
1.3.1 Objetivo geral 11
1.3.2 Objetivos específicos 12
2 Referencial Teórico 13
2.1 Teoria da agência, conflito de interesses e assimetria informacional 13
2.2 Gerenciamento de resultados 14
2.2.1 *Accruals* Earnings Management (AEM) 16
2.2.2 Real Earnings Management (REM) 16
2.2.3 Utilização concomitante dos AEM e REM 18
2.3 Fechamento de capital 20
2.3.1 Aspectos normativos do fechamento de capital no Brasil. 22
2.4 Gerenciamento de resultados antes do fechamento de capital 25
2.4.1 Resultados de pesquisas feitas no âmbito internacional sobre gerenciamento de resultados no contexto de fechamento de capital 27
2.4.2 Resultados de pesquisas feitas no âmbito nacional sobre gerenciamento de resultados no contexto de fechamento de capital 31
3 Hipóteses de Pesquisa 33
Hipótese 1: As empresas brasileiras, na iminência de fecharem o capital, manipulam suas informações contábeis por meio de *accruals* discricionários e/ou de atividades reais em ao menos um dos dois anos anteriores à data do anúncio do cancelamento de registro. 33
Hipótese 2: O tipo de fechamento de capital influencia na motivação e na direção (para maior ou para menor) do gerenciamento de resultados. 34
Hipótese 3: Existem diferenças estatisticamente significativas em relação à prática de gerenciamento de resultados das empresas que fecharam capital comparadas às empresas que não fecharam capital. 36
4 Metodologia 37
4.1 Seleção da amostra e coleta de dados 37
4.2 Técnicas de análise dos dados 41
4.3 Métricas para identificação do gerenciamento de resultados 42
4.3.1 Accruals Earnings Management (AEM) 42
4.3.2 Real Earnings Management (REM) 47
4.4 Pareamento 49
4.5 Operacionalização dos testes das hipóteses: 51

4.5.1 Hipótese 1 51
4.5.2 Hipótese 2 51
4.5.3 Hipótese 3 53
5 Análise dos resultados 55
5.1 Descrição dos dados 55
5.2 Resultados referentes à Hipótese 1 58
5.3 Resultados referentes à Hipótese 2 59
5.9 Resultados referentes à Hipótese 3 67
6 Considerações finais e conclusão 70
Referências 73
APÊNDICE – SCRIP DOS COMANDOS UTILIZADOS PARA AS ESTIMAÇÕES 78

1 Introdução

1.1 Contextualização

O acesso ao mercado de capitais é considerado uma etapa significativa na evolução das companhias, pois através dele são obtidos os recursos para financiamento dos investimentos atrelados à expansão da corporação (Jain & Kini, 1999). O mercado de capitais pode ser considerado um mecanismo mais eficiente para obter grandes recursos externos em comparação aos empréstimos bancários, além de ser benéfico para a firma por aumentar seu valor, em função de uma maior exposição e consequentemente, aumento da credibilidade no mercado (Matos, 2001). Após a adesão ao mercado de capitais, as empresas tendem a evoluir para um dos três estados básicos: sobreviver como empresa independente; falhar completamente ou ser adquirida e perder sua identidade atual (Jain e Kini,1999).

Sob essa perspectiva, a adesão ao mercado de capitais pode falhar, e com isso, as empresas acabam fechando o capital e tornam-se privadas novamente ou são adquiridas e perdem sua identidade. Bortolon e Silva Junior (2015) citam como os principais motivos para o cancelamento de registro informados pelas companhias brasileiras a reorganização societária, os altos custos de manutenção e fornecimento de informações obrigatórias, e a ausência de necessidade de novos recursos financeiros.

A contabilidade exerce o papel de suprir os diversos usuários com informações econômico-financeiras relevantes, ao operar como um elo entre os detentores internos de informações da empresa e os usuários externos, que utilizam da informação contábil como subsídio para a tomada de decisão. Por consequência, a credibilidade das informações contábeis é condição fundamental para o funcionamento adequado do mercado de capitais.

Os gestores financeiros consideram que o lucro contábil é a métrica utilizada pelos usuários externos da informação contábil para a tomada de decisão. O preço das ações, representa o resultado das decisões de negociação que os investidores fazem com base na percepção do valor da firma, fundamentado nos lucros futuros projetados. Sem o conhecimento do real desempenho da firma, os investidores estimam os lucros futuros com base no resultado divulgado pelos gestores (Francis, Hasan & Li, 2016).

Quando os proprietários das empresas delegam o controle aos gestores e estes passam a ter prerrogativas para tomarem decisões em nome dos delegantes, existe um conflito de interesses decorrente da divergência de objetivos entre as partes (Dey, 2008). Os gestores, por serem os detentores da informação contábil, podem usar da informação assimétrica existente e

agir em prol de seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas, ao usarem da discricionariedade prevista em norma nas escolhas contábeis para fins desconformes com a representação da realidade contábil-financeira da empresa (Healy & Wahlen, 1999).

Kothari, Mizik e Roychowdhury (2016) afirmam que o gerenciamento de resultados pode ocorrer por duas formas: *accruals* e atividades reais. O termo *accruals,* cuja tradução é "acumulações", é utilizado na literatura internacional para designar o regime de competência, em contraposição ao regime de caixa (Paulo, 2007). No primeiro, o resultado é mensurado através do seu lucro econômico, e nele estão contidas as contas que entram no cômputo do lucro líquido, mas não necessariamente geram movimentação das disponibilidades.

O gerenciamento por *accruals* - AEM (*Accruals Earnings Management*) ocorre quando há o uso do poder discricionário nas escolhas contábeis com a finalidade de alteração do resultado. Por serem componentes transitórios, em função da diferença entre o regime de caixa e de competência, os *accruals* alteram o resultado sem alterarem o caixa e a tendência é que sejam revertidos em períodos posteriores, à medida em que se realizam as entradas e saídas de caixa.

O gerenciamento por atividades reais - REM (*Real Earnings Management*) é definido como ações da gestão que desviam das práticas normais do negócio e são tomadas com o objetivo principal de atingir determinado resultado (Roychowdhury, 2006). Essas decisões implicam em movimentações reais de caixa e consequentemente, acarretam efeitos no resultado do exercício corrente e na rentabilidade futura das empresas. Francis et al. (2016) complementam que o REM é geralmente uma técnica cara em comparação ao AEM, todavia é susceptível a menos escrutínio dos auditores e questionamentos legais por ser considerado julgamento empresarial. Portanto, quando os gestores almejam manipular uma quantidade não irrisória de resultados, em vez envolver em apenas AEM ou REM em um alto nível, eles são mais propensos a usar ambas as possibilidades ao mesmo tempo, mas em níveis moderados.

A manipulação das informações contábeis pode gerar severas consequências para a credibilidade da entidade e repercutir negativamente na confiança pública no mercado de ações. Além do mais, "demonstrações financeiras manipuladas levantam preocupações acerca da credibilidade do processo contábil como um todo e põem em cheque o papel da contabilidade, da auditoria, dos reguladores, analistas dentre outros" (Rodrigues, 2013, p. 24). Martinez (2001) acrescenta que a prática compromete a qualidade da informação contábil e, em função da ineficiência na alocação de recursos que pode gerar, traz consequências nocivas ao mercado de capitais.

No contexto do fechamento de capital, se o gestor possui o conhecimento de que sua empresa cessará as negociações públicas das ações, suas escolhas contábeis antes da transação podem ser afetadas pelos motivos que suscitaram essa decisão, a fim de que eles obtenham benefícios particulares (Fischer & Louis, 2008; Francis et al*.,* 2016; Mao & Renneboog, 2015). Depreende-se que existam incentivos à manipulação dos resultados pelos gestores nos períodos precedentes à operação de saída do mercado de capitais, tanto para aumentar quanto para diminuir os lucros, e estes estão relacionados aos custos da recompra de ações.

Os incentivos à diminuição dos lucros e consequentemente à piora de resultado estão relacionados à economia dos custos de recompra de ações para se obter algum benefício econômico (Francis et al., 2016). Isso se aplica aos casos de fechamento de capital em que as empresas são responsáveis pela recompra de suas próprias ações, quando as ações das empresas são alvo de recompra pelo grupo controlador e quando a recompra das ações é feita pelos gestores da própria empresa. Este último caso, amplamente estudado na literatura internacional, é denominado *Management Buyout* – MBO, e refere-se ao fechamento de capital em que os gestores da própria empresa são os detentores do capital utilizado para a recompra de ações. Tal como explicado por Mao e Renneboog (2015), os gestores possuem o incentivo para piorar os resultados divulgados anteriormente ao MBO, esperando que isso diminua o preço das ações e, caso tenham sucesso, eles poderão adquirir a companhia por um valor mais barato.

Os incentivos para aumentar os resultados em períodos prévios ao fechamento de capital estão relacionados à obtenção de maiores lucros possíveis com a transação. Easterwood (1998) explica que anteriormente às ofertas de compra da totalidade das ações feita por empresas que não fazem parte do grupo de controle, os gestores se sentem ameaçados e adotam uma postura de gerenciamento para apresentação de resultados mais altos, para convencer os compradores que a empresa está sendo gerida de uma maneira eficiente e assim, permanecer em seus postos de trabalho. Adicionalmente, se os gestores também detiverem ações da empresa, quanto mais bem valorizadas, maior será o prêmio a ser recebido, tanto no caso de venda diretamente para a empresa responsável pela recompra, quanto nos termos de troca entre as ações da empresa adquirida e da adquirente. Para Erickson e Wang (1999), a empresa alvo da aquisição possui incentivos para gerenciar seus resultados positivamente com o objetivo de aumentar o valor das suas ações e fazer com que a transação gere o maior lucro possível.

As escassas pesquisas acadêmicas efetuadas no âmbito nacional acerca do gerenciamento de resultados prévio ao fechamento de capital, utilizaram como *proxy* de gerenciamento de resultado os *accruals* discricionários (Santos & Carvalho, 2010; Souza, Costa, Almeida & Bortolon*,* 2013) e não consideraram a possibilidade de gerenciamento por

atividades reais. Para Zang (2012), examinar somente uma técnica de gerenciamento por vez não explica o efeito geral das atividades de gerenciamento e o estudo de cada tipo isoladamente pode não levar a conclusões definitivas, principalmente, porque, tal qual enfatizado por Francis et al. (2016), o processo de fechamento de capital é notadamente envolvido por conflitos de interesses entre acionistas e gestores. Esses últimos, para evitarem sofrer penalidades legais em função de seus atos durante o processo de fechamento, podem justificar o gerenciamento das atividades reais como decisões estratégicas da empresa, contrariamente à utilização dos *accruals* dicionários, que devem seguir os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) e estão sob escrutínio dos auditores.

1.2 Problema de pesquisa e justificativa

Considerando os incentivos que as empresas possuem em atingir determinados resultados previamente ao fechamento de capital, incluindo a possibilidade de utilizarem decisões discricionárias e operacionais para isso, o seguinte problema de pesquisa foi levantado:

Como têm se comportado as companhias abertas brasileiras no tocante à prática de gerenciamento de resultados previamente a processos de fechamento de capital?

Investigações sobre o gerenciamento de resultados em empresas de capital aberto são necessárias, pois as diversas partes interessadas são afetadas pelas escolhas e informações gerenciais disponibilizadas, visto que usam da confiabilidade das demonstrações financeiras para a tomada de decisões acerca da saúde financeira das empresas e para alocarem seus recursos. Todavia, é preciso entender o gerenciamento como um todo, captando sua real dimensão, ao considerar todas as possibilidades de ocorrência, pois a análise de uma técnica por vez não explica o efeito geral (Zang, 2012).

Apesar da relevância do tema, não se tem ciência de um estudo feito com dados de empresas brasileiras que considere o gerenciamento de resultados prévio ao fechamento de capital, levando em consideração as possibilidades em que se pode efetuar a saída do mercado de capitais e sob a perspectiva das decisões gerenciais em termos dos *accruals* discricionários e das atividades reais.

Destaca-se a pesquisa no âmbito internacional feita por Mao e Renneboog (2015), que associou a motivação dos gestores à manipulação dos resultados por ambas perspectivas previamente ao fechamento do capital por meio de MBO, em comparação às empresas que foram compradas por outras (*Institutional Buyouts* - IBO) e às empresas que não fizeram o processo de recompra. A pesquisa desses autores teve como resultados, fortes evidências de gerenciamento por meio de *accruals* discricionários e por atividades reais, ocorrendo

prioritariamente para piorar os resultados prévios aos MBOs. Nos casos em que não houve recompra de ações, foram encontradas evidências de gerenciamento para a melhora de resultados. Adicionalmente, os autores identificaram que as diferentes práticas de manipulação são utilizadas de maneira complementar e constataram aumentos relativos do uso do gerenciamento por atividades reais em empresas que fecharam capital por MBO, justificada pela maior dificuldade de detecção.

No mercado de capitais brasileiro podem haver motivações distintas às encontradas por Mao e Renneboog (2015) para a prática de gerenciamento de resultados prévia ao fechamento de capital, principalmente em função dos tipos e frequências das modalidades de fechamento identificadas. Este estudo propõe a análise do gerenciamento de resultados em termos de *accruals* e atividades reais associadas aos tipos de fechamento de capital permitidas em normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Desde o ano de 2002 a CVM tornou obrigatória a realização de Oferta Pública de Aquisição de ações - OPA como condição para que haja cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários (Instrução CVM n. 361, 2002). Todavia, a norma permite que as empresas solicitem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, tendo como justificativa situação excepcional, mediante aprovação pelo Colegiado da CVM. Esse seriam casos em que as atividades das empresas são paralisadas, por questões de falência ou liquidação, ou em função da incorporação da empresa por substituição das ações da empresa incorporadora. Existe também a possibilidade de a empresa não cumprir com as obrigações de divulgação das informações periódicas e, como consequência disso, ter seu registro cancelado de ofício pela CVM.

O fechamento de capital por MBO, que é um tipo especial de OPA em que os ofertantes da aquisição das ações são os gestores da própria empresa, é um tema amplamente estudado na literatura internacional, porém de difícil identificação no contexto do mercado de capitais brasileiro. Isso porque a CVM exige que as empresas que pretendem realizar a OPA informem no edital de oferta se o ofertante é a própria empresa, seu acionista controlador ou se a empresa efetua OPA por alienação de controle das ações da companhia aberta. Durante todo o processo de fechamento de capital, a divulgação pública requerida pela CVM não contempla dados sobre os gestores da empresa e se eles direta ou indiretamente são os responsáveis pela recompra das ações, o que caracterizaria um MBO.

Além disso, para o mercado de capitais brasileiros não existe uma base de dados como a SDC (*Security Data Company*), utilizada nos estudos de Erickson e Wang (1999), Fisher e Louis (2008), Francis et al. (2016) e Mao e Renneboog (2015). Esta base de dados apresenta

informações sobre fusões e aquisições, e é possível identificar se a empresa-alvo possui ações negociadas em bolsa de valores anteriormente à aquisição, se a empresa adquirente era pública e se havia envolvimento dos gestores das empresas-alvo no processo de recompra. Os estudos sobre MBO em empresas americanas podem também utilizar-se das informações sobre do formulário 13e-3 acerca do papel dos gestores em transações de aquisições requerido pela entidade responsável pela regulamentação do mercado de capitais americano - *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), tal qual feito no estudo de Perry e Willians (1994).

Entender essas particularidades no mercado de capitais brasileiro auxilia as partes interessadas a terem uma perspectiva ampla das decisões que as empresas podem tomar frente a iminência de deslistagem. Afinal, mesmo profissionais sofisticados, como auditores, reguladores e analistas financeiros, possuem grandes dificuldades de detectar se os resultados divulgados pelas empresas são decorrentes de suas atividades ou se são fonte de manipulação com objetivos ocultos e conflitantes para os *stakeholders* das firmas (Mao & Renneboog, 2015).

Sob a perspectiva do investidor, a manipulação contábil com intuito de piorar os resultados em uma transação de recompra de ações, gera severas consequências e custos de agência para aqueles que vendem suas partes, pois como a distorção do resultado é refletida no preço das ações, a perda de riqueza de seus detentores tende a ser irreversível. À vista disso, este trabalho busca contribuir para mais esclarecimento aos usuários das informações contábeis acerca de potenciais problemas informacionais e custos de agência em processos de fechamento do capital de empresas. Neste sentido, busca-se analisar se as diferentes maneiras em que as empresas podem sair do mercado de capitais brasileiro geram diferentes incentivos à manipulação dos resultados sob a perspectiva dos AEM e REM.

Uma vez que a detecção do gerenciamento de resultados via *accruals* já vem sendo estudada desde a década de 1980 por DeAngelo (1986), Dechow et al. (1995), Jones (1991), e Kothari et al. (2005), dentre outros, pressupõem-se que o mercado já tenha conhecimento desta possibilidade e até esteja apto detectá-la e a precificá-la. Em função disso, os gestores, tendem a mudar a maneira de influenciar os resultados das suas empresas, motivo pelo qual, justifica-se a substituição dos *accruals* pelo gerenciamento por decisões operacionais após a convergência das normas contábeis brasileiras às *International Financial Reporting Standars* (IFRS), tal como verificado por Cupertino (2013). Mao e Renneboog (2015), utilizando dados britânicos, verificaram que regulação mais restritiva advinda da implementação do *UK Corporate Governance Code*, apesar de ter reduzido ambas as formas de gerenciamento, aumentou relativamente o uso do REM. Outrossim, estudos recentes que tratam de gerenciamento de resultados têm buscado estudar essa prática por meio da perspectiva dos

AEM e também dos REM (Francis et al., 2016; Haga, Ittonen, Tronnes & Wong, 2018; Lara, Osma & Penalva, 2020; Mao & Renneboog 2015)

Sendo assim, entende-se, que a proposta deste estudo de analisar as motivações do gerenciamento de resultados prévio ao fechamento de capital, em termos de *accruals* discricionários conjuntamente com as atividades reais, é relevante para o entendimento da manipulação como um todo, sobretudo por serem práticas complementares (Martinez, 2013; Zang, 2012). Afinal, mesmo sendo mais complexa a detecção, não se pode presumir que os gestores utilizem apenas o gerenciamento por atividades reais, pois os custos atrelados a essas decisões possuem impacto diretamente no fluxo de caixa e, por isso, decisões operacionais demandam maior dispêndio financeiro (Zang,2012).

Este trabalho, ao analisar as circunstâncias em que as empresas na iminência de fecharem capital gerenciam seus resultados, também oferece subsídios empíricos para que órgãos reguladores tenham o entendimento da margem discricionária concedida aos gestores e sua real utilização, para que sejam identificados pontos de melhorias normativos e consequentemente, auxiliem as demais partes interessadas nos seus processos de tomada de decisão.

Outrossim, as informações contábeis divulgadas são utilizadas extensivamente por bancos de investimento para emitirem a avaliação técnica (DeAngelo, 1990) em seu laudo de avaliação, obrigatório no processo de OPA. Se a análise estiver sendo feita sobre números que não correspondem à realidade das firmas, os acionistas que vendem as ações ou os adquirentes poderão ser negativamente afetados.

O estudo busca apresentar evidências do comportamento das empresas em períodos anteriores ao seu fechamento e, desta forma, pretende auxiliar também as entidades emissoras dos laudos de avaliação, para que façam as diligências necessárias e, assim, assegurar que as informações prestadas pelos ofertantes sejam verdadeiras e consistentes, conforme requerido pela Instrução n. 361 da CVM.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

Analisar a ocorrência da prática de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários e de atividades reais previamente ao fechamento de capital nas empresas listadas no mercado de capitais brasileiro que fecharam seu capital no período de 2002 a 2020.

1.3.2 Objetivos específicos

a) Investigar se as empresas brasileiras, na iminência de fecharem o capital, manipulam suas informações contábeis por meio de *accruals* discricionários e/ou de atividades reais em ao menos um dos dois anos anteriores à data do anúncio do cancelamento de registro.

b)Verificar se o tipo de fechamento de capital influencia na motivação e na direção (para maior ou para menor) do gerenciamento de resultados.

c) Verificar se existem diferenças estatisticamente significativas em relação à prática de gerenciamento de resultados das empresas que fecharam capital comparadas às empresas que não fecharam capital.

2 Referencial Teórico

2.1 Teoria da agência, conflito de interesses e assimetria informacional

No artigo clássico sobre o tema, "*Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and owership structure*", Jensen e Meckling (1976), definem o relacionamento de agência como um contrato implícita e explicitamente firmado, em que os acionistas delegam aos gestores prerrogativas para executar em seus nomes tarefas administrativas. À vista disso, essa relação é repleta de interesses conflitantes que advêm da separação de propriedade e controle da gestão divergente aos objetivos dos acionistas e da assimetria de informações entre gestores e acionistas.

No tocante à assimetria informacional, as demonstrações financeiras desempenham o papel de principal meio de comunicação da situação financeira das empresas para suas partes interessadas. Conforme as Normas Brasileiras de Contabilidade, NBC TG - Estrutura Conceitual (Conselho Federal de Contabilidade, 2019), para que as informações contábeis cumpram seu papel informacional e subsidiem a tomada de decisões, é preciso que estas retratem fidedignamente os fenômenos econômicos que pretendem representar. Para isso, as informações financeiras devem ser completas, neutras e isentas de erros. A norma explicita que a neutralidade existe quando a informação é não tendenciosa, livre de inclinações e parcialidades. Consequentemente, espera-se que tais relatórios sejam capazes de representar fidedignamente a realidade econômica retratada para dar suporte à tomada de decisão. Caso não sejam, há um comprometimento da qualidade e do valor da informação contábil.

Assume-se que os diversos usuários das demonstrações financeiras não conseguem diferenciar entre os resultados obtidos em função das atividades da empresa daqueles divulgados devido à manipulação e por isso, a assimetria informacional pode fornecer aos gestores (partes mais bem informadas) a oportunidade de tirar vantagem de investidores e acionistas.

No contexto da manipulação contábil prévia à saída do mercado de capitais, a existência de incentivos ao gerenciamento para a diminuir os lucros com o objetivo de reduzir os custos da recompra de ações num ambiente de assimetria informacional reflete um conflito entre os gestores ou acionistas controladores e os acionistas. Esse conflito ocorre porque os gestores, que deveriam agir consoante o interesse dos acionistas ao ofertar um preço justo para a recompra de ações, atendem a seus próprios interesses para distorcer os lucros e depreciar o resultado para que preço das ações decline.

Esse seria o caso do conflito de interesses existente entre o acionista controlador, responsável pela OPA, e demais acionistas. Quando a oferta de recompra das ações é feita por empresas que fazem parte do grupo de controle da empresa alvo, os acionistas controladores têm interesse que os gestores reduzam os resultados e os preços das ações sejam subavaliados para que a recompra seja feita a um preço inferior que em condições normais. Como a distorção dos lucros é refletida no preço das ações, a perda de riqueza dos acionistas não controladores ao receberem um preço inferior ao justo pelas ações é irreversível (Mao & Renneboog, 2015).

Os incentivos para a melhora dos resultados em períodos prévios ao fechamento de capital relacionados à obtenção de maiores lucros possíveis com a transação apresentam um conflito de interesses entre os gestores da empresa alvo e os gestores da empresa compradora. Os gestores da empresa alvo possuem incentivos para divulgar lucros maiores como uma forma de convencer os acionistas que eles estão desempenhando suas funções de maneira satisfatória e evitar que eles percam seus postos de trabalho. Como a divulgação de resultados melhores impacta positivamente no preço das ações, a empresa compradora, que espera pagar o preço justo pela recompra acaba adquirindo a empresa-alvo por um valor superior ao justo (Easterwood, 1998).

2.2 Gerenciamento de resultados

Ronen e Yaari (2008) afirmam existir três diferentes abordagens que explicam a importância do resultado das companhias: custos contratuais, tomada de decisão e legal. Sob a perspectiva dos custos contratuais, a firma é definida como um conjunto de contratos formais em que diversas partes possuem interesses conflitantes. Neste caso, o gerenciamento de resultados é reflexo de um comportamento oportunista que direciona os resultados para que estes atinjam certo valor determinado pelos contratos formais firmados entre a empresa e suas contrapartes. Esse seria o caso, por exemplo, das firmas que apresentam resultados próximos aos valores das cláusulas restritivas (*covenants*) especificadas nos contratos de empréstimos e por isso, estariam propensas a gerenciarem seus resultados positivamente para evitar a punição por quebra das cláusulas contratuais.

De acordo com a abordagem da tomada de decisão, os resultados proporcionam informações valiosas para a tomada de decisões. Esse enfoque considera as relações entre os diversos agentes como contratos implícitos e pressupõe que cada tomador de decisão seja racional e busque maximizar sua utilidade esperada, mesmo não possuindo todas as informações necessárias. Assim, os resultados divulgados pelas empresas são relevantes para a tomada de decisão que requeira a estimação do resultado futuro, como a avaliação do valor da

firma, ou decisões relativas à estimativa de risco, como alocação de investimento e empréstimo de recursos e, a firma irá gerenciar seus resultados somente se for a melhor resposta às expectativas, pois caso não faça, ela será punida pela resposta dos interessados. Esse seria o caso, por exemplo, de se esperar que a firma infle seus lucros em 10%, e caso ela opte por divulgar os lucros de fato, eles seriam entendidos como 10% menores, e consequentemente, haveria uma diminuição em seu preço de mercado.

A perspectiva legal enfatiza o contrato implícito entre os gestores e os acionistas e o conflito de interesses advindo desta relação. Neste caso, os acionistas não são capazes de formalizar um contrato que os defenda da utilização da discricionariedade gerencial nos relatórios financeiros. Uma vez que os proprietários são agentes externos que dependem das informações financeiras internas divulgadas pelos gestores para tomarem decisões, esses últimos gerenciarão os resultados para aumentar o valor da firma, e corresponder às demandas dos proprietários. Assim, os gestores apresentam esse comportamento oportunístico pois possuem informações internas e essas podem ser usadas em próprio benefício.

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) afirmam que os gestores consideram que o lucro contábil é o parâmetro utilizado pelos usuários externos da informação contábil para a tomada de decisão. A partir da divulgação dos lucros, os usuários revisam suas expectativas sobre o valor da firma e ajustam suas decisões sobre investimentos que por sua vez, afetam o preço de mercado das ações.

O gerenciamento de resultados, termo equivalente a *earnings management* em inglês, é definido por Healy e Wahlen (1999) como a utilização de julgamento nas informações contábeis para alterar a percepção das partes interessadas ou para alcançar determinado resultado. Fields, Lys e Vincent (2001), o definem como a escolha contábil que é, ou oportunística (quando não há maximização do valor da empresa), ou economicamente eficiente (quando há maximização do valor da empresa).

Em virtude da evolução das pesquisas na área, a definição passou a incorporar não apenas o julgamento advindo das escolhas mais favoráveis para divulgar a informação contábil, mas também decisões acerca das práticas operacionais (Cupertino, 2013). Ressalta-se que as referidas escolhas gerenciais são feitas dentro dos limites estabelecidos pelas normas contábeis e objetivam influenciar as percepções dos agentes sobre fatos econômicos que são refletidos no resultado contábil. Por conseguinte, o termo usado neste estudo é sinônimo de manipulação das informações contábeis dentro da discricionariedade permitida em lei e não deve ser utilizado ou entendido como sinônimo de fraude contábil. Esta, por ser um ato ilegal, não será abarcada pelo trabalho e não pertence ao escopo deste estudo.

No contexto do fechamento de capital utiliza-se do aumento ou da redução dos lucros para atingir determinada meta de acordo com o tipo do fechamento, segundo evidências encontradas por Easterwood (1998), Mao e Renneboog (2015) e Perry e Williams (1994). Nestes casos, Kothari et al. (2016) afirmam que o gerenciamento de resultados pode ocorrer por duas formas: AEM e REM, cuja principal distinção é que a primeira modalidade não guarda relação com o fluxo de caixa da entidade enquanto a segunda o faz.

2.2.1 *Accruals* Earnings Management (AEM)

Os *accruals* totais são componentes transitórios do resultado contábil e surgem da diferença entre o reconhecimento contábil pelo regime de caixa e pelo regime de competência. Eles podem ser divididos em discricionários e não discricionários e representam, respectivamente, a parte passível de manipulação pelos gestores e os lançamentos contábeis relacionados aos negócios da firma.

Uma vez que o regime de competência determina que as receitas sejam reconhecidas quando realizadas e confrontadas com suas respectivas despesas, os *accruals* surgem da diferença temporal entre os efeitos econômicos das transações e o seu recebimento de fato. Consequentemente, por serem componentes transitórios do resultado, a tendência é que sejam revertidos em períodos posteriores, à medida que são realizadas as entradas e saídas de caixa. Desta maneira, o resultado contábil da empresa não é igual ao fluxo de caixa no mesmo período, salvo, em caso de inexistência dos *accruals,* pois esses fazem parte do cômputo do lucro, mas não necessariamente impactam nas disponibilidades.

Martinez (2001) ressalta que o registro dos *accruals* não é uma prática incorreta, já que o objetivo desses é mensurar o lucro no seu sentido econômico, representando o aumento efetivo da riqueza patrimonial, independentemente da movimentação financeira. Não obstante, os problemas passam a existir quando o gestor usa da discricionariedade permitida em norma para aumentar ou diminuir *accruals* com o objetivo de influenciar no resultado.

São exemplos da utilização da discricionariedade conforme as normas contábeis: i) reconhecimento muito elevado ou muito baixo das provisões, ou seja, em dissonância com a melhor estimativa possível; ii) aceleração ou desaceleração do processo de depreciação; iii) reconhecimento da receita no ato da cobrança ou durante a produção.

2.2.2 Real Earnings Management (REM)

Roychowdhury (2006) define a manipulação por atividades reais (*real earnings management,* em inglês*)*, como ações de gerenciamento em atividades que se desviam das

práticas comerciais normais, realizadas com o objetivo principal de atingir determinados resultados e com isso, induzir os usuários da informação contábil a acreditarem que as metas esperadas para o negócio estão sendo atingidas no curso normal das operações da entidade.

Roychowdhury (2006) adverte que esse tipo de conduta pode reduzir o valor da empresa, visto que as ações tomadas no período atual para aumentar os lucros podem ter efeitos negativos nos fluxos de caixa de períodos futuros. Além do impacto no fluxo de caixa da entidade, as decisões operacionais se diferem dos *accruals* por serem realizadas ao longo do exercício financeiro e por isso, são uma forma *ex ante* de gerenciamento de resultados, enquanto as decisões sobre os últimos são feitas no encerramento do exercício social e por isso são consideradas uma forma de manipulação *ex post* (Cupertino, 2013; Zang, 2012).

São exemplos de atividades reais que impactam no fluxo de caixa: i) retardamento ou antecipação de vendas, ii) descontos de preços agressivos para aumentar o volume de vendas, iii) alteração no nível de produção, iv) aceleração ou adiamento de gastos relativos à publicidade, propaganda, treinamento e pesquisa e desenvolvimento, v) aumento de despesas ou receitas não operacionais e, vi) venda de ativos reais (Martinez & Cardoso, 2009; Paulo, 2007; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012).

No modelo proposto por Roychowdhury (2006), o gerenciamento de resultados por atividades reais é analisado através de três perspectivas: níveis anormais de despesas discricionárias, níveis anormais de produção e níveis anormais do fluxo de caixa das atividades operacionais.

As despesas discricionárias estão relacionadas com as despesas com vendas, gerais e administrativas, pesquisa e desenvolvimento e publicidade, e são debitadas no mesmo período em que são incorridas. Para manipular o resultado através do aumento (diminuição) do lucro, as empresas podem reduzir (aumentar) o reconhecimento dessas despesas. Caso as despesas discricionárias sejam reduzidas (aumentadas) para se atingir determinada meta de lucro, elas apresentariam valores consideravelmente baixos (altos). A redução (aumento) dessas despesas diminui (aumenta) as saídas de caixa e isso gera um efeito positivo (negativo) no fluxo de caixa operacional no período corrente.

Quanto à produção, Francis et al. (2016) explicam que o sistema contábil no qual as demonstrações financeiras são elaboradas é feito com base no custo de absorção no qual os custos indiretos são alocados em todas as unidades produzidas no período corrente. Por conseguinte, quanto mais unidades a companhia produz, menor será seu custo indireto por unidade e assim, a companhia pode temporariamente aumentar (diminuir) seus lucros aumentando (diminuindo) a produção no período corrente. Com maiores (menores) níveis de

produção, os custos indiretos fixos são distribuídos por um número maior (menor) de unidades e assim, há uma diminuição (aumento) do custo total e a empresa registra melhores (piores) margens operacionais. A melhora (piora) dos resultados pela interferência nos níveis de produção também pode ser feita através da diminuição (aumento) do preço de venda ou aumento (diminuição) de promoções de vendas.

Os níveis anormais do fluxo de caixa das atividades operacionais podem ser verificados quando os gestores restringem (afrouxam) as políticas de crédito para temporariamente diminuir (estimular) as vendas ou como reflexo das outras decisões operacionais. Roychowdhury (2006) salienta que os níveis anormais de fluxo de caixa operacional podem estar sujeitos a influências conflitantes de outras formas de gerenciamento operacionais. Isso porque, uma redução nas despesas discricionárias ou aumento de produção repercutem no aumento dos lucros, mas enquanto o primeiro reduz os níveis anormais de fluxo de caixa, o segundo aumenta.

Um aspecto destacado por Francis et al. (2016) é que manipulação para apresentação de piora de resultados em termos de atividades reais pelos níveis anormais de despesas discricionárias, custos de produção e fluxo de caixa operacional em uma perspectiva de longo prazo pode criar certa "reserva" em termos de lucros futuros para a empresa: quando se aumenta os gastos discricionários correntes com pesquisa e desenvolvimento e publicidade, espera-se um aumento nas vendas totais em detrimento da diminuição dos lucros correntes. De forma análoga, uma redução moderada nos níveis de produção será compensada pelo aumento da produção em períodos futuros, gerando um menor custo do produto vendido em períodos futuros e, aumentar temporariamente os preços dos produtos e restringir as políticas de crédito pode transferir algumas vendas do período atual para períodos futuros, com algumas vendas perdidas para os concorrentes.

2.2.3 Utilização concomitante dos AEM e REM

Zang (2012) atesta existir um *trade-off* entre os AEM e os REM, dado pelos custos relativos de cada atividade nas empresas. Esses custos são determinados pelo ambiente operacional e contábil específicos de cada entidade, de forma que os AEM são impactados pelo escrutínio de externos, como auditores e reguladores, e pela flexibilidade contábil. Os REM, por seu turno, são impactados pelo ambiente competitivo e pela condição financeira da empresa.

Para Martinez e Cardoso (2009), o gerenciamento por atividades operacionais pode ser entendido como uma resposta lícita à regulação contábil, e por isso, espera-se que as empresas pertencentes a setores econômicos com maior regulação, por terem menores chances de

escolher práticas que lhes permitam manipular a informação contábil, passem então a manipular as decisões operacionais. Zang (2012) acrescenta que empresas com maiores parcelas de mercado e com melhor saúde financeira tendem a apresentar maiores níveis de REM, pois os gerentes seriam mais flexíveis para se desviarem de suas decisões operacionais ótimas.

Por outro lado, nas empresas que enfrentam competição intensa e que apresentam dificuldades financeiras, o custo por desviarem da estratégia ótima de produção é muito alto e por isso, optariam por manipulação por meio de AEM. Outro aspecto que favorece a escolha dos *accruals,* segundo a autora, é a existência de investidores institucionais, pois estes exercem maiores pressões para restringir os REM.

De acordo com Kothari et al. (2016), uma diferença crucial entre os AEM e os REM deriva da existência de GAAP, diretrizes e normas para os primeiros, enquanto não existe nenhuma orientação normativa para os segundos. Nesse sentido, o papel dos auditores é averiguar se as práticas contábeis das empresas atendem às normas e, caso não atendam, as empresas podem sofrer diversas sanções legais que resultam em altos custos, ou seja, apenas os AEM são alvo de apuração dos auditores. O gerenciamento baseado em atividades reais decorre das decisões operacionais e de investimento dos gerentes, não passíveis de normatização e mais próximas à estratégia da empresa. Assim, a detecção de REM é concebivelmente mais desafiadora para os investidores do que os AEM.

Quando analisados concomitantemente, sob a perspectiva temporal, Zang (2012) constatou que os gestores gerenciam o nível de *accruals* com base no nível de gerenciamento operacional, isto é, o REM precede o AEM. Isso porque as decisões operacionais acerca do nível de produção, despesas discricionárias e volume de vendas ocorrem ao longo do ano fiscal e são verificadas até o seu encerramento. Posteriormente, ao fim do ano fiscal, os gestores têm a possibilidade de ajustar os *accruals* com base nas decisões operacionais já tomadas e no nível de gerenciamento total pretendido. Em complemento, quando os gestores desejam gerenciar um montante relevante, ao invés de recorrerem somente a uma técnica, eles tendem a usar ambas ao mesmo tempo em níveis mais moderados, motivo pelo qual geralmente os REM são detectados em empresas cuja detecção dos AEM foi possível (Francis et al., 2016).

Nas companhias pertencentes ao mercado de capitais brasileiro Martinez e Cardoso (2009) verificaram que há manipulação da informação contábil por meio de AEM e REM. Os autores, obtiveram evidências de que tais modalidades são complementares e, que em alguns casos podem ser negativamente correlacionadas. Adicionalmente, Cupertino (2013) verificou um aumento relativo da utilização da manipulação por REM em detrimento aos AEM e atribuiu este fato à maior dificuldade de detecção dos primeiros.

Sob o ponto de vista de gerenciamento prévio à saída do mercado de capitais, Mao e Renneboog (2015) encontraram fortes evidências de gerenciamento de resultados negativos tanto por meio de AEM quanto por REM em momentos anteriores ao anúncio do MBO em empresas do Reino Unido. Além do mais, foi observado um aumento relativo do uso do REM, tal qual apontado por Cupertino (2013), justificado pela maior dificuldade de detecção.

2.3 Fechamento de capital

Empresas que saem do mercado de capitais e por conseguinte, passam por reestruturações, propiciam uma oportunidade única para se investigar importantes questões contábeis, econômicas e jurídicas. A principal questão contábil advém da existência de evidências de gerenciamento de resultados nos períodos que precedem a recompra de ações que ocorre em função do conflito de interesses entre gestores e acionistas (Perry & Williams, 1994).

De acordo com Matos (2001), o fechamento de capital refere-se à reversão da estrutura de capital em que as companhias que possuem ações negociadas em bolsa de valores retornam ao seu estado privado via obtenção da totalidade das ações em circulação. Visto que é necessário adquirir as ações em circulação no mercado, geralmente as empresas voltam a ser privadas através da transação denominada *Leveraged Buyout* – LBO, em que a recompra é financiada por endividamento.

No caso específico em que o grupo de investidores responsável pelos recursos do LBO é composto pelos gestores da própria companhia, que passam a ser os donos, tem-se um *Management Buyout* - MBO e, caso os gestores não sejam os responsáveis pela aquisição das ações, a recompra é denominada *Institutional Buyout* – IBO.

Matos (2001) explica o fechamento de capital através do LBO como uma operação envolvendo quatro estágios: i) A primeira etapa do processo consiste na necessidade de arrecadação dos recursos a serem utilizados no processo de recompra. O grupo original de investidores, que pode ser composto pelos gestores ou por instituições, contribui com uma parcela dos recursos necessários que constituem a base do novo patrimônio da firma que se tornará privada. A maioria dos recursos da recompra são adquiridos através de empréstimos em que os ativos da própria companhia são utilizados como garantia; ii) O segundo estágio refere-se à recompra das ações da companhia propriamente dita, que ocorre mediante pagamento de prêmio aos detentores das ações. iii) Na terceira fase ocorre a reorganização e consolidação das estratégias e processos da empresa, em prol de uma mudança de gestão com o objetivo de aumentar as receitas e os fluxos de caixa. iv) O último estágio do LBO seria aquele onde geralmente ocorre sua reversão e a empresa voltaria a ser aberta, após a sua reorganização

financeira, ou após as condições de permanência no mercado de capitais se mostrem mais favoráveis.

Rappaport (1990) complementa com a afirmação de que os LBOs podem ser considerados como, em geral, uma etapa transitória, a ser lembrada como um capítulo na história do renascimento da empresa pública. Isso por quê, empresas muito alavancadas e com propriedade concentrada não favorecem a flexibilidade necessária para a organização enfrentar as mudanças econômicas e pressões competitivas, e com isso, acabariam voltando ao mercado de capitais em um período futuro após o fechamento do capital.

Kaplan (1991) verificou que o percentual de empresas que após o LBO retornam ao mercado de capitais tem aumentado ao longo do tempo e que, na média, as empresas permanecem com o capital fechado por um período em torno de 6,82 anos. Van de Gucht e Moore (1998) acrescentam que nem todas as empresas que fecharam o capital revertem a transação, visto que os benefícios de se manterem privadas podem ser permanentes. Todavia, a probabilidade de reversão do LBO aumenta nos primeiros sete ou oito anos após o fechamento de capital.

Renneboog e Vansteenkiste (2017) relatam que o processo de LBO cria valor para a firma em função da redução nos custos de agência entre gestores e acionistas, principalmente no caso do MBO, pois os gestores passam a ser proprietários das empresas e com isso passam a ter maior interesse na criação e maximização de valor para a firma. A gestão mais concentrada também facilita o controle e monitoramento. Há também os benefícios fiscais advindos do endividamento necessário à recompra, que também impacta positivamente em termos do poder disciplinador da dívida, pois reduz o risco de investimentos em projetos ruins pela existência de fluxo de caixa livre. Os autores acrescentam que o LBO pode ser benéfico ao reduzir os custos de transação pela eliminação dos custos diretos e indiretos associados à listagem no mercado de capitais.

O mercado de capitais brasileiro, muito comumente caracterizado por sua relativa incipiência e necessidade de expansão, vem passando por mudanças relevantes com as quedas da taxa de juros ocorridas nos últimos anos e a consequente tendência de migração de investimentos de renda fixa para investimentos em ações. No entanto, empresas que fecham o capital e optam por sair do mercado de ações contrariam a perspectiva de crescimento deste mercado. Entre janeiro de 2002 e dezembro de 2020, 434 empresas cessaram a negociação de suas ações no mercado de ações brasileiro. Os anos de 2002 e 2017, apresentaram maior volume de empresas que fecharam capital, 43 e 45, respectivamente, de acordo com dados da Brasil, Bolsa, Balcão – B3 ilustrados da Figura 1.

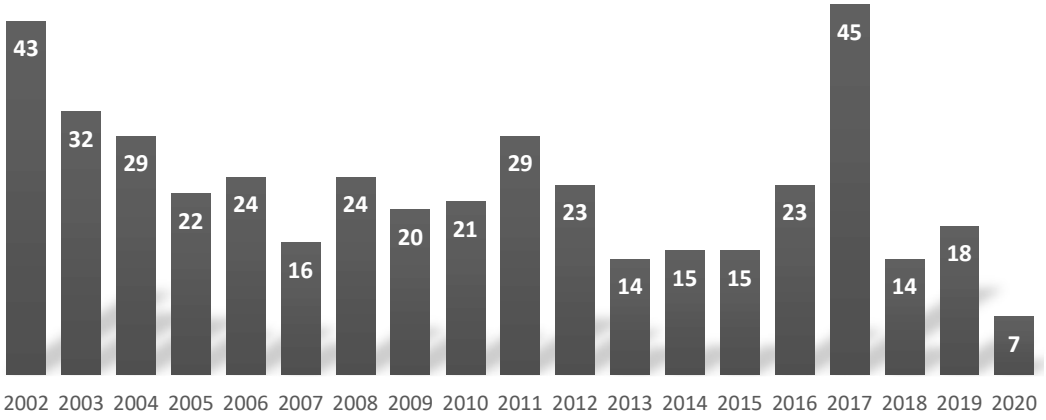

Figura 1. Número de Companhias abertas que fecharam capital entre 2002 e 2020.
Fonte: Resultados da Pesquisa a partir de dados disponibilizados pela B3.

Bortolon e Silva Junior (2015) afirmam que mercados de capitais com performances ruins representam um fator relevante para o fechamento do capital. A presença de companhias listadas cujo valor está subavaliado é comum nesse tipo de mercado, assim como problemas de agência e a existência de empresas que são adquiridas por outras companhias e retiradas da bolsa de valores para passar por um processo de reestruturação, tornando-se mais eficientes. Os autores apontam que as empresas brasileiras que fecharam o capital apresentaram como justificativa os altos custos de manutenção do capital aberto e de fornecimento de informações obrigatórias, a subvalorização dos ativos e, a ausência de necessidade de novos recursos financeiros. Essas motivações corroboram a ideia de que a saída do mercado de capitais é uma alternativa para as companhias que não possuem perspectivas de se beneficiar das vantagens de serem empresas de capital aberto.

2.3.1 Aspectos normativos do fechamento de capital no Brasil.

A Lei nº 6.385/76 conferiu à CVM a competência para expedir normas especificando casos em que o registro de companhia aberta pode ser dispensado, recusado, suspenso ou cancelado. Para que a entidade deixe de ter suas ações negociadas na bolsa de valores brasileira e volte a ser privada, ela deve efetuar uma OPA, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia (Instrução CVM n. 361, 2002).

A realização da OPA é obrigatória para a efetivação do fechamento de capital no Brasil e esta deve ser registrada na CVM. A Instrução n. 361 também dispõe que a empresa ofertante da OPA deve assegurar tratamento equitativo aos destinatários da recompra de ações e prover

a adequada informação para que eles tenham os elementos necessários à tomada de decisão. A entidade ofertante também é responsável pela veracidade, qualidade e suficiência das informações fornecidas à CVM e ao mercado, bem como por eventuais danos causados à companhia objeto, aos seus acionistas e a terceiros, por culpa ou dolo, em razão de falsidade, imprecisão ou omissão.

Para que a OPA ocorra, é necessário que a companhia contrate um agente financeiro responsável pela intermediação. Este pode ser uma sociedade corretora, distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou instituição financeira com carteira de investimento. A instituição intermediária tem a função de garantir a liquidação financeira da OPA e deve agir com diligência e cautela para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes. Deve também verificar a suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores durante todo o procedimento da OPA.

O preço ofertado para a recompra das ações deve ser uniforme e justo, e pelo menos igual ao valor de avaliação da companhia. Esta avaliação pode ser feita pela instituição intermediária, caso possua área especializada e experiência comprovada, ou por empresa especializada, com experiência comprovada. Em ambos os casos, é necessário emissão de um laudo que justifique o preço ofertado por ação. Existe também a possibilidade de fixação de preços diversos, de acordo com a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo laudo de avaliação da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada.

Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, por administrador, ou pelo acionista controlador, é obrigatória a elaboração de laudo de avaliação da companhia objeto. Este laudo deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor e objetiva refletir a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração. Ressalta-se que a opinião do avaliador quanto ao valor da empresa constante no laudo não caracteriza uma recomendação do preço de oferta para a aquisição das ações, visto que este deve ser determinado pelo ofertante.

Conforme Anexo III da Instrução nº 361, acrescentado pela Instrução CVM n. 436, de 5 de julho de 2006, o laudo de avaliação deverá indicar o valor da companhia, segundo os seguintes critérios:

a) preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, discriminando os preços das ações por espécie e classe,

dos doze meses imediatamente anteriores à publicação até a data do fato relevante e entre a data de publicação do fato relevante e a data do laudo de avaliação.

b) valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas (anuais ou trimestrais) enviadas à CVM;

c) valor econômico da companhia avaliada, com indicação, inclusive, do valor por ação, calculado por, pelo menos, uma das seguintes metodologias: fluxo de caixa descontado, múltiplos de mercado ou múltiplos de transação comparáveis, de acordo com entendimento fundamentado mais adequado ao caso da companhia, para que essa seja avaliada corretamente;

d) outro critério de avaliação escolhido pelo avaliador geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, previsto em lei ou aceito pela CVM, para a definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso, e não abrangido nas alíneas anteriores.

A OPA deve ser divulgada como fato relevante e para sua efetivação, é necessário que seja feito um leilão em bolsa de valores, exceto se autorizado outro procedimento pela CVM. Ressalta-se que após o cancelamento do registro de companhia aberta, o acionista não poderá alienar suas ações na bolsa de valores. É permitido que a CVM autorize a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas, tal como cancelamento de registro e alienação de controle.

Para que haja o cancelamento de registro de emissor de ações, a companhia deve encaminhar o pedido de cancelamento à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, concomitantemente com o pedido de registro da OPA para cancelamento de registro (Instrução CVM n. 480, 2009). A SRE verifica o atendimento dos requisitos estabelecidos pela documentação e encaminha a solicitação para Superintendência de Relações com Empresas – SEP. O emissor deve então divulgar a informação de deferimento ou indeferimento do cancelamento de registro aos investidores, na mesma forma estabelecida para divulgação de fato relevante. O período da OPA é compreendido entre a data em que a OPA for divulgada ao mercado (por meio de fato relevante ou por edital publicado), e a data de realização do leilão ou da revogação da OPA.

A Instrução CVM n. 361 estabelece situações excepcionais em que é permitida a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado: casos em que a companhia possui concentração extraordinária de suas ações; dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas; pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação; operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas. Nestes casos, é

preciso que a companhia faça a solicitação de dispensa de OPA e esta é apreciada em decisão colegiada da CVM.

A Instrução CVM n. 480 define circunstâncias passíveis de cancelamento de ofício do registro em caráter excepcional à OPA. A CVM pode cancelar o registro da companhia aberta quando o emissor das ações possui uma suspensão do registro por um período superior a 12 meses, por não cumprir suas obrigações periódicas por um período também acima de 12 meses. O registro também é cancelado de ofício quando há extinção do emissor, como nos casos como falência, dissolução e liquidação da firma. Adicionalmente, a CVM reconhece como válida a operação de incorporação de ações, sem que haja a necessidade de realizar os procedimentos necessários ao cancelamento de registro das companhias abertas.

Em suma, para que haja o cancelamento de registro de emissor de ações é necessária a realização de OPA, que pode ser pela própria empresa, pelo acionista controlador ou por alienação. Todavia, esta pode ser dispensada mediante solicitação, além disso, o registro pode ser cancelado de ofício, por descumprimento de obrigações, e em casos de falência, dissolução e liquidação, e quando há incorporação das companhias listadas.

2.4 Gerenciamento de resultados antes do fechamento de capital

DeAngelo (1986) e Perry e Williams (1994) afirmam ser muito comum que os gestores sejam acionados judicialmente para responderem a alegações de violação do dever fiduciário de zelar pelos interesses dos acionistas em processos de recompra de ações. Ratificando o mencionado, Mao e Renneboog (2015) apontam que quase todos os processos de recompra de ações no Reino Unido são contestados pelos seus detentores, que pleiteiam o não atendimento de seus interesses. Desta forma, os resultados ruins divulgados em períodos anteriores ao anúncio do fechamento de capital, podem ser utilizados como evidências de que o preço de aquisição da transação foi justo.

Rodrigues (2013) sustenta que quando o cancelamento de registro é feito por OPA pela própria empresa, os gestores podem ter incentivos para piorarem os lucros, com o objetivo de pagar o menor preço possível pelas ações dos acionistas minoritários. O objetivo seria sinalizar uma situação econômica desfavorável e obter os benefícios da aceitação por parte dos acionistas de um preço de venda menor, de forma que a recompra seja feita de uma maneira mais barata. Lee, Rosenstein, Rangan e Davidson III (1992) acrescentam que os gestores auferem benefícios maiores quanto menor for o preço da oferta de recompra, pois incorrem em menores custos para a aquisição das ações e, consequentemente, existe uma maior probabilidade de a operação ser bem-sucedida, principalmente, em função da menor dívida incorrida.

Quando a OPA é feita por empresa do grupo de controle, os gestores das empresas controladas são incentivados a influenciarem negativamente os resultados antes da saída do mercado de capitais, para que o custo de aquisição da empresa controladora seja o menor possível.

Em contrapartida, quando a OPA é feita mediante alienação da empresa, os gestores tendem a aumentar os lucros para que a venda ocorra a um preço favorável às suas intenções particulares, principalmente se tiverem ações da empresa, e com isso, a entidade compradora pagaria um preço acima do que as ações de fato valeriam.

Zhu e Lu (2013) afirmam quando as empresas saem do mercado de capitais em função de incorporação, os gestores são incentivados a procurar maneiras de aumentar os preços das ações de suas empresas antes que o evento ocorra, a fim de melhorar as relações de troca das ações, ou reduzir o custo de compra dos alvos. Para Erickson e Wang (1999), tanto a empresa adquirida como a adquirente possuem incentivos para gerenciarem seus resultados, e a segunda o faz pois pressupõe que a empresa alvo também fará, e assim, seria uma forma de balancear a valorização ilusória. A empresa compradora é estimulada a aumentar seus lucros, caso suas ações sejam utilizadas para pagar a totalidade ou parte da compra da empresa alvo. Quanto maior o valor das suas ações, menos a empresa irá gastar no processo de aquisição, porque menos ações serão dispendidas para a compra da empresa-alvo. A empresa alvo, por sua vez, também possui incentivos para gerenciar seus resultados para melhorá-los e com isso, aumentar o valor das suas ações para que a transação gere o maior lucro possível para os acionistas da empresa vendida.

Fischer e Louis (2008) ressaltam que o incentivo dos gestores para influenciar na divulgação dos lucros pode afetar a capacidade de financiamento das firmas. Assim, as empresas que dependem fortemente de recursos externos para efetuar o processo de recompra de ações podem ter incentivos a aumentar os lucros ou não os reduzir tanto quanto desejado, em prol de obterem termos mais favoráveis e condições melhores de empréstimos.

Ressalta-se que o gerenciamento de resultados aumenta a assimetria informacional entre investidores, *stakeholders*, analistas e reguladores. Esses efetuam a tomada de decisão sobre as demonstrações contábeis afetadas pela discricionariedade dos executivos, em detrimento das informações que apresentam a real situação econômica e financeira das empresas (Almeida, 2010). Como o motivo do fechamento pode criar incentivos ao gerenciamento, tanto para aumentar quanto para diminuir os lucros, essa possibilidade dificulta a compreensão da real causa do fechamento, isto é, obscurece o discernimento por parte dos usuários da informação se a saída do mercado de capitais ocorreu por dificuldades operacionais e financeiras das

empresas ou por prejuízos sucessivos e intencionais, advindos de escolhas contábeis ou decisões operacionais (Souza et al., 2013).

2.4.1 Resultados de pesquisas feitas no âmbito internacional sobre gerenciamento de resultados no contexto de fechamento de capital

Mao e Renneboog (2015) apuraram se os gestores manipularam os lucros para que o MBO fosse efetuado a menores preços. No estudo, foram levados em consideração o AEM, estimados pelo modelo de Kothari et al. (2005), REM, estimados segundo Roychowdhury (2006) e o gerenciamento por reavaliação de reservas de ativos, prática não permitida pelas normas brasileiras.

Para identificar quais seriam os incentivos da gerência para manipular os lucros, o estudo contrastou o MBO com a compra de ações por investidores institucionais e utilizou como parâmetro as empresas que não saíram do mercado de capitais. A amostra foi composta por dados de 163 empresas do Reino Unido que fecharam capital entre os anos de 1997 e 2007 e para cada empresa, foi identificada uma empresa comparável, de acordo com a mesma indústria, atividade e performance.

Os resultados apontaram fortes evidências de gerenciamento para redução dos lucros, tanto por AEM quanto por REM, quando a recompra é feita pela própria gerência da companhia. Isso corroborou com a suposição de que a gerência, quando envolvida no processo de recompra das ações, possui incentivos para apresentar lucros menores para tentar diminuir o preço da recompra. Quando a recompra de ações foi feita por instituições, identificou-se gerenciamento para reduzir os lucros via *accruals* discricionários, porém não foram encontradas evidências significativas para atividades reais. O estudo também verificou gerenciamento positivo em empresas que passam pelo processo de aquisição normal, o que corrobora a proposição de haver incentivos de gerenciamento positivos, nesse caso, para auferir maior preço de venda.

Outros pontos evidenciados pelo estudo de Mao e Renneboog (2015) foram a não identificação de gerenciamento de resultado por reavaliação de ativos e a ausência de evidências de que uma alta necessidade de financiamento para as recompras alavancadas mitiga a manipulação para diminuição de lucros nos processos de recompra pela gerência. Em termos de tempo em que é feito o gerenciamento dos resultados anterior à divulgação da recompra, foi identificado que a manipulação geralmente ocorreu um ano antes do anúncio da transação.

O estudo internacional seminal que analisou o gerenciamento de resultados anterior ao fechamento de capital foi feito por DeAngelo (1986). Nele, foram analisadas 64 empresas americanas que fecharam capital entre 1973 e 1982 através do MBO. Não foram encontradas

evidências que suportam a hipótese de haver gerenciamento de resultados previamente à saída da firma do mercado de capitais, em termos de AEM. A autora justifica que o processo demanda atenção do mercado e a análise detalhada do desempenho econômico das empresas, e esses são fatores que mitigam a ação dos gestores em termos de escolhas contábeis. No entanto, Perry e Williams (1994) destacam diversas falhas metodológicas no estudo de DeAngelo (1986), tais como: a assunção do componente não discricionário dos *accruals* igual a zero, o número reduzido de empresas utilizadas como amostra do estudo e, a composição da amostra, que continha 14 empresas que fecharam capital depois do anúncio de oferta de aquisição hostil.

O estudo de Perry e Williams (1994), por sua vez, avaliou os incentivos dos gestores em reduzir os lucros propositalmente antes do anúncio da oferta de MBO, levando em consideração todos os pontos falhos identificados no artigo de DeAngelo (1986). A amostra utilizou dados financeiros de 175 companhias americanas que fecharam capital entre os anos de 1981 e 1988 e essas foram comparadas com um grupo de controle composto por empresas comparáveis por segmento e tamanho (receita) que não fecharam capital.

Estimou-se os AEM utilizando o modelo proposto por Jones (1991) e, como resultados, foram encontradas evidências de manipulação com o intuito de diminuir os resultados no ano anterior ao anúncio público da intenção da administração de fazer uma oferta pelo controle da empresa. Perry e Williams (1994) explicaram que a piora dos resultados antes do MBO seria resultado da intenção dos gestores de reduzir o preço de aquisição das ações. O estudo também analisou a saúde financeira das empresas que fecharam o capital em termos de variação nos lucros, fluxo de caixa e receita e foi verificado que elas, na média, não fecharam capital por problemas financeiros.

Li, Qian e Zhu (2013) observaram que no ano anterior ao anúncio do MBO, as empresas apresentam níveis menores de *accruals* discricionários e níveis maiores de despesas discricionárias com vendas, gerais e administrativas, além de realizar perdas com a venda de ativos. A análise foi feita com dados de empresas americanas no período de 1985 a 2005 e utilizados os modelos de Jones (1991) para a estimação dos AEM de Roychowdhury (2006) para mensurar os REM.

Francis et al. (2016) buscaram verificar evidências de gerenciamento através de atividades operacionais para piorar resultados em três tipos de eventos corporativos: recompra de ações, MBO e prêmio de opções de CEO. Especificamente no estudo do MBO, a amostra utilizada abrangeu o período de 1980 a 2011 e continha 281 empresas. Por questões comparativas, o estudo também estimou os *accruals* discricionários pelo modelo Jones Modificado controlado pela performance. Como resultado, as empresas pioram seus resultados

não só por REM, mas também por AEM. Além disso, os autores afirmam que os resultados da pesquisa sugerem que as empresas não escolhem simplesmente o REM sobre a AEM, mas para minimizar o custo total do gerenciamento, eles equilibram as magnitudes das duas técnicas.

O estudo de Tutuncu (2019) buscou verificar o efeito do gerenciamento de resultados antes da operação de compra feita pelos gestores no desempenho posterior de empresas privadas do Reino Unido. Foram examinados os dados de 291 empresas que sofreram aquisição pelos seus gestores entre os anos de 2004 e 2012. A análise abarcou os três anos posteriores ao fechamento de capital e para capturar os AEM o autor utilizou os modelos de Jones (1991) e Kothari et al. (2005).

Como resultado, foi verificado que quando a gerência está envolvida no processo de recompra de firmas privadas, contrariamente às empresas de capital aberto, há uma superestimação de lucros e isso tem como consequência uma deterioração do desempenho posterior. Ademais, foi observado que as recompras de ações que obtiveram recursos através do *private equity* - que é uma modalidade na qual os investidores aportam o capital diretamente na empresa em troca de uma participação percentual no capital social - gerenciam menos seus resultados. Complementarmente, o trabalho concluiu que os *accruals* discricionários estão inversamente associados à melhoria de desempenho nos três anos subsequentes à OPA.

Tabela 1
Pesquisas internacionais sobre gerenciamento de resultados prévio ao fechamento de capital

Referência	Objetivos	Dados da amostra	Tipo de gerenciamento pesquisado	Resultados
DeAngelo (1986)	Investigar as decisões contábeis tomadas por gestores previamente ao MBO.	64 empresas americanas que fecharam capital entre os anos de 1973 e 1982.	AEM mensurados pela diferença entre o resultado e o fluxo de caixa operacional, menos os *accruals* do ano anterior.	Não obteve evidências de diminuição de resultados antes do MBO.
Perry e Williams (1994)	Avaliar os incentivos dos gestores em reduzir os lucros propositalmente antes do anúncio de fechamento de capital por MBO.	175 empresas americanas que fecharam capital entre 1981 e 1988.	AEM estimados pelo modelo de Jones (1991).	Evidências de gerenciamento para piorar os resultados no ano anterior ao fechamento de capital.
Li et al. (2013)	Verificar se as empresas reduzem seus resultados anteriormente ao MBO.	323 empresas americanas não financeiras referentes aos anos de 1985 a 2005.	AEM estimados pelo modelo de Dechow et al. (1995) e REM estimados pelo modelo de Roychowdhury (2006).	Evidências significativas de que no ano anterior ao anúncio do MBO as empresas apresentam menores níveis de AEM e maiores níveis de despesas discricionárias com vendas, gerais e administrativas, além de realizar perdas com a venda de ativos.
Mao e Renneboog (2015)	Verificar se os gestores envolvidos no processo de MBO, manipulam seus resultados para comprar a empresa a menores preços.	163 empresas públicas do Reino Unido referentes aos anos de 1997 a 2007.	AEM estimados pelo modelo de Kothari et al. (2005) e REM estimados pelo modelo de Roychowdhury (2006).	Fortes evidências de AEM e REM negativos em MBO. Para o IBO, verificou-se gerenciamento negativo via *accruals* e não obteve evidências significativas de manipulações reais.
Francis et al. (2016)	Verificar a existência de REM para piora de resultados em períodos anteriores ao MBO.	281 empresas americanas que realizaram MBO entre os anos de 1980 e 2011.	AEM estimados pelo modelo de Dechow et al. (1995) e REM estimados pelo modelo de Roychowdhury (2006)	Fortes evidências de gerenciamento de resultados negativos por AEM e REM antes do MBO.
Tutuncu (2019)	Verificar o efeito do gerenciamento de resultados antes do processo de recompra de empresas privadas no desempenho posterior.	291 empresas privadas do Reino Unido que recompraram seus títulos entre 2004 e 2012.	AEM estimados pelos modelos de Jones (1991) e Kothari et al. (2005).	Evidências de que nos MBOs de firmas privadas, contrariamente às empresas de capital aberto, há uma superestimação de lucros.

Fonte: Elaborada pela autora.

2.4.2 Resultados de pesquisas feitas no âmbito nacional sobre gerenciamento de resultados no contexto de fechamento de capital

A pesquisa de Santos e Carvalho (2010) relacionou o gerenciamento de resultados à iminência de fechamento de capital, utilizando dados trimestrais de 132 empresas que saíram do mercado de capitais brasileiro entre os anos de 1999 e 2009. Por questões comparativas, como grupo de controle, foram utilizados dados de todas as empresas listadas no mercado de capitais, exceto as financeiras.

Tal como Perry e Williams (1994), o modelo de Jones (1991) foi utilizado para estimar os AEM. A pesquisa também utilizou as metodologias propostas por Dechow et al. (1995) e por Kothari et al. (2005). Foi verificado que há diferenças no tipo de manipulação, dependendo do tipo de fechamento: as empresas que fecharam o capital por OPA ou aquisição por controladoras, gerenciaram negativamente seus lucros e as demais aquisições tiveram seus resultados manipulados para cima. Foi também verificado que as empresas manipularam seus lucros aproximadamente dois anos antes do fechamento do capital (Santos & Carvalho, 2010).

Posteriormente, Souza et al. (2013) analisaram os efeitos do fechamento de capital nos incentivos às práticas de gerenciamento e para isso, utilizaram os dados anuais de 197 empresas brasileiras que fecharam capital no período de 2000 a 2012. Eles utilizaram os modelos KS (1995) e Eckel (1981) para estimar os *accruals* discricionários e a suavização de resultados, respectivamente. As empresas foram classificadas por motivos de fechamento entre voluntário ou incorporação e seus resultados foram comparados com grupos de controle compostos por empresas comparáveis por setor e tamanho do ativo total e por todas as companhias abertas que não haviam fechado o capital.

O estudo encontrou evidências de gerenciamento de resultados prévio ao fechamento de capital. Entretanto, contrariamente às evidências de direção de manipulação relacionadas aos motivos do fechamento verificadas por Santos e Carvalho, (2010), Souza et al. (2013) não identificaram que os motivos de fechamento investigados, voluntário e incorporação, influenciam na prática de gerenciamento de resultados de maneira distinta. O estudo também não encontrou evidências de práticas de suavização de resultados nas empresas que fecharam o capital.

Rodrigues (2013) tratou das evidências de gerenciamento de resultados em OPAs por meio de *accruals* em operações ocorridas entre 2007 e 2012, expurgadas as empresas financeiras e seguradoras. A amostra final utilizada foi de 65 empresas e os *accruals* discricionários foram obtidos por meio do modelo KS (1995), tal qual no estudo feito por Souza et al. (2013). Foram encontradas evidências de que as empresas cujas ações foram objeto de

OPA no período de análise, gerenciam seus resultados tanto para mais, quanto para menos, sendo que pelos menos 50,78% dos *accruals* apresentaram sinal negativo, o que indica gerenciamento de resultados com o objetivo de reduzir lucros.

Os estudos de gerenciamento de resultados sobre as empresas brasileiras que fecharam capital utilizam os AEM como *proxy* para o gerenciamento de resultado, sendo a metodologia KS (1995) a mais frequentemente utilizada. Ressalta-se que não foram encontrados trabalhos brasileiros relevantes que verificaram o gerenciamento por meio da prática de REM previamente ao fechamento de capital.

Tabela 2

Pesquisas nacionais sobre gerenciamento de resultados prévio ao fechamento de capital

Referência	Objetivos	Dados da amostra	Tipo de gerenciamento pesquisado	Resultados
Santos e Carvalho, (2010)	Investigar a dinâmica da manipulação de resultados de empresas brasileiras que fecharam capital.	Dados trimestrais de 132 empresas que fecharam capital entre os anos de 1999 e 2009.	*Accruals* discricionários captados pelos modelos de Jones (1991), Dechow et. al (1995) e Kothari, et. al. (2005).	Evidências de que empresas cujos fechamentos ocorreram através de OPA e aquisição por suas controladoras tendem a manipular negativamente seus lucros. As demais aquisições levam à manipulação para aumento dos resultados.
Souza et al. (2013)	Analisar os efeitos do fechamento de capital nos incentivos às práticas de gerenciamento de resultados de empresas brasileiras, levando em consideração os motivos divulgados pelas empresas.	Dados anuais de 197 empresas brasileiras que fecharam capital entre os anos 2000 e 2012.	*Accruals* discricionários captados pelo modelo KS (1995) e suavização de resultado captada pelo modelo de Eckel (1981).	Evidências de práticas de gerenciamento de resultados no fechamento de capital. Não foi possível identificar diferentes incentivos ao gerenciamento conforme a motivação do fechamento.
Rodrigues (2013)	Identificar e analisar empiricamente o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras que foram objeto de OPA.	Dados anuais de 65 empresas entre os anos 2007 e 2012.	*Accruals* discricionários captados pelo modelo KS (1995)	Evidências de gerenciamento de resultados em todo o período analisado. Sendo que pelos menos 50,78% dos *accruals* apresentaram sinal negativo, significando que o gerenciamento de resultados tem como objetivo reduzir lucros.

Fonte: Elaborada pela autora.

3 Hipóteses de Pesquisa

Visto que os gestores possuem autonomia e podem utilizar disso para maximização do seu próprio bem-estar em detrimento dos acionistas e demais partes interessadas, há a possibilidade do uso da discricionariedade em relação à realização de escolhas contábeis e na tomada de decisões operacionais da firma para manipular os resultados para atingir determinado objetivo. Sob o enfoque da saída das empresas do mercado de capitais, esse evento pode gerar distintas motivações para que os gestores utilizem de seu poder de decisão em benefício próprio ou de algum grupo com interesses comuns. Em função disso, com base na revisão de literatura e nas evidências verificadas em estudos internacionais e nacionais sobre o tema, as seguintes hipóteses foram elaboradas:

Hipótese 1: As empresas brasileiras, na iminência de fecharem o capital, manipulam suas informações contábeis por meio de *accruals* discricionários e/ou de atividades reais em ao menos um dos dois anos anteriores à data do anúncio do cancelamento de registro.

Perry e Williams (1994) afirmam que o planejamento do fechamento de capital pode durar anos antes da oferta de fato, e por isso presume-se que os gestores divulguem pelo menos uma demonstração financeira anual na qual o gerenciamento de resultado possa ocorrer. Apesar de algumas companhias terem a oportunidade de gerenciar seus lucros por vários anos antes da oferta, os autores acreditam e, os dados de suas pesquisas confirmaram, que o ano imediatamente anterior à oferta para se tornar privada é o período mais provável para ocorrer a manipulação sistemática dos lucros. Em congruência com o exposto, Li et al. (2013) e Mao e Renneboog (2015) encontraram fortes evidências de manipulação para diminuição dos resultados por meio de AEM e REM no ano anterior ao anúncio de fechamento de capital por MBO.

Todavia, a análise dos dados brasileiros feita por Santos e Carvalho (2010) encontrou evidências significativas de que as empresas que fecharam capital por OPA ou aquisição diminuem seus resultados aproximadamente dois anos antes da saída do mercado de ações. Dadas as evidências apresentadas por estudos anteriores, entende-se que os dois anos anteriores à data do fechamento seja o período mais plausível de manipulação dos resultados motivada pela saída do mercado de capitais.

Hipótese 2: O tipo de fechamento de capital influencia na motivação e na direção (para maior ou para menor) do gerenciamento de resultados.

Os incentivos à manipulação dos resultados em períodos anteriores ao fechamento do capital estão relacionados ou à economia dos custos de recompra de ações ou à obtenção de maiores lucros possíveis com a transação (Easterwood, 1998; Francis et al., 2016).

A manipulação pertinente à economia dos custos relativos à recompra de ações está relacionada às empresas que fecham o capital por meio de OPA feita pela própria empresa ou empresa do grupo de controle e em casos de dispensa de OPA. Empresas que fecham o capital por meio de OPA feita por suas empresas controladoras são incentivadas por essas a divulgarem resultados ruins que suscitariam a diminuição do preço das ações, e consequentemente, haveria um menor custo de aquisição. Como a transação pode ser feita via troca das ações da empresa controlada pelas ações da empresa controladora ou por meio de dispêndio de recursos monetários, quanto menor o preço das ações da empresa controlada, menos ações da empresa controladora serão dadas em troca na transação ou menor o dispêndio monetário da controlada e consequentemente, menor endividamento desta (Easterwood, 1998).

Além disso, Mao & Renneboog (2015) explicam que em processos de fechamento em que as ações das empresas são adquiridas por suas controladas, os gestores que têm perspectiva de permanecer na empresa podem optar por reduzir os lucros antes do processo de recompra das ações para aparentar melhor performance nos momentos posteriores à saída do mercado de capitais. Assim, espera-se que as empresas que fecham capital por OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa tendam a diminuir os resultados para que o preço das ações seja depreciado.

De modo análogo, espera-se que as empresas que fecham capital voluntariamente e são dispensadas de OPA diminuam seus resultados. A empresa deve pleitear um pedido de dispensa de OPA junto à CVM, que o analisa e aprecia por decisão de órgão colegiado. Uma vez que a aprovação da dispensa de OPA é incerta, é plausível que a empresa tenha incentivos a apresentar menores resultados para que as ações tenham um menor preço, caso tenha que efetuar todo o processo de OPA para aquisição da totalidade das ações para cancelamento de registro. Com o preço da ação menor, a empresa precisaria dispender menos recursos ou se endividar menos e assim, teria menores custos na aquisição das ações.

Os incentivos à manipulação relacionados à obtenção de maiores lucros com a transação são relativos aos fechamentos de capital por meio de OPA para alienação de controle, incorporação e falência.

Em processos de alienação em que a aquisição das ações para fechar o capital é feita por empresas que não fazem parte do grupo de controle, é improvável que a gerência da empresa que está saindo do mercado de capitais permaneça na gestão, visto que a empresa adquirente já possui uma estrutura administrativa. Por isso, os gestores das empresas que são alienadas possuem grandes incentivos para manipularem positivamente os resultados, tanto para que aumente o valor de suas compensações e bônus no período corrente, em função do bom desempenho da empresa, quanto para que este bom desempenho seja uma boa forma de demonstrar competência e fazer com que eles permaneçam em seus postos de trabalho (Erickson & Wang, 1999).

Além disso, se os gestores possuem ações da empresa, resultados positivos tendem a valorizar o preço das ações, o que geraria maiores lucros em caso de venda de suas partes. As evidências indicam que como os gestores usualmente perdem algum ou todo o controle nesse tipo de operação, existe a possibilidade que se utilizem desse recurso como um mecanismo para dificultar a tomada de controle (*anti take over device)*, ou seja, usam do gerenciamento de resultados como um mecanismo de entrincheiramento (Easterwood, 1998).

Espera-se que as empresas que saem do mercado de capitais em função da incorporação por substituição de ações melhorem seus resultados, pois, de acordo com Erickson e Wang (1999), em muitas transações de aquisição, as firmas adquirentes compram as empresas alvo com suas ações e nesse tipo de operação os acionistas das empresas adquiridas recebem em troca um número específico de ações da empresa adquirente ao preço acordado entre ambas as empresas. A relação de troca entre as ações é determinada pelo preço das ações da firma adquirente quando há o acordo da venda e os autores afirmam que as empresas alvo de aquisições por troca de ações possuem incentivos em aumentar seus lucros para aumentar o preço de transação.

Por fim, espera-se que as empresas que possuem registro cancelado em função de falência ou liquidação melhorem seus resultados, afinal, de acordo com Campa e Camacho-Miñano (2015), o nível de dificuldade financeira afeta o comportamento dos gestores de forma que a pressão causada por sucessivos períodos de resultados ruins é um fator que pode induzi-los a fazerem escolhas referentes aos *accruals* e às atividades reais para aumentar os lucros.

Beneish, Press e Vargus (2012) explicam que nos anos anteriores à falência, quando as empresas apresentam dificuldades financeiras, os gestores tendem a optar pelo gerenciamento de aumento dos resultados a fim de retardar o processo de falência e adiar os custos de inadimplência. Quanto à escolha entre a maneira em que os lucros podem ser gerenciados, os autores afirmam que, de acordo com o resultado de suas pesquisas, a manipulação por

atividades reais é mais utilizada quando há circunstâncias extremas, em que os gestores precisam de resultados imediatos, independentemente das desvantagens e dos custos.

Hipótese 3: Existem diferenças estatisticamente significativas em relação à prática de gerenciamento de resultados das empresas que fecharam capital comparadas às empresas que não fecharam capital.

Perry e Williams (1994) verificaram que as em empresas que fecharam capital por MBO apresentaram, em média, gerenciamento para piorar os resultados, estimados em termos de *accruals* discricionários, com valores econômicos substanciais se comparadas às empresas do grupo de controle composto por empresas que não participaram de MBOs.

Corroborando os autores, Li et al. (2013) analisando o gerenciamento de resultados em MBO, também verificaram que as empresas apresentaram níveis anormais de *accruals* discricionários substancialmente baixos em comparação com as empresas do grupo de controle composto por empresas que permaneceram no mercado de capitais americanos.

Sendo assim, espera-se que as empresas brasileiras que fecharam capital, tal qual as empresas estrangeiras, apresentem níveis de gerenciamento maiores se comparadas com as empresas que não fecharam capital.

4 Metodologia

A abordagem metodológica que mais se adequa ao objeto desse estudo é a abordagem quantitativa, que utiliza dados numéricos e instrumental estatístico/econométrico. Este estudo caracteriza-se por ser um estudo empírico, que analisa as evidências de gerenciamento de resultados previamente ao fechamento de capital e para isso, utiliza-se de dados financeiros de uma amostra composta por empresas que fecharam capital entre os anos de 2002 e 2020.

Essa pesquisa é classificada como descritiva quanto aos objetivos, pois utiliza-se de modelos estatísticos para identificar o gerenciamento de resultados e, desta forma, descrever determinada característica da amostra em estudo (Gil, 2002). Em termos de estratégias, foram utilizadas a pesquisa bibliográfica e documental, esta última obtida nas demonstrações financeiras das empresas, seus respectivos formulários de referência e nos editais de aquisição de ações.

4.1 Seleção da amostra e coleta de dados

O foco da análise do estudo e, portanto, a principal amostra, são as empresas que fecharam capital entre os anos de 2002 e 2020. Todavia, para entender o gerenciamento de resultados neste grupo, essas empresas que fecharam capital foram comparadas com empresas que permaneceram com capital aberto no ano anterior à data de fechamento e dois anos anteriores, constituindo desta forma, a amostra secundária do estudo.

A data de início da coleta de dados refere-se ao advento da Instrução n. 361 da CVM, quando a OPA passou a ser condição obrigatória para fechamento de capital, bem como a publicação de edital sobre o processo. A relação das empresas com listagem cancelada na bolsa de valores entre janeiro de 2002 e dezembro de 2020 foi obtida nas informações das companhias fornecidas pela B3 e compatibilizada com as informações sobre as companhias abertas disponibilizadas pela CVM. No período de análise, 417 empresas brasileiras tiveram sua listagem cancelada.

Deste total, 75 empresas foram expurgadas da amostra, por estarem relacionadas a atividades financeiras, como bancos, seguradoras e securitizadoras, tal qual feito por Collins et al. (2017), Lara et al. (2020), Li et al. (2013), Mao e Renneboog, (2015), Paulo (2007), Souza et al. (2013), Roychowdhury (2006) e Zang (2012). Essas empresas apresentam diferenças estruturais nas suas demonstrações financeiras e são regidas por regulamentações específicas. Como consequência, a natureza dessas atividades faz com que existam procedimentos

específicos para estimação do gerenciamento de resultados em empresas relacionadas às atividades financeiras, que extrapola o foco da presente pesquisa.

Os dados das demonstrações financeiras necessários para o estudo foram obtidos nas bases de dados da Economatica e da CVM. Doze empresas da amostra inicial das empresas que fecharam capital no período analisado não tinham suas informações disponibilizadas e assim, a amostra final do estudo foi composta por 330 empresas. Quanto a amostra das empresas que permaneceram com capital aberto, de acordo com a base de dados Economatica, 517 empresas apresentaram informações financeiras referentes ao período analisado, tal qual apresentado na Tabela 3.

Tabela 3
Amostra do estudo

Critério para definição da amostra	Quantidade
Empresas brasileiras que fecharam capital entre os anos de 2002 e 2020	417
(-) Empresas de setores relacionados à atividade financeira	(75)
Total	342
Empresas sem dados financeiros	(12)
Amostra final – empresas que fecharam capital	**330**
Amostra final - empresas que não fecharam capital	**517**
Total	**847**

Fonte: Dados disponibilizados pela B3, CVM e Economatica.

A informação contendo a justificativa da deslistagem para identificar o tipo do fechamento de capital foi obtida nos respectivos sites da B3 e da CVM, bem como por meio da análise de notícias contendo fatos relevantes do mercado de ações brasileiros e nos editais de OPA publicados.

A Instrução n. 361 da CVM dispõe que para efetuar o cancelamento de registro a companhia deve realizar OPA para aquisição da totalidade das ações em circulação e esta deve ser precedida por um edital de anúncio da oferta, contendo informações sobre o ofertante, data do leilão das ações e laudo de avaliação da empresa. A CVM disponibiliza a relação de todas as OPAs ocorridas no mercado de capitais brasileiro desde o ano de 2002 e seus respectivos editais e laudos de avaliação. A partir da leitura dos editais foi possível classificar as empresas de acordo com o tipo de OPA:

i) Se a oferta de aquisição de ações foi feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa, a empresa foi classificada com o motivo “OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa”.

ii) Caso o ofertante tenha sido uma empresa que não pertença ao grupo de controle, a empresa foi classificada no grupo “OPA por alienação de controle”.

Em ambos os casos o marco temporal considerado foi a data de publicação do edital, em que o mercado teve conhecimento de que a empresa iria fechar o capital.

As empresas que apresentaram situações excepcionais à OPA para fechamento de capital como forma de saída do mercado de capitais foram classificadas nos seguintes grupos:

iii) Caso as empresas tenham saído voluntariamente do mercado de capitais após requerimento deferido pela CVM autorizando a dispensa de OPA, elas fazem parte do grupo "Dispensa de OPA" e o marco temporal é a data do ofício de autorização para o cancelamento de registro por dispensa de OPA divulgado pela CVM.

iv) As empresas que tiveram suas atividades interrompidas em função de falência ou liquidação foram classificadas no grupo "Falência ou Liquidação", e o marco temporal utilizado para coleta das informações financeiras é a data do ofício da CVM informando o cancelamento de registro da companhia ou a data do comunicado ao mercado.

v) As empresas que foram incorporadas por substituição de ações foram classificadas como "Incorporação por substituição de ações", e a data considerada refere-se à data em que a transação foi anunciada ao mercado por meio de fato relevante.

vi) As empresas que tiveram o registro cancelado de ofício pela CVM foram classificadas como "Cancelamento de ofício", e foi considerada a data na qual a CVM emitiu comunicado do cancelamento para o mercado.

Ressalta-se que não foram levantadas hipóteses específicas sobre incentivos ao gerenciamento de empresas que tiveram seu registro cancelado de ofício pela CVM por se tratar de um processo lento que extrapolaria os dois anos anteriores ao anúncio do fechamento abarcados nesta pesquisa. A decisão da CVM de cancelamento de registro de ofício ocorre após doze meses do processo de suspensão, que se inicia quando a empresa não cumpre com suas obrigações de divulgação de informações financeiras por um período superior a doze meses. Durante o processo, a empresa pode recorrer da decisão e é capaz de reverter o cancelamento caso divulgue as informações financeiras obrigatórias.

A Tabela 4 resume a classificação feita e a quantidade de empresas agrupadas por tipo de fechamento.

Tabela 4
Classificação conforme tipo de fechamento de capital

Motivo fechamento	**Quantidade**
OPA feita por acionista controlador ou pela própria empresa	92
OPA por alienação de controle	22
Dispensa de OPA	78
Falência ou Liquidação	19
Incorporação por substituição de ações	72
Cancelamento de ofício	47
Total	**330**

Fonte: Elaborada pela autora.

Tendo como base a afirmação de Zang (2012) acerca da diferença de ocorrência temporal dos REM e AEM, em que as decisões sobre os primeiros são tomadas ao longo do ano fiscal enquanto as decisões sobre os últimos ocorrem após o encerramento do exercício, os dados coletados foram referentes às demonstrações financeiras anuais divulgadas pelas companhias.

Uma vez concluído o processo de saída do mercado de capitais, as informações financeiras posteriores ao evento não necessariamente ficam disponíveis. Não obstante, Perry e Williams (1994) afirmam que previamente ao anúncio da recompra das ações, as companhias emitem pelo menos uma demonstração financeira com data base anual em que os resultados são passíveis de gerenciamento sendo razoável que essa manipulação ocorra em um período de até três anos antes do anúncio do fechamento.

Justifica-se, o período de análise dos dois anos anteriores à data do fechamento de capital, por abarcar todo o intervalo de tempo em que se verificou relação entre fechamento de capital e manipulação dos resultados em estudos anteriores(Li et al., 2013; Perry & Williams, 1994; Mao & Renneboog; 2015; Santos & Carvalho, 2010). Justifica-se também a escolha desse período, uma vez que as firmas não podem sustentar continuamente o gerenciamento de resultados por muitos anos, afinal os *accruals* tendem a ser revertidos à medida que ocorrem as entradas de caixa, e assim há a convergência entre o regime de caixa e o de competência.

Foram obtidos, portanto, os dados das demonstrações financeiras anuais necessárias para a estimação do gerenciamento de resultados referentes às 3 publicações anteriores à data em que as empresas anunciaram o fechamento de capital, pois alguns modelos de estimação levam em conta a variação do saldo corrente das contas contábeis. A Figura 2 ilustra o período utilizado para a coleta de dados.

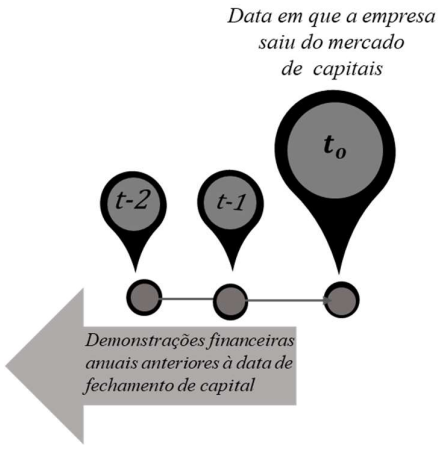

Figura 2. Marco temporal da coleta das informações financeiras.
Fonte: Elaborada pela autora.

O período t_0 corresponde à data em que a empresa anunciou a saída do mercado de capitais, de acordo com a data da publicação do edital, no caso das OPAs, ou conforme da informação divulgada nos fatos relevantes ou no anúncio emitido pela CVM, nos demais casos de fechamento. O período *t-1* refere-se ao ano imediatamente anterior ao anúncio do fechamento de capital da empresa e *t-2* é o segundo ano anterior ao anúncio.

4.2 Técnicas de análise dos dados

O evento fechamento de capital foi analisado por meio da data de anúncio da saída da empresa do mercado de capitais brasileiro. Para todas as empresas brasileiras que tinham ações negociadas na bolsa de valores brasileira e fecharam capital entre os anos 2002 e 2020 e para as empresas que permaneceram de capital aberto no mesmo período analisado, exceto as empresas financeiras, foram coletadas informações das demonstrações financeiras não consolidadas corrigidas pela inflação dos exercícios findos imediatamente anterior à data do anúncio do cancelamento do registro e do segundo ano anterior.

Os estudos nacionais que analisaram o tema e o relacionam à saída do mercado de capitais o fizeram sobre a perspectiva dos AEM, utilizando como *proxy* para gerenciamento de resultados a estimação dos *accruals* discricionários com base na diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* estimados por regressão (Santos & Carvalho, 2010; Souza et al., 2013; Rodrigues, 2013). Em concordância com estes estudos os AEM foram estimados seguindo adaptações dos modelos de Dechow et al. (1995) e de Collins et al. (2017).

Os REM foram analisados pelo modelo de Roychowdhury (2006), neste caso, estima-se os níveis normais da relação entre receita das vendas e os níveis de produção e de despesas discricionárias e a diferença entre os valores apresentados nas demonstrações financeiras com os estimados são considerados valores anormais.

Justifica-se as escolhas dessas metodologias em função do modelo de Dechow et al. (1995) - Jones Modificado ser preponderante na literatura internacional para a estimação dos *accruals* discricionários conforme Paulo (2017), ao passo que o modelo de Collins et al. (2017), apresenta uma melhor especificação em potencial, por ser mais abrangente e por ampliar o modelo de Kothari et al. (2005), ao ajustar a estimação pela performance e pelo crescimento da firma (Haga et al., 2018). O modelo de Roychowdhury (2006), por sua vez, foi utilizado em todos os estudos citados neste artigo que estimaram gerenciamento por atividades operacionais (Haga et al., 2018; Lara et al., 2020; Li et al., 2013; Mao & Renneboog, 2015 e Zang, 2012).

Para cada ano anterior à data do fechamento de capital, os AEM e os REM foram estimados por meios das metodologias escolhidas levando em consideração as empresas que fecharam capital e as empresas que permaneceram com capital aberto no período de análise. Posteriormente para avaliar a relação entre o motivo de saída do mercado de capitais e os AEM e REM, uma base de dados contendo somente as empresas que fecharam capital foi criada, levando em consideração os dois anos anteriores ao anúncio do fechamento de capital.

4.3 Métricas para identificação do gerenciamento de resultados

Escolher uma métrica de referência para identificar qual seriam os valores contábeis na ausência de manipulação é uma questão crítica nos estudos de gerenciamento de resultados (Perry & Williams, 1994). Visto que não existe uma métrica única, pode haver o comprometimento da comparabilidade dos resultados auferidos com pesquisas previamente feitas.

Supondo-se que os gestores ajustam as decisões sobre os *accruals* ao final do ano fiscal com base nas decisões operacionais tomadas ao longo deste (Zang, 2012), entende-se que ao analisar o gerenciamento de resultados prévios ao anúncio do fechamento de capital sob ambas as perspectivas, tem-se um entendimento mais abrangente e completo do efeito geral das práticas de gerenciamento. Essa análise do gerenciamento de resultados sob ambas as perspectivas foi feita por Francis et al. (2016), Haga et al., (2018), Lara et al. (2020), Mao e Renneboog, (2015) e Zang (2012) contudo, não estudada no cenário nacional e assim, entende-se que esta análise é um diferencial da presente pesquisa.

4.3.1 Accruals Earnings Management (AEM)

Collins et al. (2017) afirmam que grande parte da literatura no campo de contabilidade e finanças usam os modelos do tipo Jones para estimação dos *accruals* discricionários como *proxy* de gerenciamento de resultados. O estudo de Jones (1991), é considerado o marco da abordagem de *accruals* por relacioná-los às mudanças nas vendas e à depreciação dos ativos. Posteriormente, diversos aprimoramentos foram propostos, tais quais os modelos de Dechow et al. (1995), Kothari et al. (2005) e Collins et al. (2017). Martinez (2013) enfatiza que como não é possível identificar o predomínio de uma metodologia sobre a outra, é comum a aplicação de várias metodologias em trabalhos sobre o tema.

No artigo "*Earnings Management During Import Relief Investigations*", Jones (1991) propôs a utilização de duas variáveis explicativas para estimar os *accruals* totais: variação na receita e no imobilizado, ponderados pelo ativo total do ano anterior. Na versão modificada do

Modelo Jones, Dechow et al. (1995), assume que seja mais fácil gerenciar os resultados exercendo a discricionariedade sobre o reconhecimento de receita em termos de vendas a crédito do que sobre vendas em dinheiro. Sendo assim, o modelo Jones Modificado deduziu da variação na receita a variação das contas a receber.

O processo de estimação dos *accruals* discricionários inicia-se com o cálculo dos *accruals* totais divulgados pelas empresas nas demonstrações financeiras. Os *accruals* totais, dados pela diferença entre o regime de caixa e de competência, podem ser obtidos ao subtrair o fluxo de caixa operacional do lucro. Todavia no Brasil, a demonstração de fluxos de caixa não era obrigatória até 2007, visto que o processo de convergência das normas contábeis brasileiras às IFRS iniciou em 2008 e só a partir de 2010 todas as companhias listadas na bolsa de valores passaram a apresentar suas demonstrações financeiras de acordo com as normas internacionais (Pelucio-Grecco et al., 2014).

Fundamentados "no pressuposto de que as mudanças nas contas do capital circulante estão articuladas com os componentes dos *accruals* de receitas e despesas na Demonstração de Resultados" (Paulo, 2007, p. 92), os *accruals* totais foram estimados através das informações extraídas do Balanço Patrimonial das empresas. Assim, para estimar variação do capital de giro líquido (ativo circulante menos passivo circulante), expurga-se as variações nas disponibilidades e nos empréstimos de curto prazo, menos a depreciação e amortização correntes (Dechow et al.,1995; Jones, 1991; Kothari et al., 2005), conforme Equação 1:

$$TA_i = \frac{(\triangle \mathrm{CA_i} - \triangle \mathrm{DISP_i}) - (\triangle \mathrm{PC_i} - \triangle \mathrm{Emcp_i}) - (\mathrm{DEP_i} + \mathrm{AMORT_i})}{A_{\,i,t-1}} \quad (1)$$

Em que:

TA_i : *Accruals* totais;

$A_{\,i,t-1}$: Ativo total do ano anterior;

$\triangle \mathrm{CA}_i$: Variação do Ativo circulante;

$\triangle \mathrm{DISP}_i$: Variação das Disponibilidades;

$\triangle \mathrm{PC}_i$: Variação do Passivo circulante;

$\triangle$ Emcp: Variação dos Empréstimos de curto prazo;

$\mathrm{DEP}_{i,t}$: Despesas de depreciação;

AMORT_i: Despesas de amortização.

No modelo proposto por Dechow et al. (1995) a estimação dos *accruals* é feita através de uma regressão múltipla sem intercepto, conforme demonstrado na Equação 2.

$$\mathrm{TA}_{i,} = \alpha_1 \left[\frac{1}{A_{\,i,t-1}}\right] + \alpha_2 \left(\frac{\Delta\, REV_i \; - \; \Delta\, REC_i}{A_{\,i,t-1}}\right) + \alpha_3 \frac{PPE_{\,i}}{A_{\,i,t-1}} + \varepsilon_i \quad (2)$$

Em que:

TA_i :*Accruals* totais*;*

$A_{i,t-1}$:Ativo total do ano anterior*;*

ΔREV_i:Variação da Receita líquida;

ΔREV_i:Variação das Contas a receber;

PPE_i:Ativo imobilizado da empresa *i* no período *t;*

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$:Coeficientes estimados pela regressão da Equação (2);

ε_i: Termo de erro.

A variável PPE refere-se às "propriedades, plantas e equipamentos" e deveria ser composta pelo Ativo Imobilizado e pelo Ativo Diferido. Todavia, em função das mudanças contábeis ocorridas no Brasil, o último passou a não ser reconhecido, sendo, portanto, a *proxy* para o PEE o Ativo Imobilizado (Rodrigues, 2013).

Ressalva-se que a *proxy* para o gerenciamento de resultados por AEM utilizando o modelo de Dechow et al (1995) foi obtida pelo resíduo da Equação 2, no entanto, no artigo original os coeficientes da equação são obtidos através do modelo de Jones (1991) e posteriormente combinados com os parâmetros do modelo Jones Modificado descritos na Equação 2 (Paulo, 2007). Desta forma, a maneira como os accruals discricionários foram estimados é uma adaptação do modelo Jones Modificado.

De acordo com Collins et al. (2017) os modelos do tipo Jones (1991) supõem que as mudanças relacionadas ao crescimento dos *accruals* devem ser tratadas como não-discricionárias porque este componente dos *accruals* é previsível e comum entre as empresas em crescimento. Isso implica que na ausência de controles para o crescimento das firmas, as estimativas dos *accruals* discricionários nos modelos do tipo Jones serão confundidas com efeitos do crescimento dos *accruals* não discricionários. Para mitigar o problema detectado, os autores propuseram a estimação dos *accruals* discricionários utilizando *proxies* referentes a receitas passadas (SG - *sales growth* -crescimento das vendas) e expectativas de receitas futuras (MB - *market-to-book* – razão entre o valor de mercado e o valor contábil) e verificaram empiricamente uma redução substancial da falha de especificação dos modelos anteriores.

Além disso, os autores indicaram a utilização de variáveis *dummy* para os quintis das variáveis que captam performance, ROA (*return on assets* – retorno sobre o ativo), SG e MB, e justificaram que, por levar em conta a não linearidade na relação entre *accruals* e as características das empresas, o modelo apresenta um maior poder para detectar o gerenciamento de resultados.

Apesar de ser um modelo definido para estimação dos *accruals* utilizando dados trimestrais, os autores enfatizam que o controle por performance e pelo crescimento da receita também deve ser utilizado em análises usando dados anuais, para corrigir múltiplos fatores atrelados aos *accruals*. Como os autores não aplicaram o modelo para os dados anuais, utilizou-se como base as adaptações de Lara et al. (2020) e Haga et al. (2018).

A estimação do modelo de Collins et al. (2017) foi feita por duas perspectivas: a utilização das variáveis *dummy* referentes aos quintis das variáveis ROA e SG, tal como proposto no artigo original e essas mesmas variáveis no formato do índice, tal qual feito pelas adaptações citadas. As Equações 3 e 4 representam, respectivamente o cálculo dos índices ROA e SG.

$$ROA_i = \left(\frac{LL_i}{A_{\ i}}\right) \tag{3}$$

Em que:

ROA_i : Retorno sobre o ativo*;*

LL_i: Lucro líquido;

A_i : Ativo total;

$$SG_{i,t-1} = \left(\frac{SALES_{i,t-1} - SALES_{i,t-2}}{SALES_{i,t-2}}\right) \tag{4}$$

Em que:

$SG_{i,t-1}$: Crescimento da receita no ano anterior*;*

$SALES_i$: Receita líquida;

Segundo Collins et al. (2017) existe uma relação não linear entre os *accruals* e o desempenho e o crescimento das firmas do ano anterior. Para controlar esta relação, as variáveis ROA e $SG_{i,t-1}$ foram divididas por quintis e cada quintil foi representado por uma variável *dummy* na regressão, tal qual disposto na Equação 5:

$$TA_i = \beta_0 + \beta_1\left[\frac{1}{A_{i,t-1}}\right] + \beta_2\left(\frac{\Delta REV_i - \Delta REC_i}{A_{i,t-1}}\right) + \sum_k \beta_3 ROA_D_{k,i} + \sum_k \beta_4 SG_D_{k,i,t-1} + \varepsilon_i \tag{5}$$

Em que:

TA_i : *Accruals* totais da empresa*,* calculados utilizando a Equação 1*;*

β_0 : intercepto;

$A_{i,t-1}$: Ativo total do ano anterior*;*

$\Delta REV_{i,t}$: Variação da receita de vendas*;*

$\Delta REC_{i,t}$: Variação das contas a receber;

$ROA_D_{k,i,t}$: *Dummy* com valor igual a 1 se pertencer ao *k*-ésimo quintil do ROA e igual a 0 caso contrário - D1_ROA assume valor igual a 1 caso os valores de ROA pertencerem ao primeiro quintil e 0, caso contrário, D2_ROA assume valor igual a 1 para segundo quintil da variável e 0, caso contrário, D4_ROA, que assume valor igual a 1 para o quarto quintil da variável e 0 e D5_ROA, que assume valor igual a 1 se o valor de ROA pertencer ao quinto quintil.

$SG_D_{k,i,t-1}$: *Dummy* com valor igual a 1 se o SG do pertencer ao *k*-ésimo quintil do SG no ano *t-1* e igual a 0 caso contrário - D1_SG assume valor igual a 1 se os valores da variável SG estiverem contidos no primeiro quintil e 0, caso contrário, D2_SG assume valor igual a 1 para segundo quintil da variável e 0, caso contrário, D4_SG assume valor igual a 1 para o quarto quintil da variável e 0, caso contrário e D5_SG, que assume valor igual a 1 para quinto quintil da variável.

Tal qual feito por Collins et al. (2017), na estimação feita, a variável *dummy* referente ao terceiro quintil de ROA e SG foi omitida.

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3 \; e \; \beta_4$: Coeficientes estimados pela regressão da Equação (5);

A segunda perspectiva do modelo para estimação dos *accruals* proposto por Collins et al. (2017) foi embasada nos estudos de Lara et al. (2020) e Haga et al. (2018), que utilizaram as variáveis ROA e SG defasado no formato do índice, tal qual apresentado na Equação 6:

$$TA_i = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1}{A_{i,t-1}}\right] + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_i - \Delta REC_i}{A_{i,t-1}}\right) + \beta_3 ROA_i + \beta_4 \, SG_{i,t-1} + \varepsilon_i \quad (6)$$

A *proxy* para o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários nos modelos descritos nas Equações 2, 5 e 6 é dada pelos resíduos das equações estimadas, que é a diferença entre o valor observado, divulgado nas demonstrações financeiras e o valor estimado pelas equações apresentadas. (Collins et al.,2017 ; Fisher & Louis, 2008; Francis et al.,2016; Mao & Renneboog, 2015; Lara et al. 2020 e Zang, 2012).

Quando os resíduos são positivos, ou seja, quando a diferença entre os valores observados dos *accruals* nas demonstrações financeiras e os *accruals* estimados pela regressão é maior que zero, significa que as empresas estão tomando decisões discricionárias acerca da apresentação das demonstrações financeiras que fazem com que os *accruals* divulgados sejam maiores que os estimados para a amostra. Isso pode ser considerado uma evidência de manipulação para aumento dos lucros.

Em contrapartida, quando os resíduos da estimação apresentam valores negativos, pode-se considerar uma evidência de que as empresas estão fazendo escolhas discricionárias que

fazem com que os *accruals* divulgados sejam menores do que o estimado para a amostra. Essas escolhas são consideradas evidências de gerenciamento de resultados para diminuir os lucros.

4.3.2 Real Earnings Management (REM)

Roychowdhury (2006) propõe como *proxies* de gerenciamento de resultado por atividades reais os níveis anormais do Fluxo de Caixa Operacional (CFO – *cash flow from operations*), Produção (PROD – *production costs*) e Despesas Discricionárias (DISEXP – *discretionary expenses*). Todavia, o autor ressalta que os níveis anormais de fluxo de caixa operacional podem estar sujeitos a influências conflitantes das outras formas de gerenciamento operacionais. Francis et al. (2016) acrescentam que essas inconsistências fazem com que os resultados da *proxy* de níveis anormais de fluxo de caixa possam ser ambíguos. Por conseguinte, tal qual Zang (2012), optou-se pela análise dos REM em termos de níveis de produção e despesas discricionárias.

O nível de produção é definido como a soma do custo dos produtos vendidos (COGS – *cost of goods sold)* e da variação dos estoques *(ΔINV – inventories)*, apresentada na Equação 7:

$$PROD = COGS + \Delta INV \tag{7}$$

Quanto maior for a venda, maior deverá ser a produção para suprir a demanda, assim, em situações normais, variações na receita líquida de vendas deveriam ser acompanhadas pela variação na produção. Os COGS e INV são estimados como funções lineares das vendas, conforme as Equações 8 e 9:

$$\frac{COGS_i}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1}{A_{i,t-1}}\right] + \beta_2 \left[\frac{S_i}{A_{i,t-1}}\right] + \varepsilon_i \tag{8}$$

$$\frac{\Delta INV_i}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1}{A_{\ i,t-1}}\right] + \beta_2 \left[\frac{\Delta\, S_i}{A_{i,t-1}}\right] + \beta_3 \left[\frac{\Delta\, S_{i,t-1}}{A_{\ i,t-1}}\right] + \varepsilon_i \tag{9}$$

Consequentemente, os custos de produção são estimados de acordo com a Equação 10:

$$\frac{PROD_i}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1}{A_{i,t-1}}\right] + \beta_2 \left[\frac{S_i}{A_{i,t-1}}\right] + \beta_3 \left[\frac{\Delta\, S_i}{A_{i,t-1}}\right] + \beta_4 \left[\frac{\Delta\, S_{i,t-1}}{A_{\ i,t-1}}\right] + \varepsilon_i \tag{10}$$

Em que:

$PROD_{i,t}$: Custo do produto vendido + Variação dos estoques;

$A_{i,t-1}$: Ativo total do ano anterior;

S_i: Receita líquida;

$\Delta\, S_i$: Variação da Receita líquida;

$\Delta\, S_{i,t-1}$: Variação da Receita líquida do ano anterior;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3\ e\ \beta_4$: Coeficientes estimados pela regressão da Equação (10);

ε_i: Termo de erro.

As informações relativas às despesas discricionárias foram calculadas pela soma das despesas com vendas, gerais e administrativas. Espera-se que quanto maior a receita de vendas, maiores as despesas e assim, a estimação é expressa com uma função linear das vendas defasadas:

$$\frac{\text{DISEXP}_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1}{A_{i,t-1}}\right] + \beta_2 \left[\frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}\right] + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

Em que:

$DISEXP_{i,t}$: Despesas discricionárias;

$A_{i,t-1}$: Ativo total no ano anterior;

$S_{i,t-1}$: Receita líquida da empresa no ano anterior;

$\beta_0, \beta_1 e\ \beta_2$: Coeficientes estimados pela regressão da Equação (11);

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro.

Sobre as equações propostas, Roychowdhury (2006) faz algumas explicações. Primeiramente, a inclusão de $\left[\frac{1}{A_{i,t-1}}\right]$ é uma convenção geral na literatura para estimar os *accruals* não discricionários, pois evita uma correlação espúria entre as variáveis em escala. O cálculo do gerenciamento por manipulação das atividades reais é feito sob o que seriam os níveis anormais de produção, e de despesas discricionárias - APROD e ADISEXP, respectivamente. Esses níveis anormais são dados pela diferença entre os valores observados das variáveis, PROD e DISEXP e os seus valores estimados nas Equações 10 e 11, ou seja, pelos resíduos das regressões (Martinez & Cardoso, 2009).

Quando os resíduos da estimação dos custos de produção são positivos, a produção é maior que as vendas estimadas. Isso seria uma evidência de as empresas estariam aumentando os níveis produtivos sem uma contrapartida no aumento da receita de vendas, e com isso, os lucros seriam maiores em função da diminuição do custo por unidade produzida. Em contrapartida, quando o resíduo da estimação é negativo, os níveis de produção são aquém das vendas e, portanto, o custo é maior e consequentemente o resultado divulgado é menor. Nesse caso, a empresa estaria gerenciando os resultados por escolhas operacionais acerca do nível de produção para divulgar resultados piores.

Sob a perspectiva das despesas discricionárias, quando o valor divulgado nas demonstrações financeiras é maior que o estimado, isto é, quando o resíduo da equação apresenta valores positivos, há indícios que as empresas estão fazendo escolhas operacionais em termos de aumento das despesas discricionárias que impactam em uma diminuição dos

lucros. Em contrapartida, os resíduos da estimação com valores negativos sugerem despesas discricionárias menores que as estimadas, e consequentemente gerenciamento para diminuir as despesas discricionárias e aumentar o lucro.

4.4 Pareamento

Para verificar se existem diferenças significativas entre o gerenciamento de resultados das empresas que fecharam o capital e aquelas que permaneceram com capital aberto, utilizou-se uma base de dados contendo as empresas que fecharam capital e empresas que permaneceram de capital aberto.

O objetivo desta base é verificar se uma empresa que fechou o capital gerencia mais os resultados que uma empresa comparável no ano anterior ao anúncio do fechamento. Para fazer esta comparação, utilizou-se uma técnica denominada *propensity score matching* que comparou os níveis de gerenciamento de resultados por AEM e REM da empresa que fechou o capital com uma empresa semelhante em termos de ativo e setor econômico de atuação no ano anterior ao fechamento e no segundo ano.

Primeiramente estimou-se por meio de um modelo *probit* um escore de propensão (*propensity score*) que é essencialmente o cálculo da probabilidade de receber o tratamento, dado suas variáveis observadas (Dehejia & Wahba, 2002). Analogamente a um experimento, o grupo de tratamento considerado no estudo é composto pelas empresas que fecharam capital e o grupo de controle é composto pelas empresas que permaneceram com capital aberto no ano analisado.

Rosenbaum and Rubin (1983) definem o escore de propensão como a probabilidade condicional de receber o tratamento dadas as características observadas, em que $D = (0,1)$ é o indicador da exposição do tratamento e X é o vetor das características, conforme Equação 12:

$$p(X) \equiv Pr(D = 1 \mid X) = E(D \mid X) \quad (12)$$

O modelo *probit* estimado pelo escore de propensão refere-se à probabilidade de fechar o capital baseado em fatores conhecidos (variáveis independentes) que se espera que afetem a ocorrência do evento. Saito e Padilha (2015) identificaram rentabilidade, alavancagem e tamanho como fatores que possuem forte influência na deslistagem das companhias brasileiras no ano anterior ao fechamento. Assim, o escore de propensão ao fechamento de capital das empresas da amostra foi estimado com base nas característica de rentabilidade, alavancagem e tamanho das empresas para cada ano da amostra (2002 a 2020) utilizando as informações financeiras do ano anterior à data do fechamento e do segundo ano, conforme a Equação (13):

$$E(Sit_t \mid X) = P(Sit_t = 1 \mid X) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 Debt_{t-1} + \beta_1 ROA_{t-1} + \beta_1 \ln_a_{t-1}) \quad (13)$$

Em que:

Sit_t: Variável referente à situação, que assume valor igual a 1 se a empresa fechou capital e valor igual 0 se permaneceu com capital aberto no ano em questão (2002 a 2020);

$Debt_{t-1}$: relação entre dívida de curto e longo prazo sobre o ativo no ano anterior ao fechamento de capital ou no segundo ano;

ROA_{t-1}: índice de rentabilidade do ativo do ano anterior ao fechamento de capital ou no segundo ano;

ln_a_{t-1}: logaritmo natural do ativo no ano anterior ou no segundo ano anterior ao fechamento de capital.

O resultado da regressão é a probabilidade (valor entre 0 e 1) da ocorrência do evento de acordo com os valores das variáveis independentes e o escore de propensão é calculado para cada unidade de análise, no caso empresa (Littnerova et al., 2013).

Após a estimação da probabilidade de fechar o capital através do escore de propensão, esse escore é utilizado no pareamento das empresas que fecharam o capital com as que não fecharam. As empresas que fecharam capital foram pareadas com as empresas que permaneceram com capital aberto utilizando como critério o vizinho mais próximo (*nearest neighbour matching*), de acordo com o escore de propensão e controladas pela indústria e ano (Francis et al., 2016).

O controle pela indústria foi feito com base no critério de classificação do Sistema Norte Americano de Classificação da Indústria (*North American Industry Classification System* - NAICS), disponível na base de dados Economática. Neste caso, utilizou-se o nível 1, que classifica as empresas em 20 categorias. Ressalta-se que a categoria "Serviços financeiros e seguros", como mencionado anteriormente, não foi incluída na amostra.

Como resultado do pareamento pelo vizinho mais próximo tem-se o efeito médio do tratamento no grupo de controle (*average treatment effect on the treated* – ATT) das variáveis relativas aos AEM e REM. Esses resultados refletem se as *proxies* de gerenciamento de resultados são estatisticamente diferentes entre as empresas que fecharam o capital e as empresas pares que permaneceram com capital abertos nos anos anteriores ao fechamento.

4.5 Operacionalização dos testes das hipóteses:

4.5.1 Hipótese 1

Hipótese 1: As empresas brasileiras, na iminência de fecharem o capital, manipulam suas informações contábeis por meio de *accruals* discricionários e/ou de atividades reais em ao menos um dos dois anos anteriores à data do anúncio do cancelamento de registro.

A Tabela 5 contém as *proxies* para os AEM e REM estimadas para cada ano de análise da pesquisa, em uma base de dados contendo as informações financeiras de todas as empresas, tanto as que fecharam, como as que não fecharam capital. As *proxies* para os AEM foram obtidas utilizando os resíduos dos modelos Jones Modificados (Equação 2), do modelo de Collins et al. (2017) utilizando as variáveis ROA e SG por quintis – "Modelo Collins et al. (2017) por quintis" (Equação 5) e do modelo de Collins et al. (2017) utilizando as variáveis ROA e SG em índices – Modelo "Collins et al. (2017) por índices" (Equação 6) . As *proxies* para os REM, foram obtidas através dos resíduos das equações relacionadas aos Níveis de Produção e das Despesas Discricionárias (Equações 10 e 11) com base no modelo de Roychowdhury (2006).

Tabela 5
Variáveis referentes às *proxies* de gerenciamento de resultados

Variável	Descrição	Estimação
aem_jmod	Níveis anormais dos *accruals* - modelo de Jones Modificado.	Eq. (2)
aem_c1	Níveis anormais de *accruals* - modelo de Collins et al. (2017) - *dummy* por quintil.	Eq. (5)
aem_c2	Níveis anormais de *accruals* - modelo de Collins et al. (2017) - índices.	Eq. (6)
rem_prod	Níveis anormais dos custos de produção - modelo de Roychowdhrury (2006).	Eq. (10)
rem_disc	Níveis anormais das despesas discricionárias - modelo de Roychowdhrury (2006).	Eq. (11)

Fonte: Elaborada pela autora.

A Hipótese 1 não será rejeitada caso os valores médios das variáveis *aem_jmod*, *aem_c1*, *aem_c2*, *rem_prod* e *rem_disc* em ao menos um dos dois anos anteriores à data de anúncio do fechamento de capital apresentarem valores diferentes de zero e estes resultados forem estatisticamente significativos.

4.5.2 Hipótese 2

Hipótese 2: O tipo de fechamento de capital influencia na motivação e na direção (para maior ou para menor) do gerenciamento de resultados.

Para analisar o gerenciamento de resultados associado ao motivo de saída do mercado de capitais, uma base de dados contendo somente as empresas que fecharam capital foi utilizada. Para verificar se as empresas que fecharam o capital gerenciam seus resultados motivadas pelo

tipo de fechamento, estimou-se cada *proxy* dos AEM e REM (Tabela 5) em função de cada tipo de fechamento, tal qual apresentado na Tabela 6.

Tabela 6
Variáveis referentes aos tipos de fechamento de capital

Variável referente ao tipo de fechamento	Descrição	Relação esperada com AEM/REM
OPA_acionista	OPA feita por acionista controlador ou pela própria empresa	Redução dos lucros
OPA_alienacao	OPA feita para alienação de controle	Aumento dos lucros
DispensaOPA	Dispensa de OPA	Redução dos lucros
Incorporacao	Incorporação por substituição de ações	Aumento dos lucros
Falencia	Falência ou Liquidação	Aumento dos lucros

Fonte: Elaborada pela autora.

Em todas as estimações foram utilizadas variáveis de controle referentes a tamanho, concentração acionária, performance, alavancagem e adoção das normas contábeis internacionais definidas com base em estudos prévios que associaram o gerenciamento de resultados a eventos específicos, como MBO (Fisher & Louis, 2008; Francis et al.,2016; Mao & Renneboog, 2015), saída do mercado de capitais brasileiro (Souza et al., 2013), fusões e aquisições (Zhu & Lu, 2003) e adoção das práticas contábeis internacionais no Brasil (Pelucio-Grecco et al., 2014), tal qual apresentado na Tabela 7.

Tabela 7
Resumo das variáveis de controles utilizadas

Variável	Descrição	Cálculo	Justificativa	Sinal esperado	Estudos anteriores
size	Tamanho da empresa	Ativo total em sua forma logarítmica	Complexibilidade versus visibilidade das demonstrações financeiras	Incerto	Francis et al. (2016); Souza et al. (2013), Zhu e Lu (2003).
share	Concentração acionista	Percentual de ações detidas pelos três maiores acionistas	Concentração acionária aumenta o monitoramento.	Positiva	Souza et al. (2013); Mao e Renneboog (2015).
roa	Rentabilidade do ativo	Lucro líquido / Ativo total	Empresas com melhor performance tendem a gerenciar menos os resultados.	Negativa	Francis et al. (2016) ; Souza et al. (2013).
debt	Alavancagem	Empréstimos de Curto e Longo prazo / Ativo total	Maior alavancagem aumenta o gerenciamento para não incorrer em cláusulas restritivas .	Positiva	Ardison et al. (2012), Fisher e Louis (2008) ; Francis et al. (2016); Mao e Renneboog (2015); Souza et al. (2013).
IFRS	Adoção IFRS	Variável assume o valor 1 caso as demonstrações financeiras tenham sido elaboradas de acordo com as IFRS e 0, caso contrário.	A implementação do IFRS repercutiu em efeitos mais restritivos ao gerenciamento de resultados no Brasil	Negativa	Pelucio-Grecco et al. (2014).

Fonte: Elaborada pela autora.

A Equação (14) resume as estimações feitas para testar a Hipótese 2:

$$AEM/REM = \beta_0 + \beta_1 Tipo\ de\ fechamento + \beta_2 size + \beta_3 share + \beta_4 roa + \beta_5 debt + \beta_6 IFRS + \varepsilon \quad (14)$$

Em que:

AEM/REM_i : *proxies* de gerenciamento de resultados (Tabela 5);

$Tipo\ de\ fechamento$: Variáveis referentes aos tipos de fechamento de capital (Tabela 6).

Ressalta-se que as equações referentes aos modelos de Collins et al. (2017) não foram estimadas contendo o ROA como variável de controle pois a própria estimação dos níveis anormais dos *accruals* discricionários leva em conta essa variável.

A Hipótese 2 não é rejeitada caso os resultados das estimações descritas na Equação 14, feitas para o primeiro e segundo anos anteriores à data do fechamento aponte relação estatisticamente significativa entre o tipo do fechamento e o gerenciamento por AEM e REM

4.5.3 Hipótese 3

Hipótese 3: Existem diferenças estatisticamente significativas em relação à prática de gerenciamento de resultados das empresas que fecharam capital comparadas às empresas similares que não fecharam capital.

Para testar a Hipótese 3, com o objetivo verificar os níveis de gerenciamento de resultado das empresas que fecharam capital no primeiro e no segundo anos anteriores ao anúncio do fechamento e compará-los com nos níveis de gerenciamento das empresas semelhantes que permaneceram com capital aberto, as empresas que fecharam capital foram pareadas com as empresas que permaneceram com capital aberto no mesmo ano, do mesmo setor e com ativo semelhante.

Para cada ano de análise da amostra (2002 a 2020), foi estimado um escore de propensão de fechamento de capital, descrito na Equação 15, que leva em conta a situação das empresas no ano – se fecharam capital ou permaneceram com ele aberto, e as variáveis do ano anterior que impactam na saída do mercado de capital, conforme o estudo de Saito e Padilha (2015).

$$escore_t = sit_t\left(debt_{t-1,}, roa_{t-1,}, \ln_a_{t-1}\right) \quad (15)$$

Em que:

$escore_t$: escore de propensão estimado referente ao ano de fechamento de capital;

sit_t : variável que assume o valor 1 caso a situação da empresa no ano seja "fechou o capital" e 0 caso a empresa no ano permaneça com o capital aberto;

$debt_{t-1}$: alavancagem dada pela relação entre dívida de curto e longo prazo dividida pelo ativo total referente ao ano anterior e ao segundo ano anterior à variável sit_t ;

roa_i: rentabilidade do ativo, calculada pela razão entre o lucro líquido e o ativo total no ano anterior e no segundo ano anterior à variável sit_t ;

ln $_a_{t-1}$: variável referente ao tamanho da empresa mensurado através do logaritmo natural do ativo no ano anterior ou no segundo ano anterior à variável sit_t

A probabilidade de saída do mercado de capitais definida pela estimação do escore de propensão, foi utilizada como parâmetro para o pareamento entre as empresas da amostra de acordo com o critério do vizinho mais próximo. As variáveis referentes às *proxies* de REM e AEM foram comparadas entre as empresas que fecharam capital - grupo de tratamento - e as empresas pares que permaneceram com capital aberto – grupo de controle, controladas pelo ano, setor e tamanho das empresas.

5 Análise dos resultados

Seguindo a literatura do tema (Francis et al., 2016; Mao & Renneboog, 2015; Perry & Williams, 1994), as *proxies* de gerenciamento de resultados, AEM e REM, foram estimadas utilizando o método de Mínimos Quadrados Ordinários para cada ano sob a perspectiva de um corte transversal (*cross-sections*). Posteriormente à estimação dos AEM e REM, foram feitos os testes de Breusch-Pagan para detecção de heterocedasticidade. Nos casos em que foi rejeitada a hipótese nula de variância constante, efetuou-se a correção pelos erros robustos de White. Também foi analisado o fator de inflação da variância (VIF - *variance inflation factor*) para detectar problemas de multicolinearidade nas regressões (Johnston & DiNardo, 2001).

Todas as variáveis foram *winsorizadas* nos extremos a 5% tal qual implementado por Collins et al. (2017), Francis et al. (2016), Haga et al. (2018) e Mao e Renneboog (2015). Para a análise de resultados, foram considerados como significativos resultados correspondentes aos níveis de significância de 10%, 5% ou 1% (Ardison et al., 2012).

Ressalta-se que quanto à questão da endogeneidade, Mao e Renneboog (2015) não encontraram nenhum impacto significativo do gerenciamento de resultados nas decisões do fechamento de capital e por isso, concluíram que a decisão de fechar o capital impacta no gerenciamento de resultados e não o oposto.

5.1 Descrição dos dados

As características da amostra utilizadas foram apresentadas em termos comparativos com as empresas que não fecharam capital, utilizando como referência as demonstrações financeiras correspondentes ao ano anterior à data de fechamento do capital. As informações contidas na Tabela 8 apresentam a estatística descritiva das variáveis referentes aos AEM e REM e compara seus valores médios entre os grupos das empresas que fecharam capital e das empresas que permaneceram com capital aberto. As variáveis *aem_jmod, aem_c1 e aem_c2,* pertinentes à estimação do gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários apontam que na média, as empresas que fecharam capital apresentam *accruals* discricionários com sinal negativo, sendo uma evidência de gerenciamento para diminuir os lucros. Na média, as empresas de capital aberto apresentam *accruals* discricionários positivos, o que sugere gerenciamento para aumentar os lucros. Todavia, somente a variável *aem_jmod*, estimada através do modelo Jones Modificado apresentou diferença estatisticamente significativa entre os grupos.

Quanto aos REM, a variável *remprod* apresentou em termos médios diferenças estatisticamente significativas entre os grupos analisados. As empresas que fecharam capital no ano anterior à data do fechamento apresentaram *remprod* com valor positivo, indicando gerenciamento através de escolhas acerca do nível de produção para aumentar os lucros. Em contrapartida, as empresas que permaneceram com capital aberto, apresentaram valores médios negativos. É possível verificar que, em termos médios, ambos os grupos apresentaram valores positivos de despesas discricionárias, o que pode significar gerenciamento de resultados para aumentar as despesas e assim, reduzir o resultado.

Ademais, cumpre ressaltar que as empresas que fecharam capital apresentaram variáveis com maiores desvio-padrão em relação às empresas que não fecharam capital, o que evidencia uma maior dispersão dos dados em relação à média.

Tabela 8

Estatística descritiva dos AEM e REM das empresas que fecharam capital e das empresas que não fecharam capital

	Empresas que fecharam capital				Empresas que não fecharam capital			
Variável	**Mínimo**	**Máximo**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Mínimo**	**Máximo**	**Média**	**Desvio Padrão**
aem_jmod	-0,2213	0,1624	-0,0185**	0,1037	-0,2213	0,1624	0,0001	0,0712
aem_c1	-0,1911	0,1571	-0,0077	0,0975	-0,1764	0,1571	0,0027	0,0665
aem_c2	-0,1928	0,1686	-0,0102	0,1009	-0,1650	0,1686	0,0008	0,0673
remprod	-0,1534	0,1632	0,0146***	0,0670	-0,1534	0,1632	-0,0039	0,0714
remdisc	-0,1380	0,2195	0,0015	0,0896	-0,1380	0,2195	0,0066	0,0744

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Resultados da Pesquisa.

A Tabela 9 apresenta o teste de diferença das médias entre as variáveis referentes às características financeiras das empresas que fecharam capital e das empresas que permaneceram de capital aberto no mesmo período.

É possível observar que na média, as empresas que fecham capital possuem maior restrição de caixa, evidenciado pelos menores saldos nas disponibilidades, em comparação às empresas que permaneceram com capital aberto e essa diferença é estatisticamente significativa.

As empresas que fecharam capital apresentaram maior relação entre capital de terceiros e capital próprio, de acordo com os valores médios da variável *Ec*, obtida pela divisão do passivo total pelo patrimônio líquido, todavia, esta diferença não é estatisticamente significativa, tal qual a relação entre ativo circulante e o passivo circulante, captada pela variável *Liqcor*.

Verifica-se também que as empresas que fecharam capital apresentaram em termos médios um ativo total menor que as empresas que não fecharam capital. Ressalta-se que este número é bastante disperso em torno da média, dada pela heterogeneidade das empresas que compõem a amostra. Uma vez que o ativo total foi utilizado como *proxy* para o tamanho nas

estimações cujos resultados serão apresentados em sequência, as estimações foram feitas utilizando sua forma logarítmica. Os resultados acima descritos estão contidos no Apêndice A.

Tabela 9

Valores médios das variáveis referentes às características financeiras das empresas que fecharam capital e das empresas que não fecharam capital

		Empresas que fecharam capital		Empresas que não fecharam capital	
Variável	**Descrição**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Média**	**Desvio Padrão**
Cash	Disponibilidades	424.930,80**	1.105.239,00	1.312.188,00	6.111.624,00
Ec	Estrutura de capital	25,33	276,28	22,47	309,85
Tota	Ativo total	3.099.592,00**	8.316.178,00	7.085.571,00	24.300.000,00
Liqcor	Liquidez corrente	13,33	116,88	7,23	44,77

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1%.
Fonte: Resultados da Pesquisa.

Quanto às empresas que compõem a amostra do estudo, é possível verificar, de acordo com o disposto na Tabela 10, que os tipos mais frequentes identificados de fechamento de capital entre 2002 e 2020 foram, respectivamente, OPA feita pelo acionista controlador, Dispensa de OPA e Incorporação.

Os setores da indústria manufatureira, administração de empreendimentos e informação apresentaram maior número de empresas que saíram do mercado de capitais brasileiro. Durante a pesquisa, foi possível verificar uma tendência de concentração no setor de informação, terceiro maior da amostra. As empresas componentes deste grupo que abarca o ramo das telecomunicações e transmissão, em sua maioria, fecharam capital por meio de incorporação por substituição de ações, em que diversas empresas foram incorporadas por um grupo, que posteriormente, também foi incorporado.

Tabela 10

Empresas que fecharam capital distribuídas pelo setor de atuação

Setor	**Cancelamento de registro de ofício**	**Falência**	**Incorporação**	**Dispensa OPA**	**OPA Alienação**	**OPA Acionista**	**Total**
Empresa de eletricidade	0	0	7	4	1	5	17
Mineração, exploração	0	1	1	3	3	0	8
Adm de empreendimentos	8	4	12	20	0	3	47
Construção	6	0	4	6	0	5	21
Indústria manufatureira	20	5	17	17	11	63	133
Comércio atacadista	1	1	0	1	0	1	4
Transp. e armazenamento	4	4	6	8	0	2	24
Agricultura e pecuária	0	1	0	0	0	2	3
Informação	2	2	19	7	2	6	38
Imobiliárias	1	0	1	2	0	0	4
Assistência médica	0	0	1	0	1	1	3
Comércio varejista	3	1	3	6	1	1	15
Educação	0	0	1	0	2	0	3
Serviços de apoio	0	0	0	1	1	1	3
Artes, entretenimento	1	0	0	0	0	1	2
Hotel e restaurante	1	0	0	3	0	1	5
Total	47	19	72	78	22	92	330

Fonte: Resultados da Pesquisa.

5.2 Resultados referentes à Hipótese 1

As médias das variáveis relativas aos AEM e REM expostas na Tabela 11, apontam que as empresas que saíram do mercado de capitais brasileiro no ano anterior ao anúncio do fechamento apresentaram *accruals* discricionários médios calculados pelo Modelo Jones Modificado significativamente negativos, o que pode ser indícios de gerenciamento para diminuir o resultado.

Sob a perspectiva dos REM, nos dois períodos analisados, a variável *remprod,* que é a *proxy* para o gerenciamento de resultados por atividades reais referentes aos níveis de produção, apresentou valor médio positivo e estatisticamente significativo. Isso significa que as empresas na média, apresentam níveis de produção acima das vendas estimadas e isso pode ser considerada uma evidência de gerenciamento para aumentar os lucros. Essa mesma evidência é verificada na análise da variável *remdisc,* que apresentou valor médio negativo e estatisticamente significativo. Valores negativos das despesas discricionárias, podem ser considerados indícios de decisões para divulgar despesas menores que as incorridas e com isso, aumentar o resultado.

Tabela 11
Resultados dos valores médios dos AEM e REM

Variável	*t-1*	*t-2*
aem_jmod	-0,0217**	-0,0055
aem_c1	-0,0091	-0,0001
aem_c2	-0,0128	0,0023
remprod	0,0269***	0,0238***
remdisc	-0,0119*	-0,0206***

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente.
Fonte: Resultados da Pesquisa.

Os valores médios das *proxies* de AEM e REM refletem gerenciamento para diminuir o resultado utilizando os *accruals* discricionários e para aumentar o resultado através das atividades reais. Esses resultados podem ser considerados uma evidência de que as empresas brasileiras, na iminência de fecharem o capital, manipulam suas informações contábeis por meio de *accruals* discricionários e/ou de atividades reais em pelo menos um dos dois anos anteriores à data do anúncio do cancelamento de registro.

As evidências observadas vão ao encontro da constatação feita por Perry e Williams (1994), que afirmaram ser plausível que os gestores divulguem pelo menos uma demonstração financeira anual na qual o gerenciamento de resultado possa ocorrer previamente ao fechamento de capital. Consequentemente, os resultados acima descritos permitem a não rejeição da Hipótese 1.

5.3 Resultados referentes à Hipótese 2

A Tabela 12 apresenta a correlação das variáveis utilizadas referentes ao tamanho, concentração acionária, rentabilidade, alavancagem e adoção das práticas contábeis alinhadas às IFRS nos dois anos anteriores ao anúncio do fechamento de capital. Considerou-se que as variáveis não apresentaram alta correlação, não comprometendo as estimações.

Tabela 12
Correlação das variáveis de controle do estudo

	size *t-1*	**share *t-1***	**roa *t-1***	**debt *t-1***	**IFRS *t-1***
size *t-1*	1				
share *t-1*	-0,2433	1			
roa *t-1*	0,3272	-0,0541	1		
debt *t-1*	-0,1265	0,0032	-0,0983	1	
IFRS *t-1*	-0,1904	0,2116	-0,1029	0,0534	1
	size *t-2*	**share *t-2***	**roa *t-2***	**debt *t-2***	**IFRS *t-2***
size *t-2*	1				
share *t-2*	-0,2134	1			
roa *t-2*	0,4128	-0,0712	1		
debt *t-2*	-0,1073	-0,0044	-0,0157	1	
IFRS *t-2*	-0,1690	0,2941	-0,0790	0,0723	1

Fonte: Resultados da Pesquisa.

A Hipótese 2 foi testada levando-se em consideração os motivos que levaram as empresas a fecharem capital. A Tabela 13 contém os resultados das estimações referentes ao ano anterior à saída do mercado de capitas das empresas que realizaram OPA feita por acionista controlador ou pela própria empresa. Independentemente da *proxy* de AEM e REM utilizada, no ano anterior ao anúncio do fechamento, o tipo de fechamento não apresentou relação estatisticamente significativa com o gerenciamento de resultados.

Tabela 13
Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA feita por acionista controlador ou pela própria empresa

Variáveis em *t-1*	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
OPA_acionista	-0,0101	-0,0001	-0,0036	-0,0040	0,0114
size	0,0006	-0,0003	-0,0008	0,0007	-0,0051***
share	0,0001	-0,0002	-0,0001	0,0002	-0,0008***
roa	0,0000	-	-	0,0000	-0,0000***
debt	-0,0001*	0,0000	0,0000	0,0000***	0,0001
IFRS	-0,0050	-0,0194	-0,0261	-0,0213**	0,0068
cons	-0,0222	0,0153	0,0233	0,0022	0,1208***
N	257	152	152	265	265
R^2	0,0271	0,0107	0,0170	0,0299	0,0914
Prob>F	0,3287	0,9021	0,7724	0,0000	0,0000
VIF	1,10	1,09	1,09	1,10	1,10
Valores médios AEM e REM					
OPA_acionista	-0,0219	-0,0065	-0,0112	0,0149	0,0015
Demais fechamentos	-0,0179	-0,0084	-0,0104	0,0178	0,0007
Total	-0,0190	-0,0078	-0,0107	0,0170	0,0010

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente.
Fonte: Resultados da Pesquisa.

Conforme expresso na Tabela 14, no segundo ano anterior à data do anúncio do fechamento de capital, o motivo do fechamento apresentou relação positiva e estatisticamente significativa com os AEM, em todos os modelos estimados. Como os valores médios dos *accruals* discricionários divulgados são positivos, as evidências sugerem que no segundo ano anterior ao anúncio da OPA, a motivação do fechamento por meio de OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa está positivamente relacionada com o gerenciamento para o aumento dos resultados. Desta forma, a evidência verificada é contrária ao incentivo apontado por Easterwood (1998), de divulgação de resultados ruins para impactar na diminuição do preço das ações e consequentemente obtenção de um menor custo na aquisição das ações.

Em todos os casos em que o motivo apresentou relação positiva e significativa com o gerenciamento para o aumento dos resultados, a variável referente ao endividamento também apresentou relação positiva e significativa com *accruals*. Esse resultado reforça o constatado por Fisher e Louis (2008) que o nível de endividamento impacta positivamente no gerenciamento para a melhora dos resultados e pode ser uma evidência de que o efeito endividamento possa ser um fator preponderante na tomada de decisão dos gestores, mais que os incentivos à diminuição dos custos de recompra das ações.

Tabela 14

Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA feita por acionista controlador ou pela própria empresa

Variáveis em *t*-2	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
OPA_acionista	0,0527***	0,0552***	0,0559***	-0,0054	0,0078
size	0,0016	0,0078*	0,0054	-0,0004	-0,0075***
share	-0,0004	-0,0001	-0,0002	0,0002	-0,0004*
roa	-0,0000**	-	-	0,0000	0,0000
debt	0,0018**	0,0023***	0,0024***	0,0008*	0,0011**
IFRS	0,0310**	0,0116	0,0142	-0,0215**	0,0147
cons	-0,0401	-0,1335*	-0,0915	0,0160	0,1132***
N	235	141	141	241	241
R^2	0,1035	0,1251	0,1286	0,0415	0,1212
Prob>F	0,0003	0,0027	0,0021	0,0415	0,0000
VIF	1,14	1,10	1,10	1,14	1,14
Valores médios AEM e REM					
OPA_acionista	0,0236	0,0275	0,0312	0,0115	-0,0086
Demais fechamentos	-0,0182	-0,0153	-0,0146	0,0170	-0,0080
Total	-0,0059	-0,0008	0,0009	0,0153	-0,0082

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

Observou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa entre adoção das normais internacionais de contabilidade e gerenciamento de resultados por decisões operacionais em ambos os períodos analisados. Essa evidência corrobora as evidências encontradas por Pelucio-Grecco et al. (2014), de que a adoção das IFRS, apesar de darem maior

liberdade aos gestores para tomarem decisões discricionárias, restringiu o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras.

A Tabela 15 apresenta os resultados das estimações referentes às empresas que fecharam capital por OPA para alienação de controle no ano anterior à publicação do edital de OPA. Observa-se que a relação entre motivo do fechamento por OPA para alienação e os AEM calculados pelo modelo de Collins et al. (2017) usando as variáveis em quintis é estatisticamente positiva e significativa. Todavia, a estimação feita utilizando o modelo Collins et al. (2017) utilizando as variáveis no formato de índices apresentou valores médios negativos.

Os valores médios observados dos AEM – exceto para o modelo de Collins et al. (2017) estimado usando índices - e dos REM corroboram o estudo de Erickson & Wang (1999) que evidenciaram que o grupo de empresas teria interesse em aumentar seus resultados para obter o maior lucro possível com a alienação. Esse resultado é compatível com a motivação dos gestores de apresentarem maiores lucros em períodos prévios ao fechamento por alienação, seja para apresentarem bom desempenho e manterem seus postos de trabalho ou para aumentar o bônus recebido (Erickson & Wang, 1999) ou se forem detentores de ações da empresa, fazer com que o preço de compra aumente para que obtenham maiores lucros quando venderem suas partes (Easterwood, 1998).

Tabela 15

Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA feita por alienação

Variáveis em *t-1*	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
OPA_alienação	0,0262	0,0550*	0,0539*	0,0012	-0,009
size	0,0002	-0,0001	-0,0006	0,0006	-0,0048**
share	0,0000	-0,0002	-0,0002	0,0002	-0,0007***
roa	0,0000	-	-	0,0000	-0,0000***
debt	-0,0001*	0,0000	0,0000	0,0000***	0,0001***
IFRS	-0,0039	-0,0194	-0,0259	-0,0209**	0,0056
constante	-0,0217	0,0108	0,0165	0,0022	0,1207***
N	257	152	152	265	265
R^2	0,0294	0,0305	0,0353	0,0292	0,1098
Prob>F	0,2747	0,4706	0,3268	0,0000	0,0000
VIF	1,10	1,07	1,07	1,09	1,09
Valores médios AEM e REM					
OPA_alienação	0,0090	0,0317	-0,0141	0,0168	-0,0150
Demais fechamentos	-0,0212	-0,0112	0,0293	0,0170	0,0021
Total	-0,0190	-0,0078	-0,0107	0,0170	0,0010

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

No segundo ano anterior ao fechamento de capital, não foi possível observar evidências de relação significativa entre a saída do mercado de capitais por meio de OPA por alienação e os AEM e REM. Conforme Tabela 16, os valores médios dos AEM e REM das empresas que fecharam capital através de OPA por alienação apresentam evidências de gerenciamento para

diminuição dos resultados em termos de níveis anormais de *accruals* discricionários e para aumentar o resultado, em termos de decisões operacionais e despesas discricionárias.

Tabela 16

Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA por alienação

Variáveis em *t*-2	aem_jmod	aem_c1	aem_c2	rem_prod	rem_disc
OPA_alienação	-0,0306	-0,0321	-0,0311	0,0034	-0,0107
size	0,0029	0,0067	0,0043	-0,0006	-0,0072***
share	-0,0003	0	-0,0001	0,0002	-0,0004*
roa	-0,0000*	-	-	0,0000	0,0000
debt	0,0017**	0,0021***	0,0022***	0,0008*	0,0011**
IFRS	0,0263*	0,0053	0,0078	-0,0209**	0,0140
cons	-0,0428	-0,1	-0,0577	0,0160	0,1134***
N	235	141	141	241	241
R^2	0,0570	0,0687	0,0709	0,0400	0,0977
Prob>F	0,0359	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VIF	1,14	1,08	1,08	1,14	1,14
Valores médios AEM e REM					
OPA_alienação	-0,0306	-0,0298	-0,0309	0,0132	-0,0271
Demais fechamentos	-0,0041	0,0019	0,0039	0,0155	-0,0069
Total	-0,0059	-0,0008	0,0009	0,0153	-0,0082

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

Em todo período analisado, a variável referente ao tamanho da empresa apresentou relação oposta às variáveis de gerenciamento para aumentar de resultados por meio da redução das despesas discricionárias. Isso pode ser uma evidência de que empresas maiores, por serem mais visadas, tendem a gerenciar menos seus resultados, isto é, o efeito monitoramento é preponderante em relação à complexidade das operações.

Os resultados das regressões para o grupo de empresas que saíram do mercado de capitais e foram dispensadas de OPA evidenciados na Tabela 17 apontam que no ano anterior ao anúncio, há uma relação inversa e estatisticamente significativa entre a Dispensa de OPA e o gerenciamento por aumentos dos níveis de produção. Tal qual esperado, como o processo de dispensa de OPA requer requisição por parte da empresa e aprovação pela CVM, é plausível que as empresas tendam a gerenciar os resultados para diminuir o lucro em caso de indeferimento do pedido e consequente, caso haja necessidade de efetuar OPA, ela seria feita a menores custos.

No segundo ano anterior ao anúncio da autorização de dispensa pela CVM, conforme disposto na Tabela 18, foi verificada uma relação oposta entre o gerenciamento para a piora dos resultados em termos de *accruals* e o fechamento por dispensa por OPA. Como o processo de dispensa de OPA requer apreciação da CVM, o esperado era que as empresas gerenciassem os resultados para aparentar menores lucros e assim, caso o pedido fosse indeferido, a recompra seria feita a menores custos. Ressalta-se que neste caso, a variável *debt* apresentou relação

positiva e significativa com os AEM para a piora de resultados, ou seja, o nível de dívida está positivamente associado ao gerenciamento por meio de *accruals* para diminuir os lucros. Conforme verificado na análise descritiva, as empresas que fecham o capital apresentam menores níveis de disponibilidades e estrutura de capital com maior participação de capital de terceiros.

Tabela 17

Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais e foram dispensadas de OPA

Variáveis em *t-1*	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
DispensaOPA	-0,0138	-0,0084	-0,0046	-0,0162*	0,0052
size	0,0002	-0,0002	-0,0007	0,0004	-0,0048**
share	0,0001	-0,0002	-0,0001	0,0003	-0,0008***
roa	0,0000	-	-	0,0000	-0,0000***
debt	-0,0001*	0,0000	0,0000	0,0000***	0,0001
IFRS	-0,0025	-0,0183	-0,0252	-0,0192**	0,0051
constante	-0,0192	0,0162	0,0214	0,0054	0,1198***
N	257	152	152	265	265
R^2	0,0282	0,0118	0,0170	0,0395	0,1097
Prob>F	0,0000	0,0845	0,7222	0,0000	0,0000
VIF	1,11	1,08	1,08	1,11	1,11
Valores médios AEM e REM					
DispensaOPA	-0,0264	-0,0127	-0,0150	0,0081	0,0039
Demais fechamentos	-0,0169	-0,0065	-0,0095	0,0196	0,0001
Total	-0,0190	-0,0078	-0,0107	0,0170	0,0010

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

Tabela 18

Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais e foram dispensadas de OPA

Variáveis em *t-2*	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
DispensaOPA	-0,0297*	-0,0484**	-0,0484**	-0,0123	-0,0003
size	0,0025	0,0073	0,0049	-0,0006	-0,0073***
share	-0,0002	0,0000	-0,0001	0,0002	-0,0004*
roa	-0,0000*	-	-	0,0000	0,0000
debt	0,0016**	0,0020***	0,0021**	0,0007*	0,0011**
IFRS	0,0303**	0,0123	0,0148	-0,0190**	0,0139
cons	-0,0416	-0,1051	-0,0627	0,0170	0,1132***
N	235	141	141	241	241
R^2	0,0651	0,0957	0,0980	0,0466	0,1192
Prob>F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VIF	1,15	1,10	1,10	1,15	1,15
Valores médios AEM e REM					
DispensaOPA	-0,0261	-0,0302	-0,0299	0,0096	-0,0044
Demais fechamentos	-0,0001	0,0065	0,0086	0,0169	-0,0093
Total	-0,0059	-0,0008	0,0009	0,0153	-0,0082

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

No período analisado, adoção do IFRS apresentou relação estatisticamente significativa e com o gerenciamento para a diminuir os lucros através da redução dos *accruals* discricionários. Tal qual verificado nos casos de OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa,

essa evidência ratifica a associação apontada por Pelucio-Grecco et al. (2014) entre a adoção das IFRS e a diminuição do gerenciamento de resultados.

Os resultados das estimações referentes às empresas que foram incorporadas e tiveram suas ações substituídas dispostos nas Tabelas 19 e 20 não apresentaram evidências de que o motivo do fechamento está relacionado aos AEM e nos REM. No segundo ano anterior ao fechamento, a variável referente à alavancagem foi significativa independentemente da *proxy* utilizada para estimar o gerenciamento de resultados. Esse resultado sugere que apesar do motivo não estar relacionado ao gerenciamento, o nível de endividamento dessas empresas possui impacta nas decisões gerenciais acerca da divulgação dos resultados.

Tabela 19

Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais e foram incorporadas

Variáveis em *t-1*	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
Incorporação	0,0147	-0,0117	-0,0116	0,0127	-0,0181
size	-0,0001	0,0007	0,0003	0,0001	-0,0042**
share	0,0000	-0,0001	-0,0001	0,0002	-0,0007***
roa	0,0000	-	-	0,0000	-0,0000***
debt	-0,0001***	0,0000	0,0000	0,0000***	0,0001
IFRS	-0,0022	-0,0210	-0,0274	-0,0195**	0,0036
cons	-0,0195	0,0035	0,0091	0,0044	0,1176***
N	257	152	152	265	265
R^2	0,0284	0,0126	0,0185	0,0351	0,1148
Prob>F	0,0000	0,0859	0,6714	0,0000	0,0000
VIF	1,14	1,17	1,17	1,13	1,13
Valores médios AEM e REM					
Incorporação	-0,0100	-0,0134	-0,0158	0,0247	-0,0110
Demais fechamentos	-0,0216	-0,0063	-0,0093	0,0149	0,0042
Total	-0,0190	-0,0078	-0,0107	0,0170	0,0010

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

Tabela 20

Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais e foram incorporadas

Variáveis em *t-2*	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
Incorporação	0,0165	0,0192	0,0178	0,0087	-0,0169
size	0,0021	0,0053	0,0029	-0,0008	-0,0068***
share	-0,0002	0,0000	-0,0001	0,0002	-0,0004
roa	-0,0000**	-	-	0,0000	0,0000
debt	0,0017***	0,0021***	0,0022***	0,0008**	0,0011**
IFRS	0,0283*	0,0071	0,0094	-0,0198**	0,0117
cons	-0,0406	-0,0862	-0,0451	0,0179	0,1095***
N	235	141	141	241	241
R^2	0,0555	0,0653	0,0674	0,0429	0,1258
Prob>F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VIF	1,16	1,15	1,15	1,16	1,16
Valores médios AEM e REM					
Incorporação	0,0027	-0,0041	0,0127	0,0195	-0,0292
Demais fechamentos	-0,0083	0,0127	-0,0020	0,0142	-0,0025
Total	-0,0059	-0,0008	0,0009	0,0153	-0,0082

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

Conforme apontado nas tabelas 21 e 22, a saída do mercado de capitais brasileiro por meio de falência não está associada ao gerenciamento de resultados.

Tabela 21

Resultado das estimações dos AEM e REM no ano anterior ao fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais por falência

Variáveis em *t-1*	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
Falência	0,0081	0,0105	0,0163	0,0057	-0,0134
size	0,0005	-0,0001	-0,0006	0,0007	-0,0050***
share	0,0000	-0,0002	-0,0001	0,0002	-0,0008***
roa	0,0000	-	-	0,0000	-0,0000***
debt	-0,0001*	0,0000	0,0000	0,0000***	0,0001
IFRS	-0,0045	-0,0197	-0,0263	-0,0212**	0,0063
constante	-0,0239	0,0132	0,0177	0,0007	0,1242***
N	257	152	152	265	265
R^2	0,0255	0,0110	0,0173	0,0295	0,1101
Prob>F	0,0000	0,0875	0,7057	0,0000	0,0000
VIF	1,13	1,18	1,18	1,13	1,13
Valores médios AEM e REM					
Falência	-0,0173	-0,0461	-0,0406	0,0221	0,0145
Demais fechamentos	-0,0192	-0,0065	-0,0097	0,0166	0,0001
Total	-0,0190	-0,0078	-0,0107	0,0170	0,0010

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

Tabela 22

Resultado das estimações dos AEM e REM no segundo ano anterior ao fechamento para as empresas que saíram do mercado de capitais por falência

Variáveis em *t-2*	**aem_jmod**	**aem_c1**	**aem_c2**	**rem_prod**	**rem_disc**
Falência	-0,0214	0,0329	0,0492	0,01	0,0069
size	0,0023	0,0069	0,0046	-0,0004	-0,0072***
share	-0,0003	0,0001	0,0000	0,0002	-0,0004**
roa	-0,0000*	-	-	0,0000	0,0000
debt	0,0018**	0,0019***	0,0018**	0,0007	0,0011***
IFRS	0,0264*	0,0045	0,007	-0,0211**	0,0137
cons	-0,0356	-0,1092	-0,0695	0,0124	0,1106***
N	235	141	141	241	241
R^2	0,0540	0,0631	0,0693	0,0413	0,1196
Prob>F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VIF	1,18	1,20	1,20	1,17	1,17
Valores médios AEM e REM					
Falência	-0,0062	0,0676	0,0892	0,0283	0,0246
Demais fechamentos	-0,0010	-0,0032	-0,0021	0,0145	-0,0102
Total	-0,0059	-0,0008	0,0009	0,0153	-0,0082

Nota. *, **,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

A adoção do IFRS apresentou relação estatisticamente significativa e oposta com o gerenciamento para a melhora de resultados através do aumento dos níveis de produção. E a variável referente ao tamanho das empresas também apresentou relação inversa à melhora de resultados por meio do aumento das despesas discricionárias.

Em suma, os resultados dos testes de hipóteses efetuados de acordo com o tipo de fechamento apontaram que no segundo ano anterior à publicação do edital de OPA para

fechamento de capital por meio da recompra das ações pelo acionista controlador ou pela própria empresa, há evidências estatisticamente significativas de que este motivo de fechamento de capital das empresas apresenta relação positiva com o aumento dos *accruals* discricionários. Essa relação foi contrária aos incentivos apontados por Francis et al. (2016) de economia de custos nas recompras efetuadas pelo acionista controlador.

As empresas que saíram do mercado de capitais por meio de OPA para alienação apresentaram relação significativa e positiva entre a motivação e os *accruals* discricionários calculados pelo modelo Collins et al. (2017) no ano anterior ao anúncio. Esses resultados validam os incentivos apontados por Erickson e Wang (1999) de aumentar o preço das ações para que os gestores das empresas que são alienadas sejam recompensados por bônus pelo bom desempenho quanto para assinalar à empresa adquirente competência para permanecer em seus postos de trabalho.

Como consequência, os detentores das ações são beneficiados pela prática de gerenciamento a empresa pois receberão um valor acima do que as ações valeriam caso não houvesse gerenciamento. A empresa que efetua a recompra, por sua vez, é prejudicada pelo gerenciamento pois, ao adquirir as ações da empresa por valores maiores, há maior dispêndio de recursos.

As empresas que fecharam capital e foram dispensadas de OPA apresentaram no ano anterior ao deferimento do pedido de dispensa de OPA relação negativa com o gerenciamento por aumento dos níveis de produção. Como exposto por Zang (2012), o gerenciamento por escolhas operacionais requer maior dispêndio de recursos. Neste caso, é plausível que os gestores não optem por gerenciar os resultados via aumento dos níveis de produção, no ano anterior ao fechamento de capital. Já no segundo ano anterior ao deferimento do pedido de dispensa de OPA, observou-se uma relação inversa entre este tipo de fechamento e gerenciamento para diminuição dos resultados por meio dos *accruals*.

Não foram encontradas evidências de que empresas que saíram do mercado de capitais brasileiro por meio de

Essas evidências, permitem a não rejeição da hipótese de que o tipo de fechamento de capital influencia na motivação e na direção do gerenciamento de resultados. Ressalta-se que as evidências acerca do fechamento de capital por meio de OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa foram contrárias às descritas na literatura internacional, o que sugere que as empresas brasileiras podem possuir incentivos distintos ao gerenciamento de resultados, principalmente associados às questões do endividamento, visto que esta variável apresentou valores estatisticamente significativos em todas as estimações.

Tabela 23
Tabela resumo dos resultados referentes à relação entre os AEM e REM e o tipo de fechamento de capital

Tipo de fechamento	AEM/ REM esperado	Evidência de gerenciamento verificada
OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa	Diminuição dos resultados	Aumento dos resultados em t-2 via AEM
OPA por alienação de controle	Aumento dos resultados	Aumento dos resultados em t-1 via AEM
Dispensa de OPA	Diminuição dos resultados	Diminuição dos resultados em t-1 via REM
Incorporação por substituição de ações	Aumento dos resultados	-
Falência ou Liquidação	Diminuição dos resultados	-

Fonte: Resultados da Pesquisa.

5.4 Resultados referentes à Hipótese 3

Para verificar se existe diferença estatisticamente significativa em ralação à prática de gerenciamento de resultados das empresas que fecharam capital comparadas às empresas que não fecharam capital. primeiramente foi necessário encontrar empresas comparáveis que permaneceram com capital aberto no primeiro e no segundo ano anterior ao anúncio de fechamento das empresas que saíram do mercado de capitais brasileiros.

Para isso, estimou-se para cada ano analisado (2002 a 2020) um escore de propensão ao fechamento de capital. A título exemplificativo, o escore de propensão ao fechamento foi estimado usando a variável "situação" no ano de 2020 que apresenta valor 1 para empresas que fecharam capital em 2020 e valor zero para as empresas que permaneceram com capital aberto neste ano. As variáveis que impactam na deslistagem elencadas por Saito e Padilha (2015): tamanho, alavancagem e rentabilidade foram consideradas referente ao ano anterior ao fechamento, que neste caso é 2019.

Posteriormente, e também efetuado para cada ano que a análise compreende, foram verificados os níveis de gerenciamento de resultados captados pelas *proxies* de AEM e REM das empresas que fecharam capital e das empresas que permaneceram com capital aberto, pareadas pelo setor econômico e ativo, através do critério do vizinho mais próximo, que busca os elementos mais próximos em termos das variáveis de controle criadas e ponderados pelo escore de propensão anteriormente calculado.

Os níveis de gerenciamento de resultados por AEM e REM foram comparados entre tratamento (empresas que fecharam capital) e controle (empresas que permaneceram com capital aberto). Se o ATT (efeito médio do tratamento no grupo de controle - *average treatment effect on the treated)* for estatisticamente significativo, há diferenças entre os níveis médios de AEM e REM em ambos os grupos.

Na maioria dos anos analisados as empresas que fecharam capital não apresentaram gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes de suas empresas pares que não fecharam capital, contrariamente ao verificado por Perry e Williams (1994) e Li et al. (2013), que evidenciaram que as empresas que fecham capital apresentam maiores níveis de gerenciamento do que as empresas que não fecharam capital. Esse resultado aponta que tanto as empresas que fecharam capital quanto as empresas que permaneceram com o capital aberto gerenciam seus resultados e os níveis de gerenciamento do primeiro grupo não são superiores ao segundo.

A Tabela 24 apresenta os anos em que foram observados resultados significativos das diferenças entre os AEM entre grupo de tratamento e de controle. Sob a perspectiva dos *accruals* calculados pelo modelo Jones Modificado, as empresas que fecharam capital em 2014 e 2010, apresentaram *accruals* discricionários menores que suas pares que permaneceram na bolsa respectivamente no primeiro e no segundo ano anterior ao fechamento. Já as empresas que fecharam capital em 2012 apresentaram *accruals* discricionários maiores que seus pares no segundo ano anterior ao fechamento.

Em termos dos *accruals* estimados pelos dois modelos adaptados de Collins et al. (2017), os resultados apresentados mostram que as empresas que fecharam capital em 2018 e em 2007, apresentaram *accruals* discricionários menores que suas pares. As empresas que fecharam capital em 2011 apresentaram maiores níveis de gerenciamento de resultados por accruals discricionários em relação as suas empresas pares.

Quanto ao gerenciamento de resultados utilizando atividades reais, conforme apontado na Tabela 25, apenas no ano de 2016 a diferença entre o nível de gerenciamento de resultados por meio do aumento do nível de produção foi estatisticamente significativa entre os grupos de empresa. Em termos de despesas discricionárias as empresas que fecharam em 2008, as empresas que fecharam capital apresentaram níveis menores de gerenciamento que suas pares.

Depreende-se que mesmos nos poucos resultados em que foram verificadas diferenças estatisticamente significativas entre o gerenciamento de resultados das empresas que fecharam capital e suas empresas pares, as empresas do primeiro grupo apresentaram, na maioria dos casos, menores níveis de *accruals* discricionários anormais e despesas discricionárias, evidenciados pelos valores negativos dos ATT.

Conclui-se, desta forma, que a Hipótese 3 de que as empresas que fecham capital apresentam maiores níveis de gerenciamento em relação às empresas que não fecharam capital foi rejeitada. O resultado da análise feita com empresas pares que não fecharam capital demonstrou que em poucos casos houve diferença entre o nível de gerenciamento de resultados

entre o grupo de empresas de tratamento e de controle e que, mesmo nos casos em que a diferença entre os grupos foi significativa, os níveis de gerenciamento apresentados foram, na maioria das vezes, menores que as empresas pares.

Tabela 24

Diferença entre os AEM das empresas que fecharam capital e daquelas que permaneceram com capital aberto

Variável	Ano de fechamento		t-1	t-2
aem_jmod	2014	ATT	-0,077	
		t	(-1,750) *	
	2012	ATT		0,184
		t		(2,075) **
	2010	ATT		-0,097
		t		(-3,060) ***
aem_c1	2018	ATT		-0,117
		t		(-3,185) ***
	2011	ATT		0,157
		t		(2,076) **
	2007	ATT	-0,131	
		t	(-1,711) *	
aem_c2	2018	ATT		-0,114
		t		(-2,552) **
	2012	ATT	-0,073	
		t	(-2,088) **	
	2011	ATT		0,177
		t		(2,141) **
	2007	ATT	-0,123	
		t	(-1,649) *	
	2005	ATT		-0,07
		t		(-1,822) *

Nota. *,**,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente.
Fonte: Resultados da Pesquisa.

Tabela 25

Diferença de REM as empresas que fecharam capital e daquelas que permaneceram com capital aberto

Variável	Ano de fechamento		t-1	t-2
rem_prod	2016	ATT	0,047	0,077
		t	(-1,653) *	(1,787) *
rem_disc	2008	ATT	-0,086	-0,128
		t	(-1,731)*	(-1,663)*

Nota. *,**,*** indica que o coeficiente é estatisticamente significante aos níveis de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Resultados da Pesquisa.

6 Considerações finais e conclusão

A pesquisa teve como objetivo analisar o comportamento das companhias abertas brasileiras no tocante à prática de gerenciamento de resultados previamente a processos de saída do mercado de capitais e associar o gerenciamento de resultados ao tipo de fechamento ocorrido.

Foi possível verificar que no ano anterior à data do anúncio da saída do mercado de capitais, em termos médios, as empresas que fecharam capital apresentaram *accruals* discricionários anormais com sinal negativo, sendo uma evidência de gerenciamento para diminuir os lucros. Em contrapartida, as empresas que fecharam capital no ano anterior à data do fechamento apresentaram níveis de produção anormais médios com valor positivo, indicando gerenciamento através de escolhas acerca produtivas para aumentar os lucros. Em termos comparativos, as empresas que permaneceram com capital aberto, apresentaram valores médios opostos ao resultado encontrado: *accruals* discricionários positivos e níveis de produção negativos. O primeiro grupo de empresas apresentou em média menores volumes de caixa e ativo se comprado ao segundo grupo.

Quanto ao resultado das hipóteses de pesquisa, tanto no primeiro como no segundo ano anterior ao anúncio do fechamento de capital, foram verificados valores médios significativos de AEM e/ou REM, sendo, portanto, uma evidência de que as empresas brasileiras, na iminência de fecharem o capital, manipulam suas informações contábeis por meio de *accruals* discricionários e/ou de atividades reais em pelo menos um dos dois anos anteriores à data do anúncio do cancelamento de registro.

As análises estatísticas permitiram não rejeitar a hipótese de que o tipo de fechamento de capital influencia na motivação e na direção (para maior ou para menor) do gerenciamento de resultados. Foram verificadas evidências de que os motivos OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa, OPA por alienação de controle e Dispensa de OPA possuem relação estatisticamente significativa nas decisões dos gestores acerca do gerenciamento de resultados.

Todavia, contrariamente ao esperado, o motivo OPA feita pelo acionista controlador ou pela própria empresa está positivamente associado ao gerenciamento para o aumento dos resultados. Esperava-se, conforme exposto por Easterwood (1998), que a motivação fosse associada a divulgação de resultados piores para impactar na diminuição do preço das ações e consequentemente obtenção de um menor custo na aquisição das ações. Todavia, essa relação positiva pode estar relacionada à questão da alavancagem das empresas, visto que em todas as estimações que apresentaram valores estatisticamente significativos entre o motivo de saída do

mercado de capitais por OPA e o gerenciamento de resultados, também foram verificadas evidências da associação positiva entre gerenciamento de resultados e alavancagem das empresas. Esse resultado pode ser explicado por Fischer e Louis (2008), que ressaltam que o incentivo dos gestores para influenciar na divulgação dos lucros pode afetar a capacidade de financiamento das firmas. Assim, as empresas que dependem fortemente de recursos externos para efetuar o processo de recompra de ações podem ter incentivos a aumentar os lucros ou não os reduzir tanto quanto desejado, em prol de obterem termos mais favoráveis e condições melhores de empréstimos. Sendo assim, entende-se que as empresas brasileiras podem ter motivações distintas às empresas estrangeiras ao gerenciamento de resultados, influenciadas pelo endividamento.

Quando o fechamento de capital ocorre por meio de OPA para alienação de controle, foi observada relação positiva e estatisticamente significativa entre o motivo da saída do mercado de capitais e a melhora dos resultados em termos de AEM calculados pelo Modelo proposto por Collins et al. (2017) usando quintis, tal qual apontado por com Erickson e Wang (1999) que afirmaram que as empresas alvo de aquisições por troca de ações possuem incentivos em aumentar seus lucros para aumentar o preço de transação.

As empresas que fecharam capital e foram dispensadas de OPA apresentaram no ano anterior, evidências de gerenciamento para a piora de resultados, conforme esperado. Todavia, no segundo ano anterior ao fechamento, foram obtidas evidências de gerenciamento para melhora dos resultados. Tal qual verificado no caso de OPA feita por acionista controlador essas evidências contrárias ao esperado estão associadas a valores estatisticamente significativos de endividamento. Isso seria outra evidência de que as empresas brasileiras possam ter motivações distintas às verificadas pelas empresas estrangeiras a manipular os resultados previamente ao fechamento de capital atreladas a questões de endividamento.

Acerca das variáveis de controle utilizadas, em todas as análises, a adoção do IFRS apresentou relação estatisticamente significativa e oposta com o gerenciamento para a melhora de resultados através do aumento dos níveis de produção, o que pode ser uma evidência que ratifica o estudo Pelucio-Grecco et al. (2014) que afirmaram que a implementação do IFRS apresentou efeitos mais restritivos no gerenciamento de resultados no Brasil. A variável referente ao tamanho das empresas apresentou em todas as análises relação inversa à ao gerenciamento de resultados por meio do aumento das despesas discricionária. Esse resultado remete à discussão acerca da visibilidade das empresas maiores e o consequente aumento do monitoramento que pode ser um fator mitigador ao gerenciamento por decisões operacionais, pois envolve diversas áreas das empresas.

Por fim, não foi verificado que as empresas que fecharam capital tendem a apresentar níveis de gerenciamento de resultados maiores que as empresas de capital aberto. Não obstante, nos anos em que foram verificadas diferenças estatisticamente significativas, as empresas que fecharam capital apresentaram menores níveis gerenciamento em termos de *accruals* discricionários e despesas discricionárias.

Como limitações da pesquisa tem-se a comparabilidade dos resultados com outros estudos brasileiros que estimaram o gerenciamento de resultados utilizando modelos distintos dos utilizados nesta pesquisa. Outro aspecto que cumpre ressaltar é a impossibilidade de verificar se os gestores das empresas que fecharam capital faziam parte da recompra de ações para o fechamento, o que caracterizaria um MBO.

Como sugestão de pesquisas futuras, tem-se o acompanhamento dos resultados das empresas que fecharam capital, visto que, tal qual observado por Kothari et al. (2016), o gerenciamento predominantemente feito via decisões operacionais para melhorar resultados, está geralmente associado à baixas performances das empresas em períodos posteriores.

Outra possibilidade é estudar a reversão do fechamento de capital no Brasil, visto que, de acordo com Rappaport (1990) o fechamento de capital é uma etapa transitória das empresas, que para enfrentarem as mudanças econômicas e pressões competitivas, acabam voltando ao mercado de capitais em um período futuro após o fechamento do capital.

Cumpre ressaltar o entendimento que a pesquisa feita não foi impactada pelos efeitos da pandemia mundial do COVID-19, porque apesar de a amostra conter empresas que fecharam capital em 2020, as demonstrações financeiras analisadas referem-se aos três anos anteriores à 2020.

Referências

Almeida, J. E. F. de. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos* (Tese de doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-29112010-182706/en.php

Ardison, K. M. M., Martinez, A. L., & Galdi, F. C. (2012). The effect of leverage on earnings management in Brazil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(3), 305-324.

Beneish, M. D., Press, E., & Vargus, M. E. (2012). Insider trading and earnings management in distressed firms. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 191-220.

Bortolon, P. M., & Silva Junior, A. D. (2015). Determining factors for delisting of companies listed on BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade e Finanças*, 26(68), 140–153. doi: 10.1590/1808-057x201500910

Campa, D. & Camacho-Miñano, M. (2015). The impact of SME's pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools. *International Review of Financial Analysis*, 42, 222-234.

Collins, D. W., Pungaliya, R. S., & Vijh, A. M. (2017). The effects of firm growth and model specification choices on tests of earnings management in quarterly settings. *The Accounting Review*, 92(2), 69-100.

Conselho Federal de Contabilidade (2019). *Resolução CFC n. 2019/NBCTGEC de 21 de novembro de 2019.* Dá nova redação à NBC TG ESTRUTURA CONCEITUAL, que dispõe sobre a estrutura conceitual para relatório financeiro. Recuperado de https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTGEC.pdf

Cupertino, C. M. (2013). *Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais* (Tese de Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil. Recuperado de https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/122592/323941.pdf?sequence=1

DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers of valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400–420.

DeAngelo, L. E. (1990). Equity Valuation and Corporate Control. *The Accounting Review*, 65(1), 93-112.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review,* 70 (2), 193–225.doi: 10.1016/S0165-4101(98)00020-2

Dehejia, R.H. and Wahba, S. (2002), "Propensity Score Matching Methods for Non-Experimental Causal Studies". *Review of Economics and Statistics*, 84(1), 151-161.

Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.

Easterwood, C. M. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: An empirical analysis. *Journal of Applied Business Research (JABR),*14 (1), 29-48. doi: 10.19030/jabr.v14i1.5726

Erickson, M., & Wang, S. W. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 149–176. Recuperado de doi: 10.1016/S0165-4101(99)00008-7

Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 255-307. doi: 10.1016/S0165-4101(01)00028-3

Fischer, P. E., & Louis, H. (2008). Financial reporting and conflicting managerial incentives: The case of management buyouts. *Management Science*, 54(10), 1700–1714. doi: 10.1287/mnsc.1080.0895

Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Evidence for the Existence of Downward Real-Activity Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 212–248. https://doi.org/10.1177/0148558X15582086

Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa* (4th ed.). Atlas.

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73.

Haga, J., Ittonen, K., Tronnes, P. C., & Wong, L. (2018). Is earnings management sensitive to discount rates? *Journal of Accounting Literature*, 41, 75-88.

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 365–383. doi: 10.2308/acch.1999.13.4.365

Instrução CVM n. 361, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995,a Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM no 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências. Recuperado de http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html

Instrução CVM n. 436 de 5 de julho de 2006. Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Recuperado de http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst436.html

Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários Recuperado de http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html

Jain, B. A., & Kini, O. (1999). The life cycle of initial public offering firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, *26*(9-10), 1281-1307. doi: 10.1111/1468-5957.00298

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and owership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(10), 305–360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X

Johnston, J. & DiNardo, J. (2001). *Econometric Methods*.(4th ed.). McGraw-Hill

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193. doi: 10.2307/2491047

Kaplan, S. N. (1991). The staying power of leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 29(2), 287-313. doi: 10.1016/0304-405X(91)90004-4

Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. doi: 10.1016/j.jacceco.2004.11.002

Kothari, S. P., Mizik, N., & Roychowdhury, S. (2016). Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus *accruals* in SEO valuation. *The Accounting Review*, 91(2), 559-586. doi: 10.2308/accr-51153

Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2020). Conditional conservatism and the limits to earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(4), 106738.

Lee, C. I., Rosenstein, S., Rangan, N., & Davidson III, W. N. D. (1992). Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts. *Financial Management*, 21(1), 58. doi:10.2307/3665681

Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm

Li, X., Qian, J., & Zhu, J. L. (2013). Earnings-reducing activities before management buyouts. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2022091

Littnerova, S., Jarkovsky, J., Parenica, J., Pavlik, T., Spinar, J., & Dusek, L. (2013). Why to use propensity score in observational studies? Case study based on data from the Czech clinical database AHEAD 2006–09. *Cor et Vasa*, 55(4), e383-e390.

Mao, Y., & Renneboog, L. (2015). Do managers manipulate earnings prior to management buyouts? *Journal of Corporate Finance*, 35, 43–61. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2015.08.005

Martinez, A. L. (2001). "*Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/publico/tde.pdf

Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR: Brazilian Business Review*, 10(4), 1–31. Recuperado de http://www.bbronline.com.br/index.php/bbr/article/view/183. doi:10.15728/bbr.2013.10.4.1

Martinez, A. L., & Cardoso, L. (2009). Gerenciamento Da Informação Contábil No Brasil Mediante Decisões Operacionais. *REAd - Revista Eletrônica de Administração*, 15(3), 600–626. Recuperado de https://www.redalyc.org/pdf/4011/401137514004.pdf

Matos, J. A. de (2001). *Theoretical foundations of corporate finance*. Princeton University Press.

Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados.* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. doi:10.11606/T.12.2007.tde-28012008-113439. Recuperado de https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/en.php

Pelucio-Grecco, M. C., Geron, C. M. S., Grecco, G. B., & Lima, J. P. C. (2014). The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. *Emerging Markets Review*, 21, 42-66.

Perry, S. E., & Williams, T. H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 157–179. doi: 10.1016/0165-4101(94)00362-9

Rappaport, A. (1990). The staying power of the public corporation. *Harvard Business Review*, 68(1), 96-104.

Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2017). Leveraged buyouts: Motives and sources of value. *Annals of Corporate Governance*, 2(4), 291-389. doi: 10.1561/109.00000017

Rodrigues, L. F. (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. 2013. (Dissertação de Mestrado). Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, DF, Brasil. Recuperado de https://repositorio.unb.br/handle/10482/12924

Ronen, J. & Yaari, V. (2008). *Earnings management: Emerging insights in theory, practice, and research.* Springer.

Rosenbaum, P. R., & Rubin, D. B. (1983). The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*, 70(1), 41-55.

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics,* 42(3), 335–370. doi: 10.1016/j.jacceco.2006.01.002

Saito, R., & Padilha, M. T. C. (2015). Por que as empresas fecham o capital no Brasil? *Brazilian Review of Finance*, 13(2), 200-250.

Santos, I. T., & Carvalho, A. G. de. (2010). Gerenciamento de resultados em fechamento de capital. *Anais* do Encontro Brasileiro de Econometria, Salvador, Bahia, Brasil, 32. Recuperado dehttp://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/sbe/EBE10/paper/viewPaper/2243

Souza, J. A. S. de, Costa, W. B., Almeida, J. E. F. de, & Bortolon, P. M. (2013). Determinantes e consequências do fechamento de capital nas práticas de gerenciamento de resultados. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 1(1), 38–57. doi: 10.18405/recfin20130103

Tutuncu, L. (2019). Earnings management and performance of management buyouts. *Managerial Finance*, 45(10–11), 1363–1381. doi: 10.1108/MF-01-2018-0007

Van de Gucht, L. M., & Moore, W. T. (1998). Predicting the duration and reversal probability of leveraged buyouts. *Journal of Empirical Financ*e, 5(4), 299–315. doi: 10.1016/S0927-5398(97)00023-6

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *Accounting Review*, 87(2), 675–703. doi: 10.2308/accr-10196

Zhu, X., & Lu, S. (2013). Earnings management through real activities manipulation before mergers and acquisitions. *Journal of Finance and Accountancy*, 13, 1.

APÊNDICE – SCRIP DOS COMANDOS UTILIZADOS PARA AS ESTIMAÇÕES

```
*Bases anuais: empresas que fecharam capital e que não fecharam*
*AEM*
*Adaptação Jones modificado (Dechow et al 1995)*
reg TA inv_ativo_total Delta_REV_REC PPE,noconstant robust
predict aem_jmod_2019, residuals
hettest
vif

*Adaptação Collins et al (2017)*
*Quintil*
xtile qroa =(roa_w), nq(5)
label var qroa "Quints ROA"

xtile qsg =(def_sg_w), nq(5)
label var qsg "Quintis crescimento vendas"

reg TA inv_ativo_total Delta_REV_REC d1_roa d2_roa d4_roa d5_roa d1_sg_def d2_sg_def d4_sg_def
d5_sg_def, robust
predict aem_c1_2019, residuals
hettest
vif

*Índices*
reg TA inv_ativo_total Delta_REV_REC ROA SGt_1,robust
predict aem_c2_2019, residuals
hettest
vif

*REM*
*Roychowdhury (2006)*
reg PROD inv_ativo_total S DeltaS DeltaSt_1 ,robust
predict rem_prod_2019, residuals
hettest
vif

reg DISC inv_ativo_total St_1 ,robust
predict rem_disc_2019, residuals
hettest
vif

*Hipótese 1:
*Base contendo somente empresas que fecharam capital*
ttest aem_jmod_1, by(FECHOU) unequal
ttest aem_c1_1, by(FECHOU) unequal
ttest aem_c2_1, by(FECHOU) unequal
ttest rem_prod_1, by(FECHOU) unequal
ttest rem_disc_1, by(FECHOU) unequal

mean aem_jmod_1 aem_jmod_2 aem_c1_1 aem_c1_2 aem_c2_1 aem_c2_2 rem_prod_1 rem_prod_2 rem_disc_1
rem_disc_2
estimates table, stats(N) star(.1 .05 .01) b(%7,4f)

*Hipótese 2:
*Base contendo somente empresas que fecharam capital*
corr size_1 share_1 roa_1 debt_1 IFRS
corr size_2 share_2 roa_2 debt_2 IFRS
*AEM Adaptação Jones Modificado, OPA Acionista controlador*
reg aem_jmod_1 OPA_acionista size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_1 OPA_acionista size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_jmod_2 OPA_acionista size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_2 OPA_acionista size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em dummy por quintil, OPA Acionista
controlador*
reg aem_c1_1 OPA_acionista size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_1 OPA_acionista size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r
```

```
reg aem_c1_2 OPA_acionista size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em índices, OPA Acionista controlador*
reg aem_c2_1 OPA_acionista size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif

reg aem_c2_2 OPA_acionista size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_2 OPA_acionista size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Produção, OPA Acionista controlador*
reg rem_prod_1 OPA_acionista size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_1 OPA_acionista size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_prod_2 OPA_acionista size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_2 OPA_acionista size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Despesas discricionárias, OPA Acionista controlador*
reg rem_disc_1 OPA_acionista size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_1 OPA_acionista size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS , r

reg rem_disc_2 OPA_acionista size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_2 OPA_acionista size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS , r

*AEM Adaptação Jones Modificado, OPA Alienação*
reg aem_jmod_1 OPA_alienacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_1 OPA_alienacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_jmod_2 OPA_alienacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_2 OPA_alienacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em dummy por quintil, OPA Alienação*
reg aem_c1_1 OPA_alienacao size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_1 OPA_alienacao size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_c1_2 OPA_alienacao size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_2 OPA_alienacao size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em índices, OPA Alienação*
reg aem_c2_1 OPA_alienacao size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_1 OPA_alienacao size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_c2_2 OPA_alienacao size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_2 OPA_alienacao size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Produção, OPA Alienação*
reg rem_prod_1 OPA_alienacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_1 OPA_alienacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_prod_2 OPA_alienacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
```

```
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_2 OPA_alienacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Despesas Discricionárias, OPA Alienação*
reg rem_disc_1 OPA_alienacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_1 OPA_alienacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_disc_2 OPA_alienacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_2 OPA_alienacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Jones Modificado, OPA Dispensa OPA*
reg aem_jmod_1 DispensaOPA size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_1 DispensaOPA size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_jmod_2 DispensaOPA size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_2 DispensaOPA size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em dummy por quintil, Dispensa OPA*
reg aem_c1_1 DispensaOPA size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_1 DispensaOPA size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_c1_2 DispensaOPA size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_2 DispensaOPA size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em índices, Dispensa OPA*
reg aem_c2_1 DispensaOPA size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_1 DispensaOPA size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_c2_2 DispensaOPA size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_2 DispensaOPA size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Produção, Dispensa OPA*
reg rem_prod_1 DispensaOPA size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_1 DispensaOPA size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_prod_2 DispensaOPA size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_2 DispensaOPA size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Despesas discricionárias, Dispensa OPA*
reg rem_disc_1 DispensaOPA size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_1 DispensaOPA size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_disc_2 DispensaOPA size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_2 DispensaOPA size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Jones Modificado, Incorporação*
reg aem_jmod_1 Incorporacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_1 Incorporacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_jmod_2 Incorporacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
```

```
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_2 Incorporacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em dummy por quintil, Incorporação*
reg aem_c1_1 Incorporacao size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_1 Incorporacao size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_c1_2 Incorporacao size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_2 Incorporacao size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em índices, Incorporação*
reg aem_c2_1 Incorporacao size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_1 Incorporacao size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_c2_2 Incorporacao size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_2 Incorporacao size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Produção, Incorporação*
reg rem_prod_1 Incorporacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_1 Incorporacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_prod_2 Incorporacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_2 Incorporacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Despesas discricionárias, Incorporação*
reg rem_disc_1 Incorporacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_1 Incorporacao size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_disc_2 Incorporacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_2 Incorporacao size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Jones Modificado, Falência*
reg aem_jmod_1 Falencia size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_1 Falencia size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_jmod_2 Falencia size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_jmod_2 Falencia size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em dummy por quintil, OPA Acionista
controlador*
reg aem_c1_1 Falencia size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_1 Falencia size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r

reg aem_c1_2 Falencia size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c1_2 Falencia size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*AEM Adaptação Collins et al. (2017) com variáveis em índices, Falência*
reg aem_c2_1 Falencia size_1 share_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_1 Falencia size_1 share_1 debt_1  i.IFRS, r
```

```
reg aem_c2_2 Falencia size_2 share_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg aem_c2_2 Falencia size_2 share_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Produção, Falência*
reg rem_prod_1 Falencia size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_1 Falencia size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_prod_2 Falencia size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_prod_2 Falencia size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*REM Roychowdhury (2006) Despesas discricionárias, Falência*
reg rem_disc_1 Falencia size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_1 Falencia size_1 share_1 roa_1 debt_1  i.IFRS, r

reg rem_disc_2 Falencia size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS
estat hettest
estat vif
reg rem_disc_2 Falencia size_2 share_2 roa_2 debt_2  i.IFRS, r

*Hipótese 3:
*Bases contendo as empresas que fecharam capital e que não fecharam*
*Propensity score matching*
pscore sit_2020 debt_2019 roa_2019 ln_a_2019, pscore(psm2020)

*Critério de pareamento*
* Nearest neightbor matching
attnd aem_jmod_2019 sit_2020 set_2019_2 set_2019_3 set_2019_4 set_2019_5 set_2019_6 set_2019_7
set_2019_8 set_2019_9 set_2019_10 set_2019_11 set_2019_12 set_2019_13 set_2019_14 set_2019_15
set_2019_16 set_2019_1 tota_2019, pscore(psm2020) boot  dots
attnd aem_jmod_2018 sit_2020 set_2018_2 set_2018_3 set_2018_4 set_2018_5 set_2018_6 set_2018_7
set_2018_8 set_2018_9 set_2018_10 set_2018_11 set_2018_12 set_2018_13 set_2018_14 set_2018_15
set_2018_16 set_2018_1 tota_2018, pscore(psm2020) boot   dots

attnd aem_c1_2019 sit_2020 set_2019_2 set_2019_3 set_2019_4 set_2019_5 set_2019_6 set_2019_7
set_2019_8 set_2019_9 set_2019_10 set_2019_11 set_2019_12 set_2019_13 set_2019_14 set_2019_15
set_2019_16 set_2019_1 tota_2019, pscore(psm2020) boot dots
attnd aem_c1_2018 sit_2020 set_2018_2 set_2018_3 set_2018_4 set_2018_5 set_2018_6 set_2018_7
set_2018_8 set_2018_9 set_2018_10 set_2018_11 set_2018_12 set_2018_13 set_2018_14 set_2018_15
set_2018_16 set_2018_1 tota_2018, pscore(psm2020) boot  dots

attnd aem_c2_2019 sit_2020 set_2019_2 set_2019_3 set_2019_4 set_2019_5 set_2019_6 set_2019_7
set_2019_8 set_2019_9 set_2019_10 set_2019_11 set_2019_12 set_2019_13 set_2019_14 set_2019_15
set_2019_16 set_2019_1 tota_2019, pscore(psm2020) boot dots
attnd aem_c2_2018 sit_2020 set_2018_2 set_2018_3 set_2018_4 set_2018_5 set_2018_6 set_2018_7
set_2018_8 set_2018_9 set_2018_10 set_2018_11 set_2018_12 set_2018_13 set_2018_14 set_2018_15
set_2018_16 set_2018_1 tota_2018, pscore(psm2020) boot  dots

attnd rem_prod_2019 sit_2020 set_2019_2 set_2019_3 set_2019_4 set_2019_5 set_2019_6 set_2019_7
set_2019_8 set_2019_9 set_2019_10 set_2019_11 set_2019_12 set_2019_13 set_2019_14 set_2019_15
set_2019_16 set_2019_1 tota_2019, pscore(psm2020) boot dots
attnd rem_prod_2018 sit_2020 set_2018_2 set_2018_3 set_2018_4 set_2018_5 set_2018_6 set_2018_7
set_2018_8 set_2018_9 set_2018_10 set_2018_11 set_2018_12 set_2018_13 set_2018_14 set_2018_15
set_2018_16 set_2018_1 tota_2018, pscore(psm2020) boot  dots

attnd rem_disc_2019 sit_2020 set_2019_2 set_2019_3 set_2019_4 set_2019_5 set_2019_6 set_2019_7
set_2019_8 set_2019_9 set_2019_10 set_2019_11 set_2019_12 set_2019_13 set_2019_14 set_2019_15
set_2019_16 set_2019_1 tota_2019, pscore(psm2020) boot dots
attnd rem_disc_2018 sit_2020 set_2018_2 set_2018_3 set_2018_4 set_2018_5 set_2018_6 set_2018_7
set_2018_8 set_2018_9 set_2018_10 set_2018_11 set_2018_12 set_2018_13 set_2018_14 set_2018_15
set_2018_16 set_2018_1 tota_2018, pscore(psm2020) boot  dots
```