

Recompra de ações e práticas de gerenciamento de resultados financeiros: um estudo empírico sobre as empresas listas na B3.**ISSN: 1984-6266****Recebimento:**

19/11/2018

Aprovação:

29/01/2019

Editor responsável pela aprovação do artigo:

Dr. Flaviano Costa

Editor responsável pela edição do artigo:

Dr. Flaviano Costa

Avaliado pelo sistema:*Double Blind Review*

A reprodução dos artigos, total ou parcial, pode ser feita desde que citada a fonte.

Resumo

Essa pesquisa teve por objetivo verificar se empresas brasileiras que recompraram ações entre os períodos de 2011 a 2015, gerenciaram seus números contábeis a menor, no período que antecedeu a utilização da ferramenta de recompra, e ainda, se esse grupo de empresas obteve ganhos anormais posteriores a recompra de ações, fruto da reversão dos *accruals* discricionários (*proxy* de gerenciamento de resultados). Como metodologia de pesquisa, foram utilizados os modelos econometríticos de Jones Modificado e *Performance Matching* para geração dos *accruals* discricionários. Para se encontrar o retorno anormal, calculou-se a diferença entre o retorno real (retorno do fechamento) e o retorno esperado (modelo CAPM). Os resultados da pesquisa apontaram que existem evidências de que empresas utilizam o gerenciamento de resultados para reduzir os lucros em momentos pré recompra de ações, no intuito de obter ganhos anormais nos períodos posteriores, sendo esse evidenciado por um maior retorno anormal posterior à recompra, entre empresas que supostamente gerenciaram seus números a menor, anteriormente à recompra, considerando o modelo de *Performance Matching* para detecção de *accruals* discricionários.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Recompra de ações. *Performance Matching*.



PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
CONTABILIDADE
MESTRADO E DOUTORADO

DOI:<http://dx.doi.org/10.5380/rc&c.v10i2.62892>

SHARE REPURCHASE AND EARNINGS MANAGEMENT PRACTICES: AN EMPIRICAL STUDY ON THE COMPANIES LISTED ON THE BM&FBOVESPA.

ABSTRACT

This research aimed to verify if Brazilian companies that bought back shares between the periods of 2011 to 2015, managed their smaller accounting numbers in the period before the use of the repurchase tool, and also, if this group of companies obtained later abnormal gains the repurchase of shares, the result of the reversal of discretionary accruals (earnings management proxy). As a research methodology, the Jones Modified and Performance Matching econometric models were used to generate discretionary accruals. In order to find the abnormal return, the difference between the real return (closing return) and the expected return (CAPM model) was calculated. The results of the research indicated that there is evidence that companies use the management of results to reduce profits in moments before the buyback of shares, in order to obtain abnormal gains in the later periods, which is evidenced by a greater abnormal return after repurchase, between companies that supposedly managed their smaller numbers, prior to the buyback, considering the Performance Matching model for detecting discretionary accruals.

Keywords: Earnings management. Repurchase of shares. Performance Matching.

1 Introdução

Nas últimas décadas houve um crescimento substancial do número de empresas que abriram seu capital ao redor do mundo, situadas em grandes economias como Estados Unidos (EUA) e China, e até em países em desenvolvimento como o Brasil. A década referente aos anos 2000 revelou-se a de maior adesão ao mercado de capital aberto por parte das empresas brasileiras, tendo seu ápice em 2007, com 66 empresas abrindo seu capital (BM&FBOVESPA, 2014).

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

Um mecanismo amplamente utilizado no mercado é a distribuição de dividendos, onde por meio de definição no estatuto social da empresa, os acionistas são remunerados com uma fatia dos lucros, mediante determinado percentual sobre suas ações adquiridas. Outra ferramenta de distribuição de lucros que tem sido amplamente utilizada pelas empresas é a recompra de ações. Inicialmente, a teoria afirma que, comprando seus próprios papéis, a empresa sinaliza confiança ao mercado, reduz custos de agência com distribuição do excesso de fluxo de caixa e ajusta sua estrutura de capital (Voss, 2012).

De acordo com Grullon e Michaely (2002), entre 1972 e 2000, o número de empresas que recompraram ações nos Estados Unidos cresceu cerca de 50% em termos absolutos e o valor anunciado de ações recompradas subiu de US\$ 1,5 bilhões para US\$ 194,2 bilhões. Na China ocorreram mais de dez mil planos de recompra de ações nos últimos 20 anos, enquanto nos EUA aumentaram os programas de recompra na década de 1990, chegando ao seu ápice em 2007, atingindo um valor superior a um trilhão de dólares em recompra de ações e em 2013 no valor de 700 bilhões de dólares (Damodaran, 2014).

Durante o período de 1999 a 2005 no Brasil, a distribuição de dividendos registrou um aumento de 28% ao ano, enquanto a recompra de ações no mesmo período apresentou um crescimento de 29% ao ano. Mesmo com as desvantagens fiscais (recompras são tratadas como ganho de capital, tributadas em 20%, enquanto distribuição de dividendos são isentos de tributos) no Brasil, recompras têm sido amplamente utilizadas pelas empresas (Martinez, 2001).

Concomitantemente, um tema amplamente abordado na literatura mundial atual é o de Gerenciamento de Resultados (GR), ou manipulação dos resultados contábeis. Autores internacionais e nacionais como Teoh, Welch e Wong (1998), Singer (2007), e, mais recentemente, Melo (2015), apontam evidências de que os resultados das empresas de capital aberto possivelmente são manipulados para maior antes de uma abertura de capital, aumentando o valor das ações e garantindo, dessa forma, uma captação maior de recursos nos IPO's (Oferta pública inicial de ações).

Estratégias relacionadas ao gerenciamento de resultados geram motivações para alterar informações financeiras. Alguns trabalhos destacam; i) as previsões dos analistas, ii) valorizações nos mercados de capitais (Dechow & Skinner, 2000; Lo, 2008), iii) manipulação de ganhos, explorando a flexibilidade das regras contábeis para temporariamente "mascarar" o verdadeiro desempenho da empresa (Thai, Meek & Nabar, 2006; Dechow & Skinner, 2000).

Um subconjunto da literatura de gerenciamento de resultados (Vafeas, Vlittis, Katranis & Ockree, 2003; Rodríguez; Yue, 2008; Farrel; Unlu; Yu, 2014) refere-se à questão de saber se a recompra de ações fornece incentivos para deturpar o desempenho da empresa. Especificamente, gerenciamento de resultados em torno da recompra de ações é testado com a hipótese de que os lucros pré recompra possam ser geridos para baixo a fim de induzir os acionistas a venderem suas ações a preços subavaliados, para beneficiar acionistas que detêm informações privilegiadas, aumentando a quota de propriedade corporativa dos gestores proprietários ou de acionistas mais bem informados.

Com base nestes argumentos, uma hipótese que surge é a de que os gestores tenderiam a reduzir o resultado antes de uma recompra de ações (Vafeas *et al.*, 2003; Rodríguez & Yue, 2008; Farrel, Unlu & Yu, 2014). Surge, portanto, a questão de pesquisa que norteia o presente trabalho: Empresas utilizam práticas de gerenciamentos de resultados para reduzir os lucros em períodos pré recompra de ações nas empresas listadas na B3, para gerar ganhos anormais posteriormente a utilização da ferramenta, com a reversão dos accruals?

Nesse sentido, o presente estudo tem como objetivo verificar se empresas brasileiras que recompraram ações entre os períodos de 2011 a 2015, gerenciaram seus números contábeis a menor, no período que antecedeu a utilização da ferramenta de recompra e, ainda, se esse grupo de empresas obteve ganhos anormais posteriores a recompra de ações, fruto da reversão dos accruals discricionários (*proxy* de gerenciamento de resultados).

A justificativa do trabalho é evidenciar aos "stakeholders" e "shareholders" as possíveis intenções dos executivos quando da recompra de ações, buscando explicar os motivos que levam os gestores a tal prática. Em determinados casos, os gestores com intenções pessoais utilizam a ferramenta de recompra, beneficiando acionistas majoritários em detrimento a acionistas minoritários.

2 Referencial Teórico

2.1 Recompra de ações

As empresas de capital aberto podem recomprar ações via *tender offer* (oferta pública de aquisição), *open market* (mercado aberto), e *private purchase* (compra privada). A modalidade *tender offer* pode ser

segregada em duas, *fixed price* (oferta pública a preço fixo) e *dutch-auction* (leilão holandês de oferta pública) (Vermaelen, 1981; Dittmar, 2000).

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

Entre o período de 1995 a 1999, de acordo com Grullon e Ikenberry (2000), mais de 5.900 empresas norte-americanas anunciaram planos de recompra (aproximadamente US\$ 780 bilhões em ações). No Brasil, existe um grande movimento de recompra de ações a partir da década de 1990. A possibilidade de reaquisição de ações no Brasil teve sua primeira regulamentação pela Lei 6.404 de 1976, porém somente em 1997 houve uma expansão significativa na prática, chegando a valores próximos a R\$ 2,0 bilhões. Hoje, a regulamentação passa pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários número 567 de 2015.

Além disso, nota-se um aumento nos programas de recompra em períodos de crise, tanto em âmbito nacional como internacional. Nos anos 2000, especialmente no fim da década, quando o mundo passava por uma crise econômica, os programas de recompra foram maximizados e países como Estados Unidos chegaram a aumentar 70% em recompra no setor imobiliário (Gaudi; Nascimento; Nossa, 2011). O momento desafiador vivido no Brasil hoje, pode significar uma boa oportunidade para empresas recomprarem seus papéis. Segundo os dados do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a partir de 2015 houve um incremento nas empresas que anunciam programas de recompra de ações.

Em alguns casos, a recompras de ações são motivadas pela busca do aumento do lucro por ação, sinalizando que os valores das ações da empresa estão subavaliados, gerando maior demanda do mercado sobre as ações e aumentando o valor dos papéis da empresa, motivo esse confirmado pelos executivos das empresas (Brav, Graham, Harvey & Michaely 2005). Não obstante, os economistas financeiros afirmam que as empresas recompram ações para sinalizar otimismo, (Vermaelen, 1981).

Há um prêmio de valorização das ações associado a atingir as previsões dos analistas, conforme o valor das ações supera a expectativa, crescerá a demanda pelos papéis da empresa, valorizando ainda mais suas ações (Bartov; Givoly; Hayn, 2002). Caso a previsão dos analistas não seja alcançada, o valor da empresa pode ser impactado negativamente (Skinner; Sloan, 2002). Os testes voltados ao gerenciamento de resultados, também estão relacionados à previsão dos analistas, muitas vezes ocorre o GR justamente para atender as expectativas preestabelecidas por analistas financeiros, ocorrendo o gerenciamento inclusive no intuito de impactar o valor das ações (Hribar, Jenkins & Jonhson, 2004).

Outra motivação é relacionada aos executivos corporativos que praticam o ato de recompra com interesses próprios no ganho diluído por ação, onde os próprios executivos, por serem detentores de uma fatia do capital da empresa, se beneficiam com a recompra de ações. Numerosos artigos na área financeira (Voss, 2012; Rodríguez; Yue, 2008) sugerem que executivos praticam a recompra de ações para aumentar o ganho por ação. A ferramenta de recompra pode ser utilizada no momento em que as ações estão subavaliadas, e com sua consequente valorização geraria um aumento no ganho diluído por ação (Hribar, Jenkins & Jonhson, 2004).

2.2 Gerenciamento de resultados

Gerenciamento de resultados contábeis são tratados na literatura internacional (Ronen & Yaari, 2008; Rodríguez & Yue, 2008) como *earnings management*. A linha de pesquisa voltada ao termo, indica a

investigação acerca da prática de gestores de empresas que utilizam sua discricionariedade para influenciar números contábeis, com o objetivo de atender a objetivos pessoais (Rodrigues, 2013; Martinez, 2001).

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

Estudos empíricos anteriores mostram que os gestores são motivados a gerir de forma oportunista os lucros, a fim de satisfazer as expectativas dos analistas (Skinner & Sloan, 2002), evitar perdas maximizar a compensação gerencial (Cheng & Warfield, 2005; Healy, 1985), fugir das obrigações contratuais de dívidas (Defond & Jiambalvo, 1994) e maximizar o preço das ações antes da emissão (Teoh *et al.*, 1998), dentre outros motivos.

Louis e Robinson (2005) encontraram evidências consistentes de que os gestores utilizam o GR para sinalizar informações privadas favoráveis, em conjunto com a venda de ações, ou seja, manipulam o resultado para aumentar os lucros, aumentando o interesse de potenciais investidores na empresa e consequentemente em suas ações, impulsionando a venda das mesmas, principalmente em processos de abertura de capital.

Outra motivação para o gerenciamento de resultados está relacionada à recompra de ações. A ideia inicial é passar credibilidade ao mercado com a recompra de ações, porém, quanto menor for o preço dessas ações, menor será o valor pago na recompra e, além disso, se as ações estiverem subavaliadas, cria-se a possibilidade de aumentar o ganho por ação com o passar do tempo. Em mercados mais desenvolvidos, acionistas e investidores têm maior capacidade em prever a ocorrência de tentativas de gerir os lucros e manipular discricionariamente o preço das ações (Coles, Hertz & Kalpathy, 2006).

O regime de competência (*accrual basis*) e o regime de caixa (*cash bases*), onde a diferença entre ambos é oriunda justamente do lapso temporal dos recebimentos e pagamentos, e o fato gerador da transação, do acontecimento da receita ou despesa. Para o reconhecimento de receitas e despesas mediante competência, o profissional faz ajustes no fluxo de caixa de acordo com o regime de competência, esses ajustes são os *accruals*, portanto o lucro não será igual ao fluxo de caixa, exceto quando os *accruals* forem iguais a zero (Ronen & Yaari, 2008; Martinez, 2001). Exemplificando:

$$\text{Accruals Totais} = \text{lucro líquido} - \text{fluxo de caixa operacional} \quad (1)$$

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

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

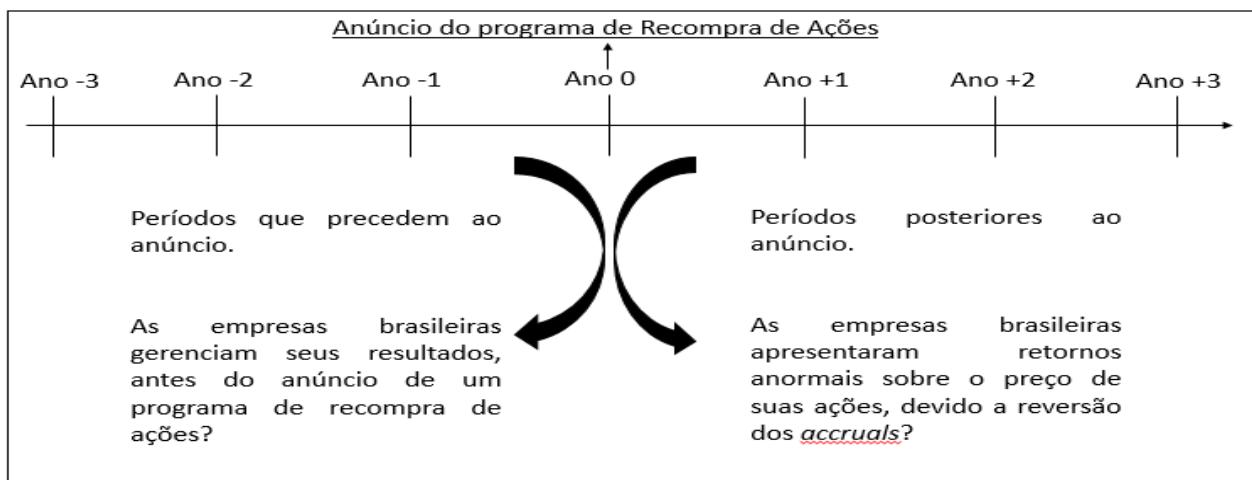
3 Procedimentos Metodológicos

Os dados coletados se referem às demonstrações contábeis das empresas que realizaram recompra de ações entre os anos de 2011 à 2015. Foram utilizados dados anuais e coletados através do software

Economática®. Além disso, foi necessária a inclusão de dados referentes aos anos de 2010 e 2009 no modelo de detecção de GR. Os anúncios de recompra de ações foram coletados no endereço eletrônico da CVM, onde as empresas divulgam informações acerca do tema em seus formulários de referência anuais, disponíveis publicamente. Ainda, as empresas de capital aberto fornecem a CVM o informativo anual, que reporta dentre outros itens, a participação acionária dos maiores acionistas da empresa.

A amostra referente ao presente estudo é composta de empresas de capital aberto listadas no site da BM&FBovespa que recompraram de ações, realizando-se as devidas exceções setoriais e por falta de dados. A amostra consta com 134 recompras de ações do ano de 2011 até o ano de 2015. Porém muitos desses anúncios foram realizados pelas mesmas empresas. Por exemplo, um anúncio de 2013, considerando que a firma recomprou também em 2012 pode ter sua validade questionada quanto ao GR. Enquanto firmas que recompraram em 2012, 2013, 2014 e 2015, podem ter gerenciado seus números no momento pré recompra em 2011 e, naturalmente, os períodos seguintes seriam de reversão dos *accruals*, causando interpretações incorretas acerca do nível de GR. Visando evitar interpretações errôneas, foram mantidos na amostra os dados referente ao primeiro anúncio de recompra nesse período para cada empresa da amostra, restando 57 anúncios de recompra.

Figura 1: Linha do tempo Recompra de Ações



Fonte: Elaborada pelos autores

Utilizando a Figura 1 para entendimento, no ano_0 está o momento onde ocorre o anúncio do programa de recompra de ações por parte das empresas brasileiras. No ano_{-1} é a identificação sobre a possibilidade de gerenciamento de resultados por parte das empresas, sendo o ano base para a geração dos modelos de gerenciamento de resultados utilizados nesta pesquisa.

Ainda no ano_{-1} foi realizado o cálculo sobre o retorno anormal das ações da empresa, para que seja possível comparar o retorno de empresas que gerenciaram seus números para reduzir os lucros, com firmas que não gerenciaram ou gerenciaram para maior. Para avaliar a reversão dos *accruals*, o retorno anormal foi calculado para os períodos: $ano_{+1}, ano_{+2}, ano_{+3}$, para que também fosse possível comparar os grupos citados anteriormente. Dessa forma, o estudo enquadra-se na metodologia de estudos de evento, que consiste na análise do efeito de informações específicas de determinadas firmas sobre o preço de suas ações (Fama, 1991). A maior preocupação de um estudo de eventos é de como variam os preços de determinado título próximo a data do evento (Brown & Warner, 1980). É uma metodologia amplamente utilizada em testes de eficiência de mercado, avaliando subscrição de ações, bonificações, pagamentos de dividendos, dentre outros. Sinteticamente, ainda se utiliza o ano_{-2} em relação ao anúncio, como medição do momento onde não há teoricamente o GR.

Para detecção de *accruals* discricionários (AD) serão utilizados os modelos de Jones modificado (Dechow, Sloan & Sweeney, 1996); e Jones modificado combinado com desempenho, ou *Performance-Matching* (Kothari; Leone; Wasley, 2005). Assim, o modelo de Jones Modificado é representado na equação 2:

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta CR_{it})}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{AT_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

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

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

Seguindo a linha de raciocínio de Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney (1996), os autores Kothari, Leone e Wasley, em 2005, sugeriram um novo modelo baseado em desempenho. A nova proposta indica que os *accruals* discricionários seriam melhor especificados caso os modelos incorporassem uma variável para controle do desempenho das empresas. Esse desempenho pode ser medido e evidenciado de várias formas: i) margem de lucro sobre a receita, ii) rentabilidade sobre o patrimônio líquido, iii) rentabilidade sobre o ativo (ROA).

No modelo de *Performance-Matching*, inserem-se portanto, o retorno sobre ativos como variável independente além da inclusão do intercepto no modelo econômico, em detrimento ao modelo de Jones Modificado, conforme evidenciado na equação 3:

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta CR_{it})}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

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

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

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

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1})/P_{it-1} \quad (4)$$

Em que R_{it} é a taxa de retorno da ação i na data t ; P_{it} é o preço da ação da empresa i no último dia útil do ano do anúncio da recompra; P_{it-1} é o preço da ação da empresa i no último dia útil do ano anterior do anúncio da recompra.

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

$$E(R_{it}) = R_f + \beta_{it}[E(R_m) - R_f] \quad (5)$$

Em que $E(R_{it})$ é a taxa esperada do retorno da ação i na data t ; R_f é a taxa livre de risco representada pela poupança; β_{it} é a medida de retorno da ação frente aos retornos de mercado; $E(R_m)$ é o retorno esperado do mercado. Utilizou-se portanto a taxa de retorno real da ação, e o retorno esperado das mesmas. A diferença entre essas é justamente o retorno anormal das ações, variável utilizada na presente pesquisa, conforme equação 6:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (6)$$

Em que RA_{it} = Retorno anormal da ação i na data t . Portanto, é possível identificar se as empresas que recompraram ações e gerenciaram seus números para baixo antes da recompra, obtiveram maiores ganhos anormais posteriormente ao anúncio, comparativamente a firmas que gerenciaram seus números a maior. As empresas serão divididas de acordo com o nível de GR, utilizando os modelos de Jones Modificado e *Performance Matching*. A partir do detalhamento dos procedimentos e com o intuito de atingir o objetivo do estudo, formulou-se duas hipóteses:

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

A hipótese 1 foi fundamentada no trabalho de Rodríguez e Yue (2008), testada também nos trabalhos de Bens *et al.* (2003), Lucas e McDonald (1990), Vafeas *et al.* (2003), Farrel, Unlu e Yu (2014) e Voss (2012).

A definição acerca dos principais acionistas da empresa, será feito de acordo com a literatura, e quatro definições são amplamente utilizadas: i) maior acionista ordinário, ii) três maiores acionistas ordinários, iii) maior acionista sobre o capital total, e iv) três maiores acionistas sobre o capital total (Leal; Silva; Valadares, 2002). A variação na concentração de capital da empresa será evidenciada para os 4 tipos de estrutura acionária das firmas, sendo as mesmas subdivididas por nível de GR.

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

Hipótese 2: Gerenciamento de Resultados para redução dos lucros no momento pré recompra de ações, são motivados para que acionistas controladores aumentem sua participação no capital da empresa.

A hipótese 2 foi fundamentada no trabalho de Vafeas *et al.*, (2003), McDonald (1990), Rodríguez e Yue (2008), Bens *et al.*, (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), Healy e Wahlen (1999) e Brockman e Chung (2001).

4 Análise e Discussão dos Resultados

Inicialmente foram separadas na amostra as empresas que recompraram ações de fato, restando 57 observações para análise. Foi calculado o retorno esperado para as 57 empresas da amostra, nos períodos $t-1$, $t+1$, $t+2$ e $t+3$. Coletou-se também o retorno real da ação, ou a taxa de retorno da ação, considerando os valores da ação no início do período analisado e no final do mesmo período. O retorno real da ação menos o retorno esperado da mesma reflete o retorno anormal da ação em determinado período de tempo.

Nas Tabelas 1 e 2 são apresentados os retornos acumulados de empresas que recompraram ações, subdivididas em firmas que gerenciaram seus números a maior e a menor. A Tabela 1 trata do modelo de Jones Modificado para classificação das empresas por nível de GR, enquanto a Tabela 2 é relativa ao modelo de *Performance Matching*.

Tabela 1: Retorno Acumulado por nível de GR – Jones Modificado – Recompra

Nível GR	Observações	Média RA
GR para menor	14	-0.0836
GR para maior (S)	21	0.0688
Prob (AD \neq 0)		0.0490**
Estatística t		-1.7111
GR para maior (A)	22	0.0198
GR para menor	14	-0.0836
Prob (AD \neq 0)		0.1159
Estatística t		-1.2260
GR para maior (S)	21	0.0688
GR para maior (A)	22	0.0198
Prob (AD \neq 0)		0.2533
Estatística t		0.6701

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

Fonte: Elaborada pelos autores

Com base na Tabela 1 foi elaborada os testes de diferenças de médias entre os três grupos citados anteriormente, ou seja, o grupo de empresas que supostamente manipularam seus números a menor e outros dois grupos divididos igualmente, com firmas que possivelmente manipularam suavemente à maior (GR para maior - S) e agressivamente a maior (GR para maior - A). O retorno anormal acumulado para empresas que recompraram e gerenciaram seus números no intuito de reduzir os lucros foi de -0.0836 ao ano. Para as firmas que recompraram e aumentaram suavemente seus resultados foi de 0.0688 ao ano e as firmas que manipularam agressivamente a maior foi de 0.0198.

Por fim, utilizando o modelo de Jones Modificado como medição acerca dos níveis de gerenciamento de resultados, foi realizado o teste de hipótese, para avaliar a diferença de médias entre os retornos anormais acumulados. Utilizando ainda a Tabela 1, pode-se visualizar que somente a hipótese referente ao primeiro teste é rejeitada (p-valor abaixo de 0,05), indicando que o retorno anormal é estatisticamente diferente entre empresas que gerenciam seus números a menor e firmas que aumentam suavemente seus resultados anteriormente ao processo de recompra. Porém, contrário aos indícios teóricos, empresas que gerenciam seus números suavemente a maior têm obtido maior retorno anormal posteriormente à utilização da ferramenta.

De acordo com o teste de diferença de médias realizado, a média do retorno anormal de firmas que gerenciam os números a menor e das empresas que manipulam agressivamente a maior é estatisticamente

igual, assim como firmas que gerenciam suavemente e agressivamente a maior (Tabela 1). A mesma avaliação foi realizada utilizando o modelo de *Performance Matching* (PM) para medição acerca dos níveis de GR, conforme Tabela 2.

Tabela 2: Retorno Acumulado por nível de GR – *Performance Matching* – Recompra

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

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

Fonte: Elaborada pelos autores

Utilizando o referido modelo para classificação, 9 empresas gerenciaram seus lucros a menor, 21 gerenciaram a maior suavemente anteriormente a utilização da ferramenta de recompra de ações e 27 agressivamente. Empresas que praticaram GR a menor evidenciaram 0.1433 como retorno anormal acumulado ao ano, enquanto as firmas que gerenciaram a maior suavemente apontam o valor de 0.0089 para a mesma variável e as que manipularam agressivamente -0.0284 ao ano. Pode-se visualizar valores negativos mais altos para firmas que gerenciaram a maior o que indica maior retorno anormal em períodos posteriores à recompra para firmas que supostamente gerenciam seus números a menor anteriormente à mesma (Tabela 2).

Para verificar se essas diferenças são estatisticamente diferentes, faz-se necessária a aplicação do teste *t* para avaliar a diferença entre as médias. Considerando um nível de significância de 5%, pode-se dizer que a média de retorno anormal para empresas que gerenciam seus números a menor é estatisticamente diferente de firmas que manipulam agressivamente a maior, apresentando um p-valor de 0.0335 (Tabela 2), rejeitando-se a hipótese nula de igualdade entre as médias. O mesmo ocorre se considerarmos um nível de significância de 10% no momento de avaliar a diferença entre firmas que praticam o GR para redução de lucros, e empresas que aumentam seus números contábeis suavemente (Tabela 2), rejeitando a hipótese nula de igualdade entre as médias (p-valor=0.0841).

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

O resultado do teste de Shapiro-Wilk indicou que somente as empresas que gerenciaram seus números contábeis a menor e agressivamente para maior possuem distribuição normal. No caso das empresas que gerenciaram suavemente para cima, o teste não apontou normalidade em sua distribuição. Para este último grupo, se faz necessário um teste não paramétrico de comparação de médias no intuito de comparar as firmas que gerenciaram para maior suavemente, com as empresas que manipularam seus números contábeis para menor e para maior agressivamente. O teste será apresentado para ambos os grupos, com o objetivo de gerar maior robustez de análise, conforme Tabela 3.

Tabela 3: Teste não paramétrico do retorno anormal - Recompra

Grupos de GR	Observações	Média dos postos	Prob>U
GR para menor	9	23.33	0.040*
GR para maior (A)	26	16.15	
GR para menor	09	19.89	0.128
GR para maior (S)	22	14.41	
GR para maior (A)	26	24.12	0.836
GR para maior (S)	22	24,95	

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

Fonte: Elaborada pelos autores

Foi realizado o teste de Mann-Whitney para verificar a diferença entre os postos das três amostras, ou seja, foi comparada a mediana de cada grupo para visualizar se há diferença significativa entre elas. Foram testados novamente os três grupos entre si, com hipótese nula de que as medianas são estatisticamente iguais. A interpretação do teste indica que a mediana do retorno anormal no período posterior à recompra do grupo de empresas que gerenciaram seus números a menor não é estatisticamente igual a mediana do retorno anormal das empresas que manipularam seus números contábeis a maior, considerando um nível de significância de 5% ($Prob>U = 0.040$). Esse resultado corrobora com o resultado encontrado do teste t e indica a possibilidade de que o retorno anormal para firmas que gerenciaram seus resultados para redução de lucros pode ser maior que o RA de empresas que aumentaram seus resultados discricionariamente.

Considerando assim o modelo de PM para medição do nível de GR (modelo mais completo que JM), pode-se dizer que empresas que supostamente gerenciam seus números a menor anteriormente ao programa de recompra de ações, podem obter maiores retornos anormais acumulados em períodos posteriores a utilização da ferramenta, se comparadas com empresas que utilizaram GR a maior (Tabela 2, Tabela 3).

Logo, a hipótese 1 apresentada não pode ser rejeitada, corroborando com trabalhos anteriormente realizados, de Rodríguez e Yue (2008), Lucas e McDonald (1990), Vafeas *et al.* (2003), Farrel, Unlu e Yu (2014) e Voss (2012).

A partir do momento em que obtiveram-se as diferentes participações no capital das empresas nos períodos de análise, faz-se necessário medir o nível de GR dessas firmas, no período anterior à recompra de ações. O intuito é realizar inferências estatísticas acerca da hipótese 2 da presente pesquisa, onde tem-se que os acionistas principais da firma possuem informações privilegiadas e assim aumentam sua participação no capital da empresa, quando essa gerencia seus números a menor no período anterior à recompra, com o intuito de gerar retornos anormais sobre suas ações com o processo de reversão dos *accruals*.

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

A Tabela 4 evidencia os testes de diferenças de média entre empresas classificadas por níveis de GR, considerando o modelo de JM. Foram testadas as diferenças entre as médias de firmas que gerenciaram seus números a maior e a menor, para os 4 tipos de composição acionárias, demonstrando se há evidências estatísticas sobre informações privilegiadas dos principais acionistas das empresas. A Tabela 5 trabalha com os mesmos itens, porém com a medição de nível de GR sendo efetuada pelo modelo de PM.

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

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

Tabela 4: Variação na Composição Acionária – Jones Modificado.

Composição Acionária	Nível GR	Observações	Média VCC (%)
1 - AO	GR1	28	0.2672
	GR2	29	0.2658
	Prob (AD≠0)		0.4977
	Estatística <i>t</i>	‘	0.5700
3 - AO	GR1	28	0.1357
	GR2	29	0.2541
	Prob (AD≠0)		0.2021
	Estatística <i>t</i>		-0.8404
1 - AT	GR1	28	0.2896
	GR2	29	0.2609
	Prob (AD≠0)		0.4568
	Estatística <i>t</i>		0.1089
3 - AT	GR1	28	0.1709
	GR2	29	0.2609
	Prob (AD≠0)		0.3063
	Estatística <i>t</i>		-0.5093

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

Fonte: Elaborada pelos autores

Em todos os quatro testes de diferenças de média o p-valor encontrado foi maior que 0.05 (Tabela 4). Nesse sentido, não foi possível rejeitar a hipótese nula para nenhum dos tipos de concentração de capital. Como a hipótese nula é de que as médias são estatisticamente iguais, deve-se concluir, que com a partição baseando-se no modelo de Jones Modificado, o GR e a recompra de ações não guardam relação com a variação na concentração de capital acionário. Ou seja, utilizando o modelo de JM para classificar por nível de GR, a concentração de capital não é afetada pelo gerenciamento de resultados no momento de recompra de ações.

Na tabela 5 é apresentada análise similar, porém, utilizando o modelo de PM para classificar as firmas de acordo com o nível de GR. A hipótese nula, para os 4 testes de diferenças de médias, é de que as médias de variação na concentração de capital são iguais para as firmas que gerenciaram seus números para baixo ou suavemente para cima e empresas que gerenciaram agressivamente para maior no momento pré recompra.

No cenário onde a concentração de capital foi medida pela variação na composição acionária de acordo com o maior acionista do capital ordinário (1-AO) é possível visualizar que empresas que gerenciaram a menor, ou suavemente para maior (GR1), apresentaram uma variabilidade média na concentração de capital de 0.48% e em firmas que gerenciaram agressivamente para maior essa variabilidade foi de 0.04%. Isso demonstra que as firmas presentes em GR1 aumentaram a concentração de capital pós recompra, em valores superiores às empresas classificadas em GR2 (Tabela 5).

Tabela 5: Variação na Composição Acionária – Performance Matching.

Composição Acionária	Nível GR	Observações	Média VCC(%)
1 - AO	GR1	28	0.4833
	GR2	29	0.0419
	Prob (AD≠0)		0.0307**
	Estatística t		-1.9427
3 - AO	GR1	28	0.3609
	GR2	29	0.0382
	Prob (AD≠0)		0.0311**
	Estatística t		-1.9316
1 - AT	GR1	28	0.4904
	GR2	29	0.0448
	Prob (AD≠0)		0.0303**
	Estatística t		1.6938
3 - AT	GR1	28	0.3630
	GR2	29	0.0652
	Prob (AD≠0)		0.0452**
	Estatística t		-1.7405

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

Fonte: Elaborada pelos autores

Essa interpretação ocorre em todos os tipos de concentração acionária apresentados. Para confirmação, foi realizado o teste de diferença entre as médias de variação de concentração de capital (Média VCC - %). Os p-valores encontrados nos testes foram menores que 0.05 (0.0307; 0.0311; 0.0303; 0.0452 – respectivamente vide Tabela 5).

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

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

Considerando, portanto, o modelo de PM para inferências acerca da intensidade do suposto GR (Modelo mais completo que JM), a hipótese não poderá ser rejeitada, corroborando com os achados de Vafeas et al. (2003), McDonald (1990), Rodríguez e Yue (2008), Bens et al. (2003), Farrel, Unlu, Yu (2013), Healy e Wahlen (1999) e Brockman e Chung (2001).

5 Considerações Finais

Utilizando do modelo de PM para auferir acerca do nível de GR, o grupo de empresas que gerenciaram seus números a menor obtiveram melhores retornos anormais no período posterior a recompra de ações, comparando com as empresas que gerenciaram seus números a maior. Portanto, considerando o modelo de

PM, empresas que gerenciam seus números a menor no período pré recompra obtêm melhores retornos anormais no período posterior a recompra, se comparado a firmas que supostamente gerenciaram a maior.

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

Para a amostra pesquisada, foi possível visualizar que empresas que recompram ações e gerenciam seus resultados a menor (modelo de PM para classificação), obtêm maiores ganhos em termos de retorno anormal no período posterior a utilização da ferramenta, comparado às firmas que gerenciaram seus números a maior, mostrando que pode existir associação entre a recompra de ações e o GR a menor no período pré recompra.

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

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

Referências

- Bartov, E., Givoly, D. & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2), 173–204.
- Bens, A., Nagar, V., Skinner, D. & Wong, M. (2003). Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 43, 51-90.
- BM&FBovespa, (2014). Ofertas Públicas de Distribuição de Ações. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/ofertas-publicas.aspx?idiomapt-br>>. Acesso em: 23 ago. 2016.
- Thai, K., Meek, G. K. & Nabar, S. (2006). Earnings attributes and investor-protection: International evidence. *The International Journal of Accounting*, 41 (4), 327-357.
- Brasil. (2017). IPEADATA, 2017. Acesso em Fevereiro de 2017.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77 (3), 483-527.
- Brockman, P. & Chung, Y. D. Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases. *Journal of Financial Economics*, v. 61, n.3, p. 417–448. 2001.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980). Medindo o desempenho do preço de segurança. *Jornal da Economia Financeira*, 8 (3), 205-258.
- Cheng, Q. & Warfield, T. (2005). Equity incentives and earnings management. *Accounting Review*, 80, 441–476.
- Coles, J. L., Hertzel, M. & Kalpathy, S. (2006). Earnings management around employee stock option reissues. *Journal of Accounting and Economics*, 41 (3), 173–200.
- Damodaran, A. (2014). *Stock Buybacks: They are big, they are back and they scare some people!*

- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13 (1), 1-36.
- Dechow, P. & Skinner, D. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14 (2), 235-250.
- Defond, M. & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant effects and the manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 145-176.
- Dittmar, A. K. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock. *The Journal of Business*, 73 (3), 331-355.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The journal of finance*, 46 (5), 1575-1617.
- Farrel, K., Unlu, E. & Yu, J. (2014). Stock repurchases as an earnings management mechanism: The impact of financing constraints. *Journal of Corporate Finance*, 25, 1-15.
- Grullon, G & Ikenberry, D. L. (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13 (1), 31-51.
- Grullon, G. & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57 (4), 1649-1684.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *J. Account. Econ.*, 7, 85-107.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383.
- Hribar, P., Jenkins, N. T. & Johnson, W. B. (2004). Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics*, 41 (2), 3-27.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 18, 193-228.
- Kahle, K. M. (2002). When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63 (1), 235-261.
- Kothari, S. P., Leone, A. & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting & Economics*, 39 (1), 163-197.
- Kuo, J. M., Ning, L. & Song, X. (2014). The Real and Accrual-based Earnings Management Behaviors: Evidence from the Split Share Structure Reform in China. *The International Journal of Accounting*, 49 (1), 101-136.
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D. & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6 (1), 7-18.
- Liang, W. & Chiu, Y. (2012). Earnings management and stock performance following accelerated share repurchases. In: International Conference on Accounting and Finance (AT). Proceedings. *GLOBAL SCIENCE AND TECHNOLOGY FORUM*.
- Louis, H. & Robinson, D. (2005). Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2), 361-380.
- Louis, H. & White H. (2007). Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior. *Journal of Financial Economics*, 85, 205-233.
- Lucas, D. & Mcdonald, R. (1990). Equity Issues and Stock Price Dynamics. *Journal of Finance*, 45 (4), 9-19.
- Martinez, A. L. (2001). "Gerenciamento" dos resultados Contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras. 2001. 167f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Mellagi Filho, A. & Ishikawa, S. (2000). *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Atlas.
- Melo, P. H. F. (2015). *Gerenciamento de Resultados Contábeis e o Desempenho das Ofertas Públicas Iniciais de Ações de Empresas Brasileiras*. 2015. 250f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.
- Nascimento, S. F., Galdi, F. C. & Nossa, S. N. (2011). Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie*, 12 (5), 98-115.
- Nossa, S. N., Lopes, A. B. & Teixeira, A. (2010). A Recompra de ações e a análise fundamentalista: um estudo empírico na Bovespa no período de 1994 a 2006. *BBR-Brazilian Business Review*, 7 (1), 45-58.

- 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. 101f. Dissertação (Mestrado) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal de Paraíba e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília.
- Rodríguez, A. & Yue, H. (2008). Open Market Share Repurchases and Earnings Management. *Estudios de Administración*, 15 (1), 31-64.
- Ronen, J. & Yaari, V. (2008). *Earnings management*. Springer US.
- Sant'anna, D. P. A. (2004). *Relevância das informações contábeis na Bovespa: avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth*. 2004. 149f. Master's dissertation in accounting – Postgraduate Program in Accounting, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória.
- Sarol Neto, A. (2004). *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro*. 2004. 243 f. Master's dissertation in accounting – Post graduate Program in Accounting, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória.
- Singer, Z. (2007). *Discretionary financial reporting: Items manipulated by IPO firms, and inverstor's increased awareness*.
- Skinner, D. J. & Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations and stock returns, or, don't let na earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7 (3), 289–311.
- Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run performance of initial public offerings. *J. Financ. Econ.*, 53, 1935–1974.
- Vafeas, N., Vlittis, A., Katranis, P. & Ockree, K. (2003). Earnings Management Around Share Repurchases: A Note. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 39 (2), 262-272.
- Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, 9 (2), 56-71.
- Voss, J. (2012). Why do Firms Repurchase Stock? *Major Themes in Economics*, 14, 55-75.

DADOS DOS AUTORES

Pedro Henrique Melillo

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais.

Professor Substituto do Instituto Federal do Sudeste de Minas Gerais, Campus Rio Pomba.

Endereço: Av. Dr. José Sebastião da Paixão - Lindo Vale, Rio Pomba - MG, CEP 36180-000.

E-mail: phmelillo@gmail.com

Wagner Moura Lamounier

Doutor em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Viçosa.

Coordenador do Programa de Pós-Graduação de Doutorado em Contabilidade e Controladoria - UFMG.

Endereço: Av. Pres. Antônio Carlos, 6627 - Pampulha, Belo Horizonte - MG. CEP - 31270901

E-mail: wagner@face.ufmg.br

Rodrigo de Vasconcellos Viana Medeiros

Mestre em Economia Doméstica pela Universidade Federal de Viçosa.

Professor Substituto do Instituto Federal do Sudeste de Minas Gerais, Campus Rio Pomba.

Endereço: Av. Dr. José Sebastião da Paixão - Lindo Vale, Rio Pomba - MG, CEP 36180-000.

E-mail: rodrigodevasconcellos.medeiros@gmail.com

Contribuição dos Autores:

Contribuição	Pedro Melillo	Wagner Lamounier	Rodrigo Medeiros
1. Concepção do assunto e tema da pesquisa	√	√	
2. Definição do problema de pesquisa	√	√	
3. Desenvolvimento das hipóteses e constructos da pesquisa (trabalhos teórico-empíricos)	√	√	
4. Desenvolvimento das proposições teóricas (trabalhos teóricos os ensaios teóricos)			
5. Desenvolvimento da plataforma teórica	√	√	
6. Delineamento dos procedimentos metodológicos	√	√	√
7. Processo de coleta de dados	√		
8. Análises estatísticas	√		
9. Análises e interpretações dos dados coletados	√	√	√
10. Considerações finais ou conclusões da pesquisa	√		
11. Revisão crítica do manuscrito	√	√	√
12. Redação do manuscrito	√	√	√