

Management Stock Options e Falsa Sinalização por meio de Anúncios de Recompras de Ações

FELIPE RODRIGUES CRUZ

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

WAGNER MOURA LAMOUNIER

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

MANAGEMENT STOCK OPTIONS E FALSA SINALIZAÇÃO POR MEIO DE ANÚNCIOS DE RECOMPRAS DE AÇÕES

1. INTRODUÇÃO

Um dos grandes problemas enfrentados nas organizações é a necessidade de alinhamento dos interesses divergentes de gestores e acionistas, de forma a maximizar os ganhos de ambas as partes. Esse problema é o exemplo clássico da discussão trazida pela teoria da agência, que postula que a forma dos contratos estabelecidos determina as ações escolhidas pelos indivíduos (JENSEN e MECKLING, 1976), ou seja, que a maneira como são construídos os contratos dos gestores influencia a forma como estes irão tomar decisões de investimento, financiamento, *payout* (pagamento de dividendos e recompra de ações), etc.

Uma das principais preocupações na construção de contratos provavelmente é o estabelecimento da forma de remuneração dos gestores. Um problema particular que emerge na construção de contratos de compensação/incentivo é a definição das métricas pelas quais serão remunerados os gestores. Se, por exemplo, um agente é avaliado com base no lucro da empresa, a escolha dos critérios contábeis pode ser influenciada por seus interesses particulares, o que faria com que este escolhesse critérios que melhoram o resultado da empresa e, conseqüentemente, aumentam seus ganhos (NOSSA, KASSAI e KASSAI, 2000).

Buscando superar esse tipo de problema, diversas empresas têm vinculado a remuneração de seus gestores ao valor da firma, o que, segundo Chan *et al.* (2010), faz com que os gestores tenham fortes incentivos para valorizar o preço das ações. Diante deste contexto, as *management stock options* (opções de ações outorgadas a gestores), que têm seu valor diretamente relacionado ao preço das ações, são cada vez mais importantes na compensação dos gestores (JENSEN e MURPHY, 1990; HALL e MURPHY, 2003).

Segundo Kahle (2002), o uso de *stock options* trouxe um aumento de popularidade à recompra de ações em 1990, modificando a forma como as empresas elaboram suas políticas de *payout*. Visto que é do interesse de um gestor cuja remuneração é dada em parte por opções que a firma se valorize, uma possível explicação para essa relação é dada pela teoria da sinalização, pois, conforme indica o autor, sob a ótica desta teoria, a recompra constitui uma forma de revelação dos gestores ao mercado acerca de novas informações favoráveis sobre perspectivas futuras do valor da firma, indicando que a firma está desvalorizada.

Diante da teoria de sinalização, conforme indicam Chan *et al.* (2010), uma indagação relevante é se existem casos em que os gestores utilizam programas de recompra para enganar os investidores. Essa hipótese parece possível para gestores remunerados por meio de *stock options*, afinal, conforme indica Lambert (2007), a função de compensação do agente afeta as ações selecionadas por este. Logo, visto que estes possuem incentivos para elevar o valor de mercado da firma, podem tentar enviar falsos sinais por meio do anúncio de recompras. Ademais, Chan *et al.* (2010) indicam que não há nenhum tipo de punição para empresas que anunciam planos de recompra e não os cumprem, o que pode incentivar um comportamento de imitação por firmas cujas ações não estão desvalorizadas – em relação a seu valor justo.

Chan *et al.* (2010) analisaram se gestores remunerados por *stock options* utilizaram anúncios de recompra para manipular a reação do mercado, explorando a associação destes a retornos positivos. Em resumo, os autores investigaram se gestores de firmas que aparentam estar pressionados para elevar o preço de suas ações tentaram enviar falsos sinais de desvalorização das ações ao mercado por meio destes anúncios, o que aumentaria o ganho obtido com o exercício de suas opções. Para medir a pressão dos gestores para elevar o preço de mercado das firmas, os autores utilizaram como *proxy* a baixa qualidade dos lucros contábeis, gerada pelo gerenciamento dos *accruals* para mostrar lucros mais elevados. Gestores de firmas com maiores níveis de gerenciamento positivo dos lucros contábeis foram classificados como “suspeitos”. Para identificar se os gestores suspeitos buscaram enviar

falsos sinais ao mercado por meio dos anúncios de recompra, os autores observaram se estes apresentaram menores níveis de completude de seus programas de recompra anunciados.

Os resultados obtidos por Chan *et al.* (2010) indicam que a tática de enviar falsos sinais por meio de recompras é praticada em firmas cujos gestores foram classificados como “suspeitos”. Os autores também identificaram que esses gestores apresentaram alto nível de exposição a opções de ação, o que pode ser um indicativo de que os gestores remunerados por meio de opções tentam manipular as reações do mercado no curto prazo, possivelmente prejudicando a criação de valor da firma no longo prazo.

Diante da hipótese e das constatações de Chan *et al.* (2010), apresentou-se a seguinte questão de pesquisa a ser testada no contexto brasileiro: gestores remunerados por meio de opções de ação de firmas com lucros de baixa qualidade apresentam incentivos que fazem com que estes busquem manipular o preço das ações por meio de anúncios de recompras?

Com a finalidade de responder a questão de pesquisa levantada, o objetivo principal do trabalho foi identificar se há evidências de que gestores de empresas negociadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) remunerados por meio de opções buscaram utilizar os anúncios de recompra como forma de enviar falsos sinais sobre a desvalorização das ações de suas firmas.

Os objetivos específicos do estudo foram: i) identificar firmas que buscaram inflar seus lucros por meio do gerenciamento dos resultados contábeis no ano anterior ao anúncio de recompra de ações; ii) analisar se essas firmas efetivaram os programas de recompra anunciados, permitindo a observação de possíveis casos em que os anúncios foram utilizados com a intenção de manipular o mercado e; iii) identificar a associação das *management stock options* com os níveis de efetivação (cumprimento) dos programas de recompra anunciados.

O presente estudo traz contribuições relevantes para a literatura brasileira de finanças, pois conforme indicam Chan *et al.* (2010), embora grande parte da literatura sobre sinalização indique que firmas de baixa qualidade podem enviar falsos sinais, pouco se explorou essa noção empiricamente. Esta afirmação se aplica também à literatura brasileira sobre a temática. Ademais, analisou-se a associação das *management stock options* com as decisões dos gestores, o que contribui para a discussão sobre a construção de contratos de compensação.

Na próxima seção será exposta uma breve revisão de literatura sobre a teoria de agência e as políticas de compensação. Ade mais, será desenvolvida a hipótese analisada no presente trabalho, que associa custos de agência à decisão de anunciar um programa de recompra de ações.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Teoria da Agência e Política de Compensação dos Gestores

Uma relação de agência pode ser definida como um contrato formal ou informal sob o qual uma ou mais pessoas, denominadas de principais, empregam uma ou mais pessoas, denominadas agentes, para que executem algum serviço que implique na delegação de algum poder de decisão (JENSEN e MECKLING, 1976). Assumindo que ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, pode-se crer que o agente não irá agir em prol dos interesses do principal. Conforme indicam Jensen e Meckling (1976), cabe ao principal limitar as divergências em relação aos seus interesses, incorrendo em custos de monitoramento, de incentivo e estabelecendo garantias contratuais, visando limitar as atividades dos gestores que vão de encontro aos seus objetivos. Porém, é impossível manter essa relação a custo zero.

A Teoria da Agência indica que diferentes alternativas podem ser preferidas por gestores e acionistas, pois projetos que mais beneficiam os agentes ou que lhes oferecem menor risco podem não ser aqueles que se alinham com os interesses dos principais (LOPES e MARTINS, 2012). Logo, a política de compensação é um dos fatores mais importantes do sucesso organizacional, pois não apenas molda a forma como irão agir os agentes, como também determina o tipo de gestores que a firma irá atrair (JENSEN e MURPHY, 1990).

Para Jensen e Murphy (1990), um dos papéis mais críticos na construção de contratos de remuneração é a criação de incentivos que fazem com que seja do interesse do gestor fazer o que seja mais benéfico para os acionistas, o que, conceitualmente, não seria uma tarefa difícil. Os autores argumentam que uma combinação de três políticas básicas irá criar os incentivos monetários corretos para que os gestores maximizem o valor de suas companhias: i) pode-se requerer que estes se tornem proprietários substanciais de ações da firma; ii) os salários, bônus e opções de ação podem ser estruturados para prover grandes recompensas para melhores desempenhos e grandes penalidades para maus desempenhos e; iii) a ameaça de demissão para desempenhos ruins pode ser tornada real.

Apesar da aparente simplicidade desta ideia, surgem diversos problemas relacionados aos possíveis tipos de contrato. O primeiro ponto a ser considerado é a questão da mensuração de desempenho. Conforme já indicado, há a possibilidade de que gestores manipulem as métricas sob as quais são avaliados. Outro ponto a se destacar é que se deve criar uma balança entre os incentivos de curto e longo prazo. Conforme indicam Peng e Roell (2014), há evidências que indicam que contratos de curto prazo apresentam desvantagens, pois encorajam gestores a focar excessivamente na melhoria do preço das ações, prejudicando a criação de valor a longo prazo. Porém, os autores também indicam que os incentivos de longo prazo possuem suas próprias desvantagens, pois introduzem um risco extra de efeitos que não podem ser controlados pelo gestor.

Com relação ao foco no preço das ações, Chan *et al.* (2010) também mencionam a possibilidade de que gestores manipulem as métricas de sua avaliação. Estes indicam que atualmente, a crescente pressão para que se eleve o preço das ações faz com que o gerenciamento de resultados seja uma *proxy* objetiva para a propensão dos gestores a manipular o mercado. Os autores indicam que gestores com esta propensão podem, por exemplo, utilizar a política de *payout* da firma como uma forma alternativa de enviar falsos sinais ao mercado, se isto não for custoso. Chan *et al.*, (2010) mencionam que se pode utilizar o anúncio de recompra de ações para, ao menos temporariamente, elevar o preço de mercado das ações. Se os gestores conseguissem uma valorização das ações, mesmo que em um intervalo pequeno, poderiam exercer suas opções e desconstruir seus incentivos para aumentar o valor da firma no longo prazo.

Percebe-se que há uma possível relação entre a remuneração dos gestores por meio de *stock options* e a propensão ao anúncio de recompra de ações. Esse tópico é explorado posteriormente no desenvolvimento da hipótese do presente trabalho. Na próxima seção são expostas outras motivações comumente associados à recompra de ações na literatura.

2.2) Recompras de Ação: Sinalização ao Mercado e Outras Motivações

Gabrielli e Saito (2004) sintetizam em seu trabalho as quatro principais motivações para a recompra de ações analisadas em estudos sobre o tema: i) a necessidade de ajuste da estrutura de capital – pois a recompra de ações aumenta o nível de endividamento ao reduzir o capital próprio; ii) a redução do excesso de fluxo de caixa – associada à redução dos custos de agência que podem emergir quando não há opções para se investir o caixa excessivo; iii) a substituição dos dividendos pelas recompras devido à sua vantagem fiscal - não aplicável ao contexto brasileiro, no qual os dividendos são isentos de tributação - e; iv) a sinalização ao mercado da subavaliação do preço das ações (teoria da sinalização).

Uma lista mais abrangente de potenciais motivações para a recompra de ações pode ser encontrada no trabalho de Voss (2012). Nesta lista de motivações são incluídas, dentre outras: i) o uso de recompras para compensar a diluição das ações causada pelo pagamento de empregados por meio de opções e; ii) a propensão dos gestores remunerados por *stock options* a utilizar a recompra como forma de distribuição de excesso de caixa aos acionistas, substituindo o pagamento de dividendos (que reduz o preço da ação).

Percebe-se que a sinalização não é a única possível explicação para a recompra de ações. Entretanto, essa motivação, decorrente da crença por parte das empresas de que suas ações estão desvalorizadas, é considerada a mais importante (VOSS, 2012). Para Voss (2012), a hipótese de *undervaluation*, similar à hipótese de sinalização, indica que os gestores, ao recomprar ações com base na desvalorização, enviam um sinal ao mercado de que suas perspectivas futuras em relação à empresa não estão corretamente refletidas no preço das ações. Nesse sentido, essa hipótese indica que os gestores podem tomar vantagem de sua maior posse de informações em relação aos investidores. Diversos trabalhos atestaram a validade desta Hipótese (STEPHEN e WEISSBACK, 1998; DITTMAR, 2000; D'MELLO e SHROFF, 2000; FENN e LIANG, 2001).

Na presente seção, foram apresentados os motivos que levam as firmas a recomprar ações comumente estudados. Na próxima seção expõe-se a hipótese central do estudo, que relaciona as *management stock options* a possíveis tentativas de envios de falsos sinais ao mercado por meio dos anúncios de recompra.

2.3. Desenvolvimento da Hipótese de Pesquisa

Espera-se que a reação do preço de mercado das ações ao anúncio de um programa de recompras corrija a desvalorização das ações (VERMAELEN, 1981), pois, conforme exposto anteriormente, a razão mais comumente associada à recompra de ações – embora não seja a única - é a sinalização (DITTMAR, 2000, VOSS, 2012). No entanto, deve ser mencionado que a direção do sinal enviado ao mercado por meio da recompra de ações pode ser ambígua, pois embora esta possa indicar que a gestão crê que as ações estão desvalorizadas, também pode ser um indicativo de que a companhia não percebe oportunidades de crescimento para utilizar os recursos de caixa gerados internamente (VERMAELEN, 1981).

Apesar da possível ambiguidade do sinal enviado ao mercado pela recompra de ações, diversos estudos têm demonstrado que firmas que recompram ações obtêm retornos anormais positivos relativos ao preço de suas ações (MASULIS, 1980; DANN, 1981; VERMAELEN, 1981; IKENBERRY, LAKONISHOK e VERMAELEN, 1995; dentre outros).

Voss (2012) constata que os programas de recompra de mercado aberto não são compromissos, pois embora as firmas tenham a opção de recomprar ações, não são obrigadas a fazê-lo. Kahle (2002) indica que além desta vantagem sobre os dividendos, os planos de recompra não geram as mesmas expectativas que os dividendos em relação a fornecer caixa aos acionistas. Em consonância com esta afirmação, no contexto brasileiro, Mota (2007) constatou empiricamente que as recompras são utilizadas como complemento aos dividendos quando é incerto se a distribuição será sustentável no futuro, o que mostra sua flexibilidade.

Chan *et al.* (2010), diante da premissa de que firmas podem explorar o fato de que as recompras não geram compromissos e ainda apresentam baixo custo para enviar falsos sinais ao mercado (pois não geram o comprometimento de serem efetivadas após seu anúncio), analisaram o comportamento de gestores remunerados por opções de ação de firmas com baixa qualidade dos lucros, com base no estudo de 7628 recompras realizadas por firmas estadunidenses no período de 1980 a 2000. Conforme indicam os autores, a baixa qualidade dos lucros, associada ao gerenciamento de resultados contábeis, pode ser uma *proxy* objetiva da pressão dos gestores para melhorar o desempenho de curto prazo das ações da firma. Nesse sentido, estes medem a pressão dos gestores para elevar o preço de mercado por meio da baixa qualidade dos lucros contábeis, gerada pelo gerenciamento dos *accruals* realizado com o intuito de mostrar ao mercado lucros mais elevados.

Martinez (2001) afirma que um dos produtos mais importantes da contabilidade é o resultado (lucro ou prejuízo), sendo este utilizado para se avaliar o desempenho das empresas. A prática de gerenciar os resultados consiste em realizar ajustes contábeis de natureza discricionária de forma a modificar o resultado contábil da firma. O autor indica que os

fatores que levam gestores a gerenciar resultados são exógenos à empresa, havendo o risco de que os resultados reportados pela gestão não se enquadrem nos padrões esperados pelos usuários da contabilidade. Este afirma que a possibilidade de gerenciar os resultados pode ser tentadora para executivos que: i) desejam preservar seu cargo, mesmo comprometendo a qualidade dos lucros contábeis; ii) apresentam pressão por resultados cada vez maiores e buscam atrair novos investidores e acionistas e; iii) ambicionam obter bônus significativos, mesmo que o futuro da firma seja sacrificado.

Ressalta-se que o gerenciamento de resultados não é apenas realizado com finalidade de prejudicar o usuário da informação. Entretanto, o presente trabalho focou apenas nos casos em que os gestores buscaram elevar os lucros ao manipular dados contábeis.

Os *accruals* contábeis têm sido utilizados como *proxy* para a qualidade dos lucros (CHAN *et al.*, 2006). Conforme indicam Chan *et al.* (2010), os *accruals* se referem a uma identidade contábil que conecta lucros e fluxos de caixa da seguinte forma: os lucros são a soma dos fluxos de caixa e dos *accruals*. Em outras palavras, os *accruals* são os ajustes do regime de competência. Os autores indicam que o intuito dos *accruals* é permitir que os elaboradores de relatórios financeiros façam ajustes que melhor refletem as operações fundamentais da firma. Estes devem seguir padrões normativos, entretanto, certo grau de discricionariedade (subjetividade) existe, e esta flexibilidade pode permitir que gestores potencialmente distorçam os lucros reportados (CHAN *et al.*, 2010).

Chan *et al.* (2010) estimam os *accruals* com base no modelo utilizado por Sloan (1996) e Chan *et al.* (2006), e posteriormente utilizam o modelo de Jones (1991) para decompor os *accruals* em discricionários (AD) e não discricionários (AND). Os *accruals* discricionários são a parcela dos *accruals* gerada pela subjetividade do gestor, a qual pode ser proveniente da intenção de distorcer os lucros reportados. Os ajustes não discricionários são aqueles atrelados ao desempenho real da firma, que teoricamente representam com fidedignidade as perspectivas quanto aos fluxos de caixa futuros de uma firma.

Chan *et al.* (2010) indicam que as firmas que apresentam maiores níveis de *accruals* discricionários representam casos suspeitos de tentativas de manipulação, ou seja, casos em que os gestores possivelmente apresentam pressão para elevar o valor de mercado das ações. Para confirmar esta hipótese, estes observaram se estas firmas foram menos propensas a efetivamente recomprar as ações prometidas em seus anúncios de recompra, apresentando menores percentuais de completude dos programas de recompra. Os autores também analisaram o desempenho operacional e os retornos das ações destas firmas no período pré-evento (anúncio de recompra), buscando identificar de forma mais restrita casos de recompra que aparentam ser tentativas de se manipular os preços das ações no curto prazo. Por fim, os autores compararam os retornos das firmas que apresentam diferentes níveis de qualidade dos ganhos após o anúncio de recompras no curto e no longo prazo.

As principais constatações do trabalho de Chan *et al.* (2010) são as de que: gestores de firmas com menor qualidade dos lucros - sob maior pressão para aumentar o preço de suas ações - apresentaram um maior número de opções exercidas em relação a outras firmas; empresas que inflaram seus lucros através do gerenciamento de resultados foram menos propensas a efetivar seus programas de recompra anunciados; os gestores destas empresas apresentaram um maior número de opções exercidas; o mercado apresenta uma reação inicial (no curto prazo) semelhante para os anúncios de recompra realizados por empresas com alta e baixa qualidade dos lucros, embora a tática não forneça retornos anormais no longo prazo e; a qualidade dos lucros das empresas deteriora após o anúncio de recompras.

Esses resultados revelam que firmas com baixa qualidade dos lucros buscam manipular o mercado através de anúncios de recompras que não pretendem cumprir, apresentando menores percentuais de ações recompradas em relação às ações prometidas no anúncio. Ademais, mostram que a presença de opções na remuneração dos gestores destas

firmas pode impactar negativamente o percentual de ações recompradas após o anúncio. Neste sentido, desenvolveu-se a hipótese central do estudo: ***H1 - as opções de ação exercíveis possuídas por gestores de firmas com maiores níveis de accruals discricionários impactam negativamente o percentual de cumprimento dos programas de recompra anunciados.***

Espera-se que os gestores remunerados por meio de opções de firmas que gerenciaram seus resultados sejam menos propensos a efetivar seus programas de recompra, o que seria um indicativo de que estes utilizaram o anúncio de recompra como forma de influenciar as decisões do mercado, tentando enviar informações falsas a respeito do real valor da firma.

Ressalta-se que Chan *et al.* (2010) observaram que as firmas que buscaram enviar falsos sinais podem obter retornos anormais no curto prazo, o que pode prejudicar os investidores. Visto que o intuito do presente trabalho é analisar como a remuneração dos gestores por meio de opções de ação influencia o *payout* corporativo, o presente trabalho não irá focar nas reações dos investidores aos anúncios de recompras realizados.

3. METODOLOGIA

O objetivo principal do estudo foi identificar se gestores de empresas negociadas na B3 remunerados por meio de opções buscaram utilizar anúncios de recompra na tentativa de manipular as reações do mercado, sem a intenção de efetivar os programas anunciados. Logo, quanto a seus objetivos, o estudo é classificado como descritivo. Na pesquisa descritiva os fatos são observados, analisados, classificados e interpretados por um pesquisador, o qual não interfere no acontecimento dos fenômenos observados ou os manipula (LAKATOS e MARCONI, 2010). Com relação à abordagem do problema de pesquisa, o estudo é classificado como quantitativo, pois parte de uma lógica positivista, buscando explicar a realidade por meio de números e métodos estatísticos (ARAÚJO, GOMES e LOPES, 2012).

3.1. Amostra do estudo

Para testar as hipóteses desenvolvidas no presente estudo, foram utilizados dados de empresas negociadas na B3. As variáveis do estudo foram coletadas por meio de dados trimestrais e anuais disponíveis na base de dados Economatica® e também por meio do formulário de referência das empresas, que é um relatório publicado nos sites eletrônicos da B3 e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O formulário de referência permite identificar informações sobre a recompra de ações e sobre a remuneração dos gestores. Essas informações incluem o tamanho dos programas de recompra, o percentual de completude dos programas anunciados (percentual de ações efetivamente recompradas), o montante das opções em circulação, o número de opções exercíveis, dentre outras informações.

Foi analisada uma amostra de 193 anúncios de recompras de ações realizados por empresas negociadas na B3 durante o período de 2012 a 2016. O intervalo utilizado se justifica pelo fato de que os procedimentos realizados para avaliação do gerenciamento de resultados contábeis nos anos anteriores ao anúncio (2011 a 2015), descritos na seção 3.2.2, utilizam variáveis defasadas, sendo que os dados contábeis utilizados nos procedimentos foram disponibilizados pela maior parcela das empresas apenas a partir de 2010. Os dados obtidos por meio da base Economatica® foram relativos às informações anuais e trimestrais de 2001 a 2016. As informações sobre recompras e sobre as opções possuídas por gestores foram obtidas através dos formulários de referência para o intervalo de 2012 a 2016.

A população inicial do estudo era composta por 370 empresas financeiras e não financeiras negociadas na B3 disponíveis na base de dados Economatica®. Para cada empresa foi mantida apenas a ação de maior liquidez, evitando a dupla contagem de observações. Foram excluídas 18 empresas cujos formulários de referência não foram encontrados ou não apresentavam informações disponíveis para qualquer um dos anos do intervalo de análise (2010 a 2016). Também foram excluídas as ações da B3 (BM&FBovespa), resultando em

uma amostra inicial de 351 empresas antes dos filtros relativos às variáveis dependentes e independentes, descritos nas próximas seções.

O número restrito de anúncios de recompra analisados (193 anúncios) deve-se ao fato de que restaram poucas empresas que haviam realizado anúncios de recompra e apresentavam dados referentes às variáveis utilizadas nos modelos do estudo.

3.2. Teste da hipótese de Estudo

A metodologia do presente estudo trate-se de uma adaptação do estudo de Chan *et al.* (2010), que permite a avaliação da hipótese de estudo: **H1 - as opções de ação exercíveis possuídas por gestores de firmas com maiores níveis de accruals discricionários impactam negativamente o percentual de cumprimento dos programas de recompra anunciados.**

3.2.1. Regressões Tobit para o Teste de H1

A qualidade dos lucros foi utilizada como *proxy* para o potencial dos gestores de manipular os investidores. Chan *et al.* (2010) indicam que a hipótese de que estes gestores estejam enviando falsos sinais sugere que firmas com baixa qualidade de lucros – devido ao alto nível de gerenciamento de resultados para inflar os lucros - devem recomprar menos ações que as demais, o que seria particularmente verdadeiro se a recompra de ações fosse realizada com a intenção de enviar falsos sinais, sem apresentar outra motivação econômica, como, por exemplo, o ajuste da estrutura de capital ou a utilização de fluxo de caixa livre.

Testou-se a hipótese de estudo ao se analisar se gestores de firmas que “estavam pressionados” - gerenciaram resultados no ano anterior ao anúncio - e possuíam opções de ação exercíveis foram menos propensos a recomprar ações após a realização do anúncio de recompra, o que seria um indicativo de que estes utilizaram o anúncio como uma tentativa de influenciar as decisões do mercado, não possuindo a intenção de efetivamente recomprar ações. A premissa para a não rejeição de H1 é a de que o número de opções de ações exercíveis possuídas por gestores de firmas com níveis elevados de gerenciamento de resultados no ano anterior ao anúncio do programa de recompras deve afetar de forma negativa o percentual de completude do programa anunciado.

Assim como Chan *et al.* (2010), para investigar se outros fatores podem estar desempenhando influência sobre as recompras, avaliou-se a atividade real de recompra após o anúncio do programa. Foram estimadas duas equações (1 e 2) por meio de regressões Tobit para realizar o teste de H1. As equações são expostas a seguir, sendo a variável dependente a Atividade de Recompra Efetiva ($ARE_{i,jt}$) da firma i , relativa ao anúncio de recompra realizado no trimestre j do ano t .

$$ARE_{i,jt} = \beta_0 + \beta_1(Opções_{i,t}ADNE_{i,t-1}) + \beta_2(Opções_{i,t}ADE_{i,t-1}) + \beta_3(ZeroOpções_{i,t}ADE_{i,t-1}) + \beta_4MKB_{i,t} + \beta_5TAM_{i,t} + \beta_6VLO_{i,t} + \beta_7ALAV_{i,t} + \beta_8FCL_{i,t} + \beta_9CA_{i,t} + \beta_{10}TPR_{i,jt} + u_{it} \quad (1)$$

$$ARE_{i,jt} = \beta_0 + \beta_1(OpçõesExercíveis_{i,t}ADNE_{i,t-1}) + \beta_2(OpçõesExercíveis_{i,t}ADE - DR_{i,j-1t-1}) + \beta_3(ZeroOpções_{i,t}ADE - DR_{i,j-1t-1}) + \beta_4MKB_{i,t-1} + \beta_5TAM_{i,t-1} + \beta_6VLO_{i,t} + \beta_7ALAV_{i,t-1} + \beta_8FCL_{i,t} + \beta_9CA_{i,t} + \beta_{10}TPR_{i,jt} + u_{it} \quad (2)$$

A tabela 1 apresenta a descrição das variáveis que compõem as duas equações. A hipótese de estudo propõe que as variáveis representativas das Opções de Ações Exercíveis possuídas por gestores que se encontram pressionados para enviar sinais positivos impactam negativamente a variável dependente Atividade de Recompra Efetiva. Portanto, a significância e o sinal dos coeficientes estimados para estas variáveis foram utilizados para a avaliação da validade de H1. Ressalta-se que estas variáveis estão atreladas ao coeficiente β_2 nas duas equações.

Tabela 1: Denominação e Descrição das Variáveis Utilizadas nas Equações 36 e 37.

| Variável (Sigla) | Descrição Resumida | Tipo de Variável |
|---|---|------------------|
| Atividade de Recompra Efetiva (ARE) | A Atividade de Recompra Efetiva é medida pelo percentual das ações recompradas em relação à meta de recompras indicada na data do anúncio. | Dependente |
| Opções de Ação dos Gestores (Opções) | Para representar a remuneração dos gestores por meio de opções, considerou-se as opções exercíveis dos gestores como um percentual das ações totais em circulação da firma. | Explicativa |
| Gestores sem Opções (ZeroOpções) | <i>Dummy</i> utilizada para representar firmas cujos gestores não possuíam opções de ações exercíveis no período de análise. | Explicativa |
| <i>Accruals</i> Discricionários Elevados (ADE) | <i>Dummy</i> utilizada para representar as firmas que apresentaram maiores níveis de <i>Accruals</i> Discricionários no ano anterior ao anúncio de recompra. O grupo ADE é composto pelas firmas classificadas no quintil superior relativos aos <i>Accruals</i> Discricionários. Assume-se que as firmas classificadas nesse quintil utilizaram o gerenciamento de resultados para inflar seus lucros. | Explicativa |
| <i>Accruals</i> Discricionários Elevados (ADE-DR) | <i>Dummy</i> utilizada para representar, dentre as firmas que apresentaram maiores níveis de <i>Accruals</i> Discricionários no ano anterior ao anúncio de recompra (classificadas no grupo ADE), o subgrupo que obteve menores retornos anormais no trimestre anterior ao anúncio. Calculou-se o retorno anormal de uma firma a partir de uma medida de retorno esperado calculada considerando-se a média ponderada dos retornos de firmas comparáveis. Assume-se que as firmas classificadas no subgrupo ADE-DR se encontram mais pressionadas a enviar sinais positivos ao mercado do que as demais firmas pertencentes ao grupo ADE. | Explicativa |
| <i>Accruals</i> Discricionários Não Elevados (ADNE) | Variável <i>Dummy</i> utilizada para representar as firmas com menores níveis de <i>Accruals</i> Discricionários no ano anterior ao anúncio de recompra. Para a equação 1, o grupo ADNE é composto pelas firmas classificadas nos 4 quintis inferiores de <i>Accruals</i> Discricionários. Na equação 2, incorpora-se ao grupo ADNE as firmas do grupo ADE que não foram classificadas no grupo ADE-DR (as firmas ADE-DS). | Explicativa |
| Fluxo de Caixa Livre (FCL) | Razão do fluxo de caixa que excede os recursos necessários para financiar todos os projetos que têm Valor Presente Líquido (VPL) positivo sobre os ativos. É calculado pelo EBITDA subtraído dos gastos de capital, dividido pelos ativos totais. | Explicativa |
| Market-to-Book (MKB) | Razão do valor de mercado das ações de uma firma sobre seu valor contábil. | Explicativa |
| Tamanho (TAM) | Utiliza-se como proxy para o tamanho da firma o \ln dos ativos totais | Explicativa |
| Alavancagem (ALAV) | Nível de endividamento de uma firma, dado pela razão da dívida (passivo) sobre o ativo total. | Explicativa |
| Volatilidade do Lucro Operacional (VLO) | Nível de estabilidade dos lucros, estimado pelo desvio padrão da razão entre EBITDA e ativos totais de uma firma, calculado com base em períodos anteriores. Para cálculo do desvio padrão, foram mantidas apenas observações que possuíam dados para ao menos dois períodos anteriores ao ano de análise. | Explicativa |
| Concentração Acionária (CA) | Razão das ações ordinárias do controlador principal em relação ao número total de ações ordinárias. | Explicativa |
| Tamanho do Programa de Recompra (TRP) | Variável calculada pela razão das ações anunciadas no programa de recompra em relação às ações totais em circulação da firma. | Explicativa |

As opções exercíveis no período correspondem à soma das opções em aberto exercíveis no início do período de análise com as opções em aberto não exercíveis no início do período que se tornaram exercíveis durante o período.

Fonte: elaborada pelos autores.

3.2.2. Medindo o gerenciamento de resultados: Modelo de Jones Modificado

Os *accruals* podem ser utilizados como medida para a qualidade dos lucros (CHAN *et al.*, 2006; CHAN *et al.*, 2010). Para medir a intenção dos gestores, portanto, foram utilizados

os *accruals* gerados por atos subjetivos dos gestores, nomeados *accruals* discricionários (*AD*). O primeiro passo para calcular os *accruals* discricionários é estimar os *accruals* totais. O modelo utilizado por Sloan (1996), Chan *et al.* (2006) e Chan *et al.* (2010) é adotado para realizar este procedimento. O modelo é exposto na equação 3, a qual foi utilizada para medir os *accruals* no ano fiscal anterior ao anúncio de recompras.

$$\frac{Accruals_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \frac{(\Delta CA_{i,t} - \Delta Cash_{i,t}) - (\Delta CL_{i,t} - \Delta STD_{i,t} - \Delta TP) - DEP_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \quad (3)$$

Na equação 3, ΔCA se refere à variação nos ativos circulantes da firma i do período $t-1$ para o período t , $\Delta Cash$ à variação do caixa (disponíveis), ΔCL indica a mudança nos passivos correntes, ΔSTD é a mudança nos empréstimos e financiamentos (dívidas) de curto prazo no período, ΔTP é a mudança nos impostos a pagar, DEP são as despesas de depreciação e amortização e TA se refere aos ativos totais.

Embora o modelo 3 permita o cálculo dos *accruals* totais, uma parcela dos *accruals* não é discricionária, sendo menos sujeita à manipulação por parte dos gestores (CHAN, *et al.*, 2010). Esta parcela está diretamente atrelada ao próprio crescimento da firma (ex: crescimento de suas vendas a prazo). Para controlar os AND, Chan *et al.* (2010) utilizam o modelo de Jones (1991), que permite decompor os *accruals* em *AD* e *AND*. Um problema com este modelo é que Jones (1991) considera que a variável receita não sofre manipulações, o que, conforme indica Melo (2015), pode acarretar no erro de classificação dos *accruals*, fazendo com que *accruals* discricionários sejam classificados como não discricionários. Diante da necessidade de se corrigir este problema, surge o modelo de Jones modificado, elaborado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), que mensuram os *AND* e os *ADs* com base nas equações 4, 5 e 6. No presente estudo, em contraste com o trabalho de Chan *et al.* (2010), utilizou-se o modelo de Jones Modificado para estimar os *accruals* discricionários e não discricionários, pois espera-se que esta alternativa gere resultados mais robustos.

$$\frac{Accruals_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_1 \frac{(\Delta Sales_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{TA_{i,t-1}} + a_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$\frac{AND_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \frac{[\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(\Delta Sales_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \hat{\alpha}_2 PPE_{i,t}]}{TA_{i,t-1}} \quad (5)$$

$$\frac{AD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \frac{Accruals_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \frac{NDA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \quad (6)$$

No modelo, $\Delta Sales$ se refere à variação das receitas de vendas, ΔREC indica a variação das contas a receber da empresa e PPE se refere aos ativos permanentes da firma. A única diferença deste modelo para o modelo de Jones (1991), conforme indica Melo (2015), é o fato de que este modelo inclui as receitas totais deduzidas do incremento ocorrido no período t nas contas a receber, dado por $\Delta REC_{i,t}$.

Para se estimar os valores dos *AD* com base na equação 6, se utilizam os coeficientes estimados por meio da equação 4 (a_0 , a_1 e a_2). Os *accruals* não discricionários (equação 4) são os valores ajustados a partir deste modelo para uma determinada firma, enquanto os *accruals* discricionários (equação 5) são definidos como os resíduos de determinada firma, que se afastam do valor esperado. Os *AD* são dados pela diferença entre os *accruals* totais calculados por meio da equação 3 e os *AND* estimados pela equação 5, ou seja, representam os valores de *accruals* que são gerados por meio de atitudes discricionárias.

Em consonância com os procedimentos realizados por Chan *et al.* (2010), a equação foi estimada em todos os anos do período de 2011 a 2015 (anos anteriores ao período de 2012 a 2016) para todas as firmas pertencentes a um mesmo setor. Para os setores que apresentaram

menos de 10 firmas em um determinado ano, foi estimado um modelo ajustado, com base em todas as empresas da amostra. Ademais, também em consonância com os procedimentos realizados por Chan *et al.* (2010), foram excluídas todas as observações que apresentaram valores superiores a 10 e inferiores a -10 para as variáveis da equação 4 ($\frac{Accruals_{i,t}}{TA_{i,t-1}}$, $\frac{(\Delta Sales_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{TA_{i,t-1}}$ e $\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}}$), de forma a evitar o impacto de *outliers* sobre os modelos estimados.

A partir dos valores estimados para os AD com base na equação 6, as firmas foram ranqueadas em quintis em cada ano de análise. Os procedimentos para cálculo dos *accruals* foram realizados para todas as firmas da amostra que apresentaram dados suficientes, pois a classificação destas em quintis de AD é mais apropriada quando não se consideram apenas as empresas que realizaram anúncios de recompra de ações.

Conforme indicam Chan *et al.* (2010), para identificar empresas cujos gestores podem ter a intenção de enviar falsos sinais, deve-se focar nas firmas classificadas no quintil mais elevado de AD, nomeadas de firmas com *Accruals* Discricionários Elevados (ADE), pois estas representam firmas que buscaram inflar seus lucros por meio do gerenciamento de resultados. As firmas pertencentes aos 4 quintis inferiores de *accruals* discricionários foram agrupadas, gerando o grupo de firmas com *Accruals* Discricionários Não Elevados (ADNE). Ressalta-se que as firmas classificadas no grupo ADE não necessariamente foram aquelas que mais gerenciaram seus resultados, pois as firmas também podem gerenciar seus lucros de forma a apresentar resultados menores, o que implicaria em níveis negativos de AD. Ou seja, o grupo ADE engloba firmas que apresentaram os maiores níveis de AD positivos.

Para refinar a análise, em consonância com Chan *et al.* (2010), também foi analisado um subconjunto de firmas que não apenas apresentam AD elevados, como também obtiveram desempenhos de preço (de suas ações) ruins no trimestre anterior ao anúncio, pois assume-se que estas podem estar sob maior pressão para enviar sinais positivos. Nesse sentido, para focar mais rigorosamente nestes gestores que podem estar sob pressão, se subdividiu o grupo ADE em dois grupos de tamanho semelhante, ADE-DR e ADE-DS, com base nos retornos anormais trimestrais ajustados ao valor de mercado (tamanho) e ao *market-to-book* das firmas. O cálculo desses retornos anormais é explicado na seção 3.2.3. As firmas do grupo ADE-DR representam casos em que, embora os gestores tenham utilizado técnicas agressivas para sustentar os lucros no ano anterior ao anúncio de recompra, os preços das ações apresentaram desempenhos ruins (retornos anormais ruins) no trimestre anterior ao anúncio de recompra de ações. O grupo ADE-DS é composto pelas firmas que apresentaram desempenhos satisfatórios em comparação ao grupo ADE-DR.

3.2.3. Medindo desempenhos anormais do retorno das ações

Foram estimadas medidas do desempenho das ações (retornos anormais) no trimestre anterior ao anúncio de recompras. Chan *et al.* (2010) ressaltam a necessidade de se formarem *benchmarks* para cada uma das firmas no processo de se estimar os retornos anormais, usando 5 firmas com valor de mercado, razão *market-to-book* e *DA* comparáveis para calcular o retorno esperado de uma firma. Para formação dos *benchmarks* foram utilizadas todas as empresas do mercado com informações disponíveis.

O processo de formação dos *benchmarks*, realizado para cada período da amostra, se deu da seguinte forma: primeiramente foram agrupadas as empresas que pertencem ao mesmo quintil de *DA*. Essas firmas foram então divididas em tercís de tamanho (valor de mercado) e selecionaram-se as firmas no mesmo tercil da empresa que recomprou ações em análise. Dentre as firmas que estão classificadas no mesmo quintil de *DA* que a firma amostrada e posteriormente no mesmo tercil de valor de mercado, selecionaram-se as 5 firmas com *market-to-book* mais próximos ao da empresa de análise.

O retorno anormal de uma firma foi obtido ao subtrair-se o retorno do portfólio equivalente (*benchmark*) do retorno da empresa que anunciou a recompra de ações, ou seja, subtraindo-se o retorno obtido por uma firma pelo seu retorno esperado de acordo com o *benchmark* de firmas comparáveis. O retorno do portfólio foi calculado com base na média dos retornos ponderada pelo valor de mercado das empresas que compõem o *benchmark*.

Conforme já indicado, para cada ano da análise, o grupo ADE foi subdividido em dois grupos de tamanho semelhante, ADE-DR e ADE-DS, com base nos retornos anormais calculados de acordo com os procedimentos descritos. O subgrupo ADE-DR foi composto pelas firmas do grupo ADE que apresentaram os piores retornos anormais, enquanto o grupo ADE-DS foi composto pelas demais firmas. Para identificação das firmas com melhor e pior desempenho, estas foram ranqueadas e posteriormente divididas nos grupos mencionados.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Descrição da Amostra e Estatísticas Descritivas

Após a realização de todos os procedimentos descritos nas seções anteriores, foram mantidas apenas as empresas que apresentavam dados suficientes para cálculo dos *accruals* discricionários para o período de 2011 a 2015. O período de análise foi o intervalo de 2012 a 2016, pois, em conformidade com Chan *et al.* (2010) se assumiu um “lag” de 4 trimestres para se evitar o impacto de informações que poderiam não estar disponíveis no momento dos anúncios de recompra analisados.

A amostra inicial apresentava 351 empresas. Nesse sentido, antes da exclusão das observações (empresa *i* no ano *t*) que não apresentavam variáveis suficientes para o cálculo dos *accruals* para os anos anteriores ao período de análise, a amostra inicial era composta por 1755 observações. Após a remoção de observações que não apresentavam as variáveis utilizadas para cálculo das equações 3, 4, 5 e 6, apenas 1181 observações foram mantidas.

Para calcular os *accruals*, foram realizados todos os passos descritos na seção 3.2.2. A tabela 2 expõe as estatísticas descritivas da amostra para as variáveis estimadas por meio do Modelo de Jones Modificado: *accruals* totais, AND e AD.

Tabela 2: Estatísticas descritivas dos *Accruals* para toda a amostra.

| Ano | Variáveis | Obs. | Média | Mediana | Desv. Pad. | Mínimo | Máximo |
|------|------------------------------|------|---------|----------|------------|---------|---------|
| 2015 | Accruals Não Discricionários | 245 | -0.0235 | -0.00705 | 0.5912934 | -9.0596 | 0.81009 |
| | Accruals Discricionários | 245 | 0.0164 | 0.00419 | 0.5666575 | -2.9745 | 7.73978 |
| | Accruals Totais | 245 | -0.0071 | -0.00033 | 0.8193702 | -9.0672 | 7.97059 |
| 2014 | Accruals Não Discricionários | 241 | 0.02216 | -0.00017 | 0.1765833 | -0.4687 | 2.20214 |
| | Accruals Discricionários | 241 | -0.0032 | 0.000822 | 0.2784292 | -1.2428 | 3.07232 |
| | Accruals Totais | 241 | 0.01893 | 0.004136 | 0.3295163 | -1.2338 | 3.375 |
| 2013 | Accruals Não Discricionários | 238 | 0.13502 | 0.001584 | 0.756772 | -0.2665 | 7.68587 |
| | Accruals Discricionários | 238 | -0.015 | -0.02074 | 0.422336 | -1.0358 | 5.66085 |
| | Accruals Totais | 238 | 0.12003 | -0.00054 | 0.9291641 | -1.0058 | 8.5 |
| 2012 | Accruals Não Discricionários | 232 | -0.1476 | 0.004906 | 0.9736675 | -8.4905 | 0.91702 |
| | Accruals Discricionários | 232 | 0.00961 | -0.00297 | 0.2892931 | -1.9154 | 2.72379 |
| | Accruals Totais | 232 | -0.138 | -0.13798 | 1.016569 | -9 | 1.09074 |
| 2011 | Accruals Não Discricionários | 225 | 0.06421 | 0.006566 | 0.3688345 | -0.1353 | 3.81715 |
| | Accruals Discricionários | 225 | 0.0156 | 0.016699 | 0.2791666 | -1.0105 | 2.59608 |
| | Accruals Totais | 225 | 0.07981 | 0.01124 | 0.4526136 | -0.9914 | 3.8172 |

Fonte: elaborada pelos autores com base nos resultados da pesquisa.

Após a classificação de todas as empresas da amostra de acordo com os grupos de suspeição (vide seções 3.2.2 e 3.2.3), foi obtida uma amostra de anúncios de recompras de ações realizados por estas firmas durante o período de 2012 a 2016. Foram observados 193

anúncios de recompras individuais realizados por firmas da amostra que apresentavam informações suficientes para estimação da regressão Tobit exposta na equação 1. Para a equação 2, que considerou uma classificação mais restrita das firmas “suspeitas” do envio de falsos sinais (ADE-DR), foram obtidas 190 observações de anúncios. Essa redução se deveu à exclusão de três observações para as quais não foi possível a realização dos procedimentos expostos na seção 3.2.3 para cálculo dos retornos anormais.

Na próxima seção são expostos os resultados das regressões Tobit estimadas para o teste da hipótese do estudo.

4.2. Regressões Tobit: Testes da Hipótese 1

A primeira regressão estimada para teste de H1 foi a equação 1, para a qual foram obtidas 193 observações. Na primeira especificação do modelo foram excluídas 2 observações que apresentaram *Market-to-Book* negativo. Entretanto, na segunda especificação do modelo essa variável foi excluída e foram reincluídas essas duas observações. Nenhuma das variáveis de controle (*Outras variáveis independentes*) foi significativa nas especificações I e II. Ademais, o resultado dos testes Qui-quadrado ($\text{Prob} > \chi^2$) destas duas especificações levam à não rejeição da hipótese nula de que todos os coeficientes da regressão são simultaneamente iguais a zero, mesmo considerando-se o nível de significância de 10%.

Diante dos problemas de significância das variáveis de controle e dos resultados obtidos para o teste Qui-quadrado, foram testadas diversas especificações do modelo exposto na equação 1. Para todas as especificações, as variáveis de controle não foram significativas. Neste sentido, foram mantidas na terceira especificação do modelo estimado apenas as variáveis de foco da análise. A especificação III apresentou-se como mais adequada em relação às demais, pois nesta se rejeitou ao nível de 5% a hipótese nula do teste Qui-quadrado. Os resultados relativos às três especificações estimadas são expostos na tabela 3.

A partir dos resultados expostos na tabela 3, percebe-se que a variável *Dummy* representativa das firmas classificadas no grupo *ADE* cujos gestores não possuíam opções exercíveis ($\text{ZeroOpções}_{i,t} \text{ADE}_{i,t-1}$) teve impacto negativo e estatisticamente significativo ($p\text{-valor} = 0.052$) sobre a Atividade de Recompra Efetiva. Esse resultado mostra que firmas que gerenciam seus resultados e cujos gestores não possuem opções de ação exercíveis são menos propensas a completar os programas de recompra anunciados, o que leva a crer que estas firmas utilizam os programas de recompra com o intuito de enviar falsos sinais ao mercado. Essa interpretação se deve ao fato de que estas firmas apresentaram *AD* elevados no ano anterior ao anúncio do programa de recompra, o que pode indicar que seus gestores estão pressionados para enviar sinais positivos ao mercado (CHAN *et al.*, 2010). O resultado obtido por Chan *et al.* (2010) é semelhante ao do presente estudo para esta variável.

Com relação à compensação dos gestores, as opções possuídas por gestores de firmas classificadas no grupo *ADNE* não foram significativas para explicar a variável dependente *ARE*, resultado semelhante ao obtido por Chan *et al.* (2010). Por outro lado, as opções possuídas por gestores de firmas classificadas no grupo *ADE* impactaram de forma positiva e significativa ao nível de 10% a *ARE*. Este resultado diverge dos achados de Chan *et al.* (2010), pois a variável não foi significativa no estudo destes autores.

O impacto positivo e significativo das opções exercíveis possuídas por gestores de firmas classificadas como suspeitas (*ADE*) contraria a premissa de que gestores remunerados por meio de opções de firmas que tiveram resultados positivamente gerenciados – gestores que, em teoria, se apresentam pressionados a enviar sinais positivos para o mercado - utilizam os anúncios de recompra de ações como forma de enviar falsos sinais ao mercado. Em contraste, a variável representativa das firmas classificadas no grupo *ADE* cujos gestores não possuíam opções exercíveis impactou negativamente a Atividade de Recompra Efetiva, o que indica que firmas cujos gestores são remunerados por opções são mais propensas a cumprir

seus programas de recompras. Uma possível interpretação para este achado é a de que os gestores consideram que o não cumprimento dos programas de recompras pode afetar negativamente o valor das ações e, conseqüentemente, reduzir o valor de suas opções.

Tabela 3: Regressões Tobit realizadas com base na equação 1

| Variáveis independentes | Especificação | | |
|---|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| <i>Variáveis relativas às opções dos gestores</i> | I | II | III |
| 1. Opções Exercíveis Totais x <i>Dummy</i> (ADE) | 55.43616 (0.104) | 54.92995 (0.110) | 58.3792 (0.094) |
| 2. Opções Exercíveis Totais x <i>Dummy</i> (ADNE) | -0.1713763 (0.921) | 0.2300337 (0.894) | 1.220345 (0.307) |
| 3. <i>Dummy</i> (ZeroOpções) x <i>Dummy</i> (ADE) | -0.3570766 (0.053) | -0.3634514 (0.053) | -0.353784 (0.052) |
| <i>Outras variáveis independentes</i> | | | |
| 4. <i>Market-to-book</i> | 0.0027778 (0.233) | N/A | N/A |
| 5. Tamanho | -0.0347953 (0.318) | -0.0298194 (0.399) | N/A |
| 6. Volatilidade do Lucro Operacional | -1.050133 (0.464) | -1.769977 (0.212) | N/A |
| 7. Alavancagem | 0.098692 (0.741) | 0.0312057 (0.914) | N/A |
| 8. Fluxo de Caixa Livre | -1.00465 (0.185) | -0.7958041 (0.281) | N/A |
| 9. Concentração Acionária | 0.0035929 (0.166) | 0.0029159 (0.266) | N/A |
| 10. Tamanho do Programa de Recompra | -0.8119303 (0.763) | -0.0805491 (0.976) | N/A |
| 11. Constante | 0.8931008 (0.119) | 0.9216369 (0.113) | 0.4106674 (0.000) |
| Número de Observações | 191 | 193 | 193 |
| Número de Observações Censuradas em 0% | 47 | 48 | 48 |
| Número de Observações Não Censuradas | 103 | 103 | 103 |
| Número de Observações Censuradas em 100% | 41 | 42 | 42 |
| Pseudo R ² | 0.0396 | 0.0334 | 0.0216 |
| Ln Likelihood | -187.18495 | -191.15663 | -193.48391 |
| Prob > chi ² | (0.1176) | (0.1530) | (0.0357) |

A tabela apresenta os coeficientes estimados para cada variável. Em parêntesis é apresentado o p-valor dos coeficientes.

Fonte: elaborada pelos autores com base nos resultados da pesquisa.

Os indícios iniciais, expostos na tabela 3, contrariam a proposta da hipótese do trabalho. Entretanto, na tentativa de se refinar a análise, foi utilizado um critério mais restrito para classificação das empresas como suspeitas da tentativa de envio de falsos sinais, considerando-se como firmas suspeitas apenas aquelas classificadas no grupo *ADE-DR*. Ou seja, considerando-se como firmas suspeitas apenas aquelas que não apenas gerenciaram positivamente seus resultados no ano anterior ao anúncio do programa de recompras, como também apresentaram retornos ruins no trimestre anterior ao anúncio.

Na tabela 4 mostram-se os resultados relativos a regressões Tobit estimadas com base na equação 2. Foram obtidas inicialmente 190 observações que apresentavam todas as variáveis do modelo, sendo excluídas 2 observações que apresentaram *Market-to-Book* negativo para a especificação I. Novamente a variável não foi significativa, o que culminou

em sua exclusão do modelo. A terceira especificação do modelo foi a única para a qual o teste Qui-quadrado teve sua hipótese nula rejeitada ao nível de significância de 5%. Em nenhuma especificação possível do modelo as opções possuídas por gestores de firmas classificadas como *ADNE* e *ADE-DR* foram significativas.

Tabela 4: Regressões Tobit realizadas com base na equação 2

| Variáveis independentes | Especificação | | |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | I | II | III |
| <i>Variáveis relativas às opções dos gestores</i> | | | |
| 1. Opções Exercíveis Totais x <i>Dummy</i> (ADE-DR) | -13.39023 (0.889) | 0.0612435 (0.972) | N/A |
| 2. Opções Exercíveis Totais x <i>Dummy</i> (ADNE) | -0.3383436 (0.847) | -28.59328 (0.769) | N/A |
| 3. <i>Dummy</i> (ZeroOpções) x <i>Dummy</i> (ADE) | -0.4718249 (0.083) | -5.167011 (0.063) | -0.5245125 (0.055) |
| <i>Outras variáveis independentes</i> | | | |
| 4. <i>Market-to-book</i> | 0.0030418 (0.209) | N/A | N/A |
| 5. Tamanho | -0.0209201 (0.551) | -0.0146926 (0.679) | N/A |
| 6. Volatilidade do Lucro Operacional | -1.500711 (0.302) | -2.266242 (0.116) | N/A |
| 7. Alavancagem | 0.1666396 (0.579) | 0.0992834 (0.732) | N/A |
| 8. Fluxo de Caixa Livre | -0.994588 (0.202) | -0.8501424 (0.261) | -1.067675 (0.100) |
| 9. Concentração Acionária | 0.0037939 (0.165) | 0.0028971 (0.290) | N/A |
| 10. Tamanho do Programa de Recompra | 0.4246835 (0.879) | 1.20656 (0.667) | N/A |
| 11. Constante | 0.6273715 (0.272) | 0.6571001 (0.257) | 0.5241844 (0.000) |
| Número de Observações | 188 | 190 | 190 |
| Número de Observações Censuradas em 0% | 47 | 48 | 48 |
| Número de Observações Não Censuradas | 101 | 101 | 101 |
| Número de Observações Censuradas em 100% | 40 | 42 | 42 |
| Pseudo R ² | 0.0315 | 0.0265 | 0.016 |
| Ln Likelihood | -186.01111 | -189.76104 | -191.81316 |
| Prob > chi ² | (0.2784) | (0.3245) | (0.0445) |

A tabela apresenta os coeficientes estimados para cada variável. Em parêntesis é apresentado o p-valor dos coeficientes.

Fonte: elaborada pelos autores com base nos resultados da pesquisa.

Percebe-se que mesmo quando se utiliza uma classificação mais restrita das empresas suspeitas do envio de falsos sinais (*ADE-DR*), as opções exercíveis de gestores pertencentes a firmas que se apresentam pressionadas a enviar sinais positivos ao mercado não apresentam impacto negativo sobre a Atividade de Recompra efetiva. Nesse contexto, os resultados levam à rejeição da hipótese do estudo (H1): *as opções de ação exercíveis possuídas por gestores de firmas com maiores níveis de accruals discricionários impactam negativamente o percentual de cumprimento dos programas de recompra anunciados*. Em geral, os resultados da tabela 4, em conjunto com os resultados expostos na tabela 3, levam à inferência de que os gestores remunerados por opções de ações são mais propensos a realizar recompras de ações. Logo, pode-se sugerir a possibilidade de que os anúncios de recompra realizados por firmas cujos gestores são remunerados por meio de opções não são tentativas de envio de falsos sinais. Entretanto, nenhuma conclusão definitiva pode ser feita a respeito deste tema.

5. CONCLUSÃO

No presente estudo, analisou-se a possibilidade de que a remuneração dos gestores por meio de *stock options* esteja atrelada a problemas de agência. A hipótese central do estudo foi a de que gestores que apresentam essa forma de remuneração e se apresentavam pressionados para elevar o preço de mercado de suas ações poderiam utilizar os anúncios de recompra como uma forma de influenciar as decisões do mercado. A possibilidade de se utilizar os programas de recompra para enviar falsos sinais ao mercado emerge do fato de que os anúncios de recompra são associados à desvalorização das ações, o que faz com que firmas que anunciam recompras de ações possam obter retornos positivos.

Como forma de se analisar se os gestores estavam pressionados a enviar sinais positivos ao mercado, foram analisados os anúncios de recompra de ações realizados por firmas classificadas como “suspeitas”, apresentando níveis elevados de *accruals* discricionários e retornos ruins anteriormente aos anúncios de recompra.

Foi possível se observar que firmas pressionadas a enviar sinais positivos ao mercado eram menos propensas a efetivar seus programas de recompra de ações, o que é um indicativo de que estas firmas tentaram enviar falsos sinais ao mercado, aproveitando-se do fato de que os anúncios de recompra não geram compromissos de recompra efetiva. Isso mostra que o *payout* corporativo também pode ser utilizado como uma tentativa de manipulação das reações do mercado por empresas que se encontram pressionadas.

Apesar da associação de firmas que gerenciaram seus resultados com menores níveis de Atividade de Recompra Efetiva, não foi possível observar qualquer relação entre a posse de opções por parte dos gestores com a tentativa de enviar falsos sinais por meio dos anúncios de recompra, mesmo considerando-se os gestores de firmas que haviam gerenciado seus resultados e apresentaram desempenhos ruins no trimestre anterior ao anúncio de recompra. Nesse contexto, apesar dos potenciais conflitos de agência que emergem em firmas que apresentam *management stock options*, não se pode afirmar que os gestores que possuem opções tentam enviar falsos sinais por meio das recompras de ações, o que levou à rejeição da hipótese analisada no trabalho.

REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, R. M.; GOMES, F. P.; LOPES, A. O. B. Pesquisa em Administração: Qualitativa ou Quantitativa? **Revista das Faculdades Integradas Vianna Júnior**, Juiz de Fora, v. 3, n.1, p. 151-175, jan./jun., 2012.
- CHAN, K.; CHAN, L.K.C.; JEGADEESH, N.; LAKONISHOK, J., 2006. Earnings quality and stock returns. **Journal of Business**, v. 79, p. 1041–1082, 2006.
- CHAN, K.; IKENBERRY, D. L.; LEE, I.; WANG, Y. Share repurchases as a potential tool to mislead investors. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n.2, p. 137-158, 2010.
- DECHOW, P. M., SLOAN, R. G., SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, abr., 1995
- DENIS, D. J., & OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial economics**, v. 89, n. 1, p. 62-82, 2008.
- DITTMAR, A. K. Why do firms repurchase stock. **The journal of business**, v. 73, n. 3, p. 331-355, jul., 2000.
- D'MELLO, R.; SHROFF, P. K. Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: An empirical investigation. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 5, p. 2399-2424, 2000.

- FENN, G. W.; LIANG, N. Corporate payout policy and managerial stock incentives. **Journal of financial economics**, v. 60, n. 1, p. 45-72, 2001.
- GABRIELLI, M. F.; SAITO, R. Recompra de ações: regulamentação e proteção de minoritários. **Revista de Administração de Empresas**, v. 44, n. 4, p. 54-67, out./dez., 2004.
- HALL, B. J.; MURPHY, K. J. The trouble with stock options. **Journal of economic perspectives**, v. 17, n. 3, p. 49-70, 2003.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. CEO incentives – it's not how much you pay, but how. **Harvard Business Review**, n. 3, p. 138-153, 1990.
- JENSEN, M. C., MECKLING, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305–360, 1976.
- JONES, J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**. Chigaco, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas. 2012. 155p.
- KAHLE, K. M. When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. **Journal of financial economics**, v. 63, n. 2, p. 235-261, 2002.
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- LAMBERT, R. A. **Agency Theory and Management Accounting**. In: CHAPMAN, C. S.; HOPWOOD, A. G.; SHIELDS; M. D. Handbook of Management accounting research. 1 ed. Chicago: Elsevier. 2007.
- MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Dissertação (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo-SP, 2001.
- MASULIS, R. W. Stock repurchase by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes. **The Journal of Finance**, v. 35, n. 2, p. 305-319, 1980.
- MATOS, J. A. **Theoretical Foundations of Corporate Finance**. New Jersey: Princeton University Press. 2001. 302 p.
- MOTA, D. C. **Dividendos, Juros Sobre Capital Próprio e Recompra de Ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo-SP, 2007.
- NOSSA, S. N.; LOPES, A. B.; TEIXEIRA, A. A recompra de ações e a análise fundamentalista: um estudo empírico na Bovespa no período de 1994 a 2006. **Brazilian Business Review**, v. 7, n.1, p. 1-23, jan./abr., 2010.
- PENG, L.; ROELL, A. Managerial incentives and stock price manipulation. **The journal of finance**, v. 69, n. 2, p. 487-526, abr., 2014.
- SLOAN, R. G. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?, **Accounting Review**, v. 71, n. 3, p. 289-315, jul, 1996.
- VERMAELLEN, T. Common stock repurchases and market signaling. **Journal of Financial Economics**, v. 9, n. 2, p. 139-183, jun., 1981.
- VOSS, J. Why do firms repurchase stock?. **Major themes in economics**, v. 14, p. 55-75, 2012.