

Gerenciamento de resultados em torno dos anúncios de recompra de ações no mercado acionário brasileiro

ARLINDO NONATO MORAIS DE SOUZA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

ADILSON DE LIMA TAVARES

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE (UFRN)

RENATO HENRIQUE GURGEL MOTA

UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO SEMI-ÁRIDO (UFERSA)

VINICIUS GOMES MARTINS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO (UFPE)

Gerenciamento de resultados em torno dos anúncios de recompra de ações no mercado acionário brasileiro

1 Introdução

Dentre as diferentes formas das empresas remunerarem os seus acionistas, os programas de recompra de ações tem se popularizado e crescido em diversos mercados acionários nas últimas décadas, levando as firmas a devolverem grandes quantias de capital aos acionistas na forma de recompra de ações, ao invés de dividendos (JULIO; IKENBERRY, 2004), instigando assim diversas pesquisas em finanças (BOUDRY; KALLBERG; LIU, 2013; GABRIELLI; SAITO, 2004; LIE, 2005).

O processo de recompra de ações de emissão própria, consiste nas firmas anunciarem a sua intenção em adquirir suas ações junto ao mercado, por períodos de vários meses ou até anos (BARTOV, 1991), tornando-se então apta a adquirir suas ações, mantendo-as na tesouraria da firma, até serem recolocadas no mercado (GABRIELLI; SAITO, 2004), ou, dependendo do programa de recompra, cancelando-as, posteriormente.

A normatização dos programas de recompra de ações no mercado brasileiro é atualmente tratada pela instrução CVM 299 de 1999, sujeitando as empresas a restrições legais como volume total disponível para recompra (CASTRO; YOSHINAGA, 2019), além de vedar aos controladores, membros do conselho fiscal e administradores negociação com ações da companhia (CVM 299, 1999).

Estudos anteriores têm investigado a recompra de ações sob diferentes aspectos, dentre eles: (a) Determinantes para a decisão de recompra (ANDRIOSOPOULOS; HOQUE, 2013; DITTMAR, 2002; NASCIMENTO; GALDI; NOSSA, 2011); (b) Desempenho das ações após recompra (BARGERON; KULCHANIA; THOMAS, 2011; CASTRO; YOSHINAGA, 2019; GONG; LOUIS; SUN, 2008; LIE, 2005); (c) Oportunidades de investimento (BOUDRY; KALLBERG; LIU, 2013), (d) Gerenciamento de resultados (CHIU; LIANG, 2014; GONG; LOUIS; SUN, 2008; MELILLO; LAMOUNIER; MEDEIROS, 2019), sendo este último o foco da presente pesquisa.

Gong, Louis e Sun (2008) indicam que os gestores deflacionam os lucros em trimestres que antecedem os anúncios de recompra de ações, utilizando os *accruals* discricionários, com o intuito de reduzir os preços das ações antes do período de recompra, sendo observado posteriormente aumento nos retornos anormais destas ações, bem como associação negativa entre o gerenciamento feito antes da recompra, e o retorno anormal futuro. Comportamento similar ocorre em torno de programas de *stock options* (COLES; HERTZEL; KALPATHY, 2006). No mercado acionário brasileiro, resultados semelhantes foram evidenciados por Melillo, Lamounier e Medeiros (2019), utilizando *accruals* discricionários anuais.

O presente estudo se diferencia dos trabalhos anteriores por utilizar, além dos *accruals* discricionários, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, uma outra oportunidade que os gestores possuem para manipular os resultados (GUNNY, 2010; ROYCHOWDHURY, 2006). Diferente do trabalho de Melillo, Lamounier e Medeiros (2019) realizado no mercado brasileiro, a presente pesquisa analisa os anúncios de recompra e o gerenciamento de resultados utilizando dados trimestrais, permitindo distinguir melhor mudanças ocorridas antes e após os anúncios de recompra (LIE, 2005). Neste sentido, surge o seguinte problema de pesquisa: **Como se comporta o gerenciamento de resultados nos períodos pré e pós anúncios de recompra de ações?**

O estudo utiliza como amostra as firmas não financeiras listadas na B³, que realizaram anúncios de recompras de ações, no período de 2010 a 2018. Os resultados

indicam que os gestores utilizam dos *accruals* discricionários para reduzirem os resultados no trimestre que antecede o anúncio de recompra, revertendo este gerenciamento no mesmo trimestre em que ocorre o anúncio. No entanto, este comportamento não foi observado para os níveis anormais das atividades operacionais, indicando possivelmente, preferência pelo gerenciamento via *accruals*. Os achados também indicam o aumento no retorno anormal das firmas nos trimestres pós-recompra e que o gerenciamento por *accruals* está associado de forma negativa ao retorno anormal futuro.

Os achados do presente estudo podem ser relevantes tanto para investidores e órgãos reguladores, como para a academia, na medida em que a análise do comportamento da gestão dos lucros em torno de anúncios de recompra, pode levar tais usuários de informações a ajustarem as avaliações que subsidiam o processo decisório.

2 Revisão de literatura

2.1 Motivos que levam as firmas a adquirirem ações próprias

A literatura elenca alguns dos motivos que levam as companhias a adquirirem suas próprias ações, dentre eles, destacam-se: (1) Ajuste da estrutura de capital (CASTRO; YOSHINAGA, 2019; DITTMAR, 2002; GABRIELLI; SAITO, 2004); (2) Excessos de caixa, visando a redução de custos de agência (ANDRIOSOPOULOS; HOQUE, 2013; CASTRO; YOSHINAGA, 2019; JENSEN, 1986; NASCIMENTO; GALDI; NOSSA, 2011; STEPHENS; WEISBACH, 1998); (3) Substituição ao dividendo (GRULLON; MICHAELY, 2002); (4) Sinalização ao mercado (DANN, 1981; DITTMAR, 2002; GABRIELLI; SAITO, 2004; GRULLON; MICHAELY, 2002; HERTZEL, 1991; IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; STEPHENS; WEISBACH, 1998; VERMAELEN, 1981). Esses motivos no entanto, não são mutuamente excludentes (VERMAELEN, 1981), não sendo adequado focar em apenas um ou dois desses motivos (DITTMAR, 2002).

A estrutura de capital pode afetar a decisão de recompra (DITTMAR, 2002), na medida em que firmas que apresentam baixos índices na relação entre passivos (recursos de terceiros) e patrimônio líquido (recursos próprios), podem optar pela recompra de ações afim de adequar a sua estrutura de capital, tirando parte de seu patrimônio líquido de circulação e aumentando a sua alavancagem (GABRIELLI; SAITO, 2004). No entanto, a eficácia dessa estratégia pode ser limitada, visto que a quantidade de ações que a empresa pode adquirir em programas de recompra é pequena, alterando pouco o indicador de alavancagem (CASTRO; YOSHINAGA, 2019).

Administradores e acionistas possuem relacionamento repleto de conflitos de interesses, sendo objeto de estudo da teoria de agência (JENSEN, 1986). Nesse sentido, empresas com excesso de recursos disponíveis podem estar mais propensas a realizar investimentos que não criam valor para o acionista, e sim para o gestor (CASTRO; YOSHINAGA, 2019). Uma forma de atenuar estes conflitos de agência seria a distribuição do excesso de recursos via dividendos ou recompra de ações, pois o pagamento de caixa para o acionista reduz o capital que está sob controle dos gestores (JENSEN, 1986). Em consonância com este argumento, alguns achados empíricos evidenciam que as recompras de ações estão associadas de forma positiva aos níveis dos fluxos de caixa, bem com o caixa excedente (ANDRIOSOPOULOS; HOQUE, 2013; NASCIMENTO; GALDI; NOSSA, 2011; STEPHENS; WEISBACH, 1998).

Por outro lado, antes das recompras de ações se tornarem populares, o caixa distribuído via dividendos era a principal forma de distribuir recursos para os acionistas (GRULLON; IKENBERRY, 1996; GRULLON; MICHAELY, 2002). Uma das

vantagens da recompra de ações é que, ao contrário dos dividendos, não são compromissos firmes (GRULLON; MICHAELY, 2002), podendo a empresa anunciar a intenção de recomprar ações próprias, mas não efetivar a aquisição, cancelando assim o programa de recompra.

Uma outra hipótese que motivaria as firmas para adquirirem ações próprias é a de sinalizar para o mercado que as suas ações estão subavaliadas (DITTMAR, 2002). Seguindo esta linha, quando a firma anuncia aquisição de ações próprias, está emitindo um sinal para os investidores, “revelando” informações acerca de lucros futuros, explicando assim o aumento nos preços observados em períodos pós-recompra (HERTZEL, 1991), bem como revisões positivas de lucros por analistas de mercado (BARTOV, 1991). Contudo, essa sinalização pode ser ambígua, pois pode indicar que há falta de oportunidades de crescimento para a firma investir seus recursos, ou que a gestão da companhia acredita que os preços das ações estão subavaliados (VERMAELEN, 1981). Alguns achados na literatura corroboram com esta última linha (CASTRO; YOSHINAGA, 2019; DANN, 1981; HERTZEL, 1991; IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; STEPHENS; WEISBACH, 1998; VERMAELEN, 1981). No Brasil, Castro e Yoshinaga (2019) fornecem evidências empíricas alinhadas a esta hipótese, demonstrando que os preços das ações das firmas em trimestres que antecedem anúncios de recompra de ações podem estar subavaliados, sendo possível obter retornos anormais adotando a recompra de ações como estratégia de investimento.

2.2 Desenvolvimento das hipóteses

Diferentes eventos corporativos criam incentivos para que os gestores manipulem os resultados (GONG; LOUIS; SUN, 2008), por exemplo, visando influenciar as ofertas públicas iniciais e sazonais de ações (RANGAN, 1998; TEOH; WELCH; WONG, 1998) e acordos de fusões e aquisições (ERICKSON; WANG, 1999; LOUIS, 2004). Neste sentido, Gong, Louis e Sun (2008) evidenciam que as firmas gerenciam seus resultados para baixo em trimestres que antecedem a recompra de ações, utilizando *accruals* discricionários. Este comportamento também ocorre em períodos pós cancelamento de *stock options* até a sua reemissão (COLES; HERTZEL; KALPATHY, 2006). No mercado brasileiro, este comportamento oportunista também foi verificado ao se analisar o gerenciamento de resultados a partir de dados anuais (MELILLO; LAMOUNIER; MEDEIROS, 2019). Em contraste, esta conduta não foi observada em torno dos programas de recompras de ações aceleradas, modalidade que combina recompra de ações e contratos a termo (CHIU; LIANG, 2014).

Neste sentido, a recompra de ações pode incentivar os gestores a gerenciar os resultados contábeis, visando reduzir o preço da ação em períodos anteriores ao anúncio de recompra, para posteriormente se beneficiar na venda das ações em períodos futuros, com preços superiores aos de aquisição, fundamentando assim a primeira hipótese de pesquisa:

H1: Firmas gerenciam seus resultados para reduzir os lucros em períodos pré-recompra.

Lie (2005) argumenta que os gestores iniciam programas de recompra de ações quando esperam que o resultado futuro será superior a expectativa de mercado. Essa melhora no desempenho é impulsionada, em parte, pela manipulação dos lucros, realizada para a redução do resultado em períodos antes dos anúncios de recompra, elevando assim o resultado nos trimestres pós-recompra (GONG; LOUIS; SUN, 2008). No mercado

brasileiro, Castro e Yoshinaga (2019) evidenciam que é possível obter retornos anormais em períodos posteriores aos anúncios de recompra, corroborando com a hipótese de melhoria de desempenho apresentada por Lie (2005).

Desta forma, se H_1 não for rejeitada, os preços das ações podem ser influenciados pelos gestores para baixo, em períodos pré-recompra. Esta subavaliação dos preços em períodos pré-recompra foi observada no mercado americano por estudos anteriores (IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; STEPHENS; WEISBACH, 1998), evidenciando que os preços pré-recompra estão associadas de forma negativa aos preços pós-recompra, com aumento nos períodos pós-recompra (CASTRO; YOSHINAGA, 2019; LIE, 2005; MELILLO; LAMOUNIER; MEDEIROS, 2019; VERMAELEN, 1981), surgindo assim a segunda hipótese de pesquisa:

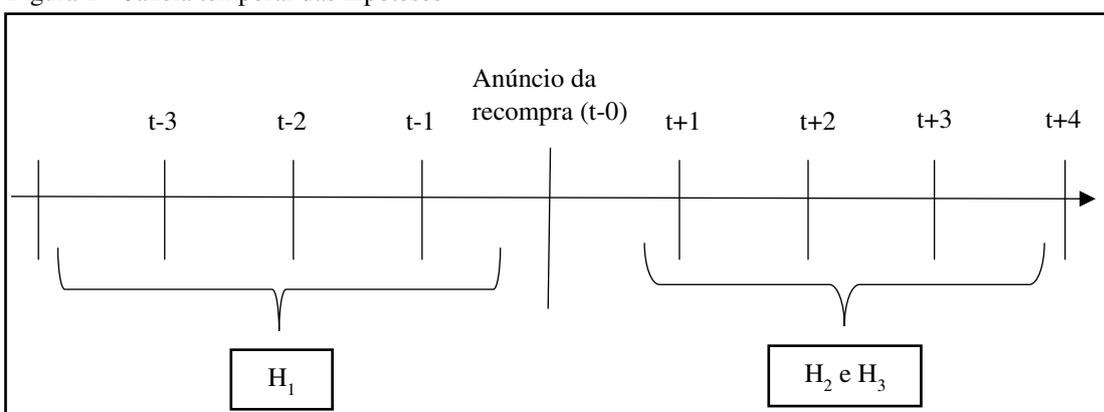
H2: Os preços das ações são menores em períodos pré-recompra quando comparados aos preços pós-recompra.

Novamente, se H_1 não for rejeitada, pode-se esperar que o gerenciamento realizado em trimestres pré-recompra seja revertido em períodos pós-recompra, devido à natureza de reversão dos *accruals*. Desta forma, empresas que gerenciaram os resultados por *accruals* discricionários para reduzir os lucros em trimestres antes dos programas de recompras poderão reportar maiores taxas de crescimento no futuro, devido ao gerenciamento realizado nos trimestres pré-recompra, levando a retornos anormais (GONG; LOUIS; SUN, 2008). Além disso, os investidores podem não precificar corretamente os *accruals* discricionários no retorno anormal futuro (GONG; LOUIS; SUN, 2008), podendo os gestores terem êxito ao realizarem escolhas contábeis oportunísticas, que visam influenciar os preços das ações (MARTINS; MONTE; MACHADO, 2018). Nesse sentido, a terceira hipótese do estudo é descrita como:

H3: O gerenciamento de resultados baseado em accruals, realizado em períodos pré-recompra está associado ao retorno anormal das ações.

A síntese das hipóteses levantadas através da revisão de literatura está representada na figura 1, onde o $t-0$ refere-se ao trimestre em que ocorreu o anúncio do programa de recompra de ações.

Figura 1 – Janela temporal das hipóteses



Fonte: Adaptado de Melillo, Lamounier e Medeiros (2019)

3. Design da pesquisa

3.1 População e amostra

A população da pesquisa compreende as companhias com ações negociadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), ativas ao final de 2018. Como amostra, têm-se as empresas não financeiras, que emitiram anúncios de recompras de ações, no período entre 2010 a 2018, totalizando 37 empresas. A exclusão das empresas financeiras se dá em virtude de suas características operacionais próprias, não podendo os seus *accruals* serem comparados aos demais setores (BOWEN; RAJGOPAL; VENKATACHALAM, 2008). Os setores que compõem a amostra são evidenciados na tabela 1.

Tabela 1 – Setores que compõem a amostra

Setor	Observações	%
Comunicações	3	2,80%
Consumo cíclico	32	29,91%
Consumo não cíclico	39	36,45%
Industrial	21	19,63%
Material básico	12	11,21%
Total	107	100%

Fonte: Dados da pesquisa

Em consonância com estudos anteriores sobre gerenciamento de resultados e recompra de ações (CHIU; LIANG, 2014; GONG; LOUIS; SUN, 2008), foram analisados os dados trimestrais das empresas. A análise por trimestres permite distinguir melhor as mudanças ocorridas antes e após os anúncios de recompra de ações, do que quando analisadas informações anuais (LIE, 2005).

A escolha do período a partir de 2010 ocorreu devido a adoção das IFRS pelas firmas brasileiras, considerado metodologicamente adequado utilizar o período com o mesmo regime contábil em pesquisas acerca de gerenciamento de resultados (CARDOSO; SOUZA; DANTAS, 2015).

Os dados necessários a estimação dos *accruals* discricionários, dos níveis anormais de vendas, produção e despesas gerais, foram obtidos através da plataforma Bloomberg. Os anúncios de recompra de ações de emissão própria, foram coletados de forma manual, na base de informações da CVM no campo “fato relevante” e nos formulários de referência das empresas, disponíveis no sítio da B3.

3.2 Modelos e *proxies* para o gerenciamento de resultados

O gerenciamento de resultados das firmas pode ocorrer de duas formas: Por atividades operacionais e por *accruals* (GUNNY, 2010). Nesse sentido, a análise do gerenciamento apenas em *accruals* não reportará a atividade total gerenciada (BRAAM et al., 2015), visto que o gerenciamento pode ocorrer de forma simultânea, via *accruals* e decisões operacionais (ROYCHOWDHURY, 2006). Desta forma, foram utilizados como *proxies* para o gerenciamento de resultados os *accruals* discricionários, estimados pelo modelo Pae (2005), e os níveis anormais de fluxo de caixa operacional, das despesas gerais e de produção (ROYCHOWDHURY, 2006).

3.2.1 Estimação dos *accruals* discricionários

Para mensuração dos *accruals* discricionários, foi empregado o modelo (PAE, 2005), visto que este modelo incorpora as reversões dos *accruals*, ao considerar os *accruals* totais defasados no modelo, além dos níveis de fluxo de caixa operacionais, o que melhora o poder preditivo dos *accruals* totais (DECHOW et al., 2012). O modelo para estimação dos *accruals* discricionários foi empregado seguindo a Equação 1.

$$(1) \quad \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{0i} \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_{1i} \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_{2i} \frac{PPE}{A_{it-1}} + \lambda_{0i} \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \lambda_{1i} \frac{CF_{it-1}}{A_{it-1}} + \lambda_{2i} \frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}} + e$$

Onde, TA_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t (Lucro operacional menos fluxo de caixa operacional); A_{it-1} = Ativos totais da empresa i no período $t-1$; ΔREV_{it} = Variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t ; PPE_{it} = Saldos das contas de imobilizado e intangível da empresa i no período t ; CF_{it} = Fluxo de caixa operacional da empresa i no período t ; CF_{it-1} = Fluxo de caixa operacional da empresa i no período $t-1$; TA_{it-1} = *Accruals* totais da empresa i no período $t-1$. Os *accruals* discricionários são então obtidos a partir dos resíduos do modelo.

3.2.2 Mensuração dos níveis anormais das atividades operacionais

Os níveis anormais de fluxo de caixa operacional, de despesas gerais e administrativas e de produção foram obtidos a partir dos modelos propostos por Roychowdhury (2006).

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Onde, CFO_t : Fluxo de caixa operacional; A_{t-1} : Ativo total no período $t-1$; S_t : Receita líquida.

$$\frac{SG\&A_t}{A_{t-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Sendo, $SG\&A_t$: Despesas gerais e administrativas do período t ; S_{t-1} : Receita líquida.

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Em que, $PROD_t$ = Custos da receita no período t + Δ Estoques no período t ; ΔS_{t-1} : Receita líquida em $t-1$.

Os níveis anormais das atividades operacionais são então obtidos pelos resíduos dos modelos 2, 3 e 4 (ROYCHOWDHURY, 2006). Para atenuar problemas de heterogeneidade da amostra, os modelos para mensuração dos *accruals* discricionários e dos níveis anormais das atividades operacionais, foram estimados a partir de regressões para dados em painel com efeitos fixos, de forma segregada de acordo com o setor de atividade, apresentado na tabela 1.

3.2 Mensuração do desempenho das ações

O retorno anormal das firmas foi mensurado seguindo a abordagem proposta por Camargos e Barbosa (2015). Como *proxy* para o retorno esperado do mercado, foi utilizado o Ibovespa, visto que as empresas com retornos anormais deveriam superar o retorno de mercado (CAMARGOS; BARBOSA, 2015).

$$RC_{it} = Ln \left(\frac{P_{t+1}}{P_{t0}} \right) \quad (5)$$

$$RA_{it} = Ln \left(\frac{\frac{P_{t+1}}{P_{t0}}}{\frac{Ibov_{t+1}}{Ibov_{t0}}} \right) \quad (6)$$

Os preços utilizados nas equações 5 e 6, referem-se aos valores de fechamento no último pregão do trimestre em análise.

3.3 Associação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e o desempenho pós-recompra

Afim de verificar a associação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* realizado em períodos pré-recompra de ações e a performance futura das firmas (H₃), foi empregada abordagem similar a utilizada por Gong, Louis e Sun (2008), seguindo a modelagem abaixo:

$$PerfFut_{it} = \alpha + \beta_1 GR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Alav_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \varepsilon \quad (6)$$

Sendo que, *PerfFut_{it}* É a performance da firma ao longo dos quatro trimestres posteriores a recompra, mensurada pelo retorno anormal, obtido através da equação 6; *GR_{it}* Gerenciamento de resultados baseado em *accruals* nos trimestres pré-recompra, obtidos pelos resíduos da equação 1; *Tam_{it}* é o logarítimo natural do ativo total; *Alav_{it}* refere-se à relação entre o passivo circulante mais o não circulante e o patrimônio líquido; *ROA_{it}* Relação entre o lucro operacional e o ativo total.

4 Resultados

4.1 Estatísticas descritivas e matriz de correlações

A Tabela 2 evidencia as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo econométrico descrito na equação 6. Os valores evidenciados na Tabela 2 referem-se aos trimestres em que a empresa anunciou a recompra de ações (t-0).

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos econométricos

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio	Mín.	Máx.
RA	106	-0,032	-0,018	0,183	-0,552	0,390
AD	105	0,002	0,000	0,010	-0,035	0,028
CaixaOpRes	107	-0,001	-0,003	0,033	-0,103	0,100
SG&ARes	107	-0,004	-0,005	0,024	-0,046	0,091
ProdRes	107	0,002	0,001	0,035	-0,128	0,137
ROA	107	0,087	0,077	0,054	-0,038	0,250
Alavancagem	107	1,744	1,202	1,967	0,100	14,448
Tamanho	107	9,020	8,957	1,355	6,080	11,715

Fonte: Dados da pesquisa

O retorno anormal médio das firmas que recompraram ações no período, indica que, em média, as empresas estão tendo retornos abaixo do retorno de mercado no trimestre de anúncio de recompra.

Quanto ao gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, seus valores médios positivos indicam intenção de aumento de lucros nos períodos em que há anúncios de recompra, o que é reforçado quando se analisa a sua mediana, também positiva. Este resultado pode ser um indício de que no trimestre em que há anúncio de recompra de

ações, motive os gestores a aumentarem os resultados por *accruals* discricionários, como forma de influenciar o lucro e o preço da ação readquirida.

A variável que mede o tamanho por sua vez, indica heterogeneidade na amostra estudada, considerada a distância entre seus valores máximo e mínimo de 6,08 e 11,72 respectivamente, visto tratar-se de valores logaritimizados.

Para verificar possíveis problemas de multicolineariedade nos modelos econométricos empregados, foi realizada a análise da matriz de correlações entre as variáveis. O resultado encontra-se na Tabela 3.

Tabela 3 – matriz de correlações

Variável	1	2	3	4	5	6	7	8
RA (1)	1	-0,04	0,09	0,06	0,07	0,27***	-0,17	0,07
AD (2)	-0,04	1	-0,15	0,12	-0,31***	0,35***	0,11	0,04
CaixaOpRes (3)	0,09	-0,15	1	0,21**	-0,27***	0,31***	-0,39**	-0,14
SG&ARes (4)	0,06	0,12	0,21**	1	-0,44***	0,17*	-0,23**	0,01
ProdRes (5)	0,07	-0,31***	-0,27***	-0,44***	1	-0,39***	0,24**	-0,04
ROA (6)	0,27***	0,35***	0,31***	0,17*	-0,39***	1	-0,30***	-0,08
Alavancagem (7)	-0,17	0,11	-0,39**	-0,23**	0,24**	-0,30***	1	0,46***
Tamanho (8)	0,07	0,04	-0,14	0,01	-0,04	-0,08	0,46***	1

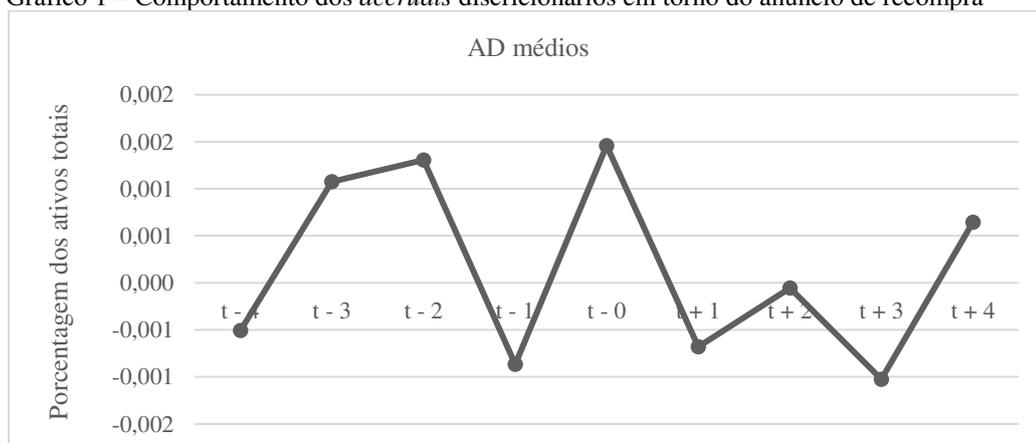
Fonte: Dados da pesquisa

A partir da análise da matriz de correlações, não foram observados índices altos de correlação entre as variáveis preditivas, sugerindo assim ausência de problemas de multicolineariedade, sendo essa análise reforçada pelos VIF's médios dos modelos empregados, abaixo de 5.

4.2 Comportamento do retorno anormal e gerenciamento de resultados em torno dos anúncios de recompra

Para verificar a hipótese da redução dos resultados em períodos pré-recompra, foi observado o nível médio dos *accruals* discricionários nos quatro trimestres antes e após o anúncio de recompra (t-0). Os resultados são evidenciados no gráfico 1.

Gráfico 1 – Comportamento dos *accruals* discricionários em torno do anúncio de recompra



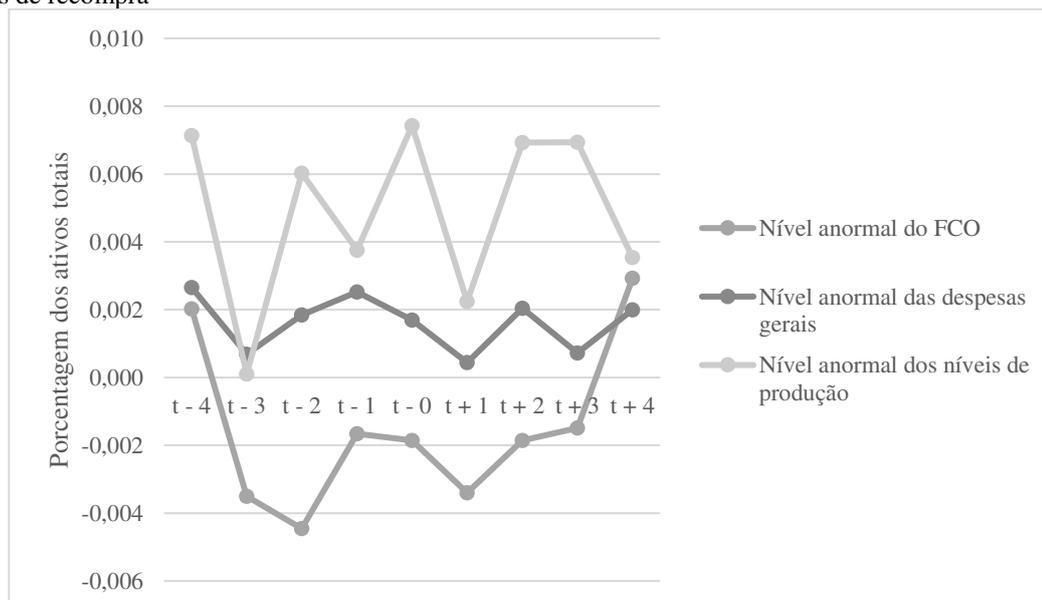
Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados do gráfico 1 convergem em essência aos achados de Gong, Louis e Sun (2008), sendo a hipótese 1 não rejeitada. No presente estudo, observa-se que o gerenciamento por *accruals* para reduzir o lucro ocorre no trimestre anterior ao anúncio

(t-1), sendo observada uma queda acentuada nos níveis médios de *accruals* discricionários de t-2 para t-1. No trimestre em que ocorre o anúncio de recompra, ocorre um aumento substancial nos níveis de gerenciamento, mudando para positivos, podendo ser um indício de que a partir do anúncio da recompra, seja de interesse dos gestores que o resultado aumente.

Análise similar foi empregada para verificar se este comportamento também ocorre nos níveis anormais das atividades operacionais das empresas. Os resultados encontram-se no gráfico 2.

Gráfico 2 – Comportamento dos níveis anormais das atividades operacionais em torno dos anúncios de recompra

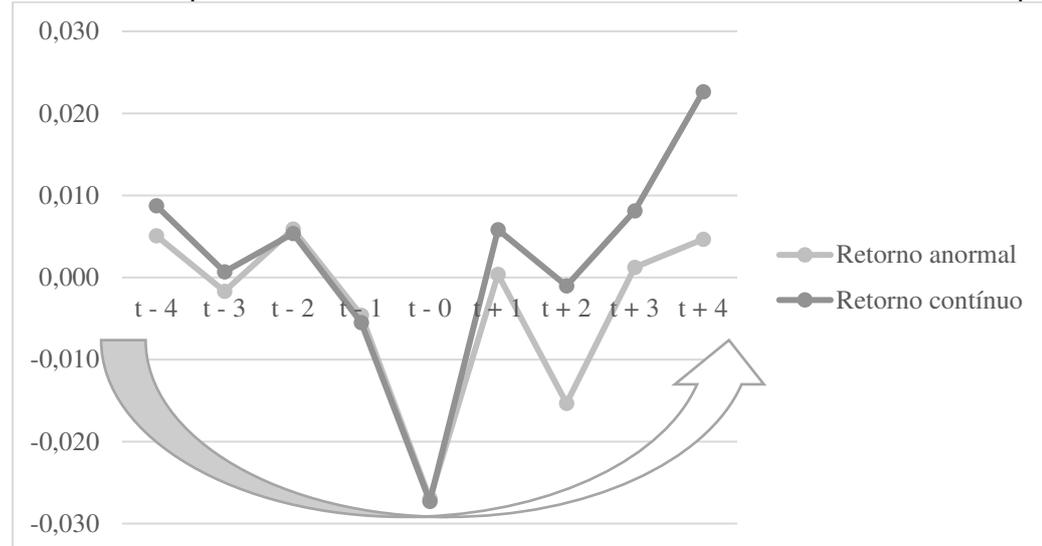


Fonte: Dados da pesquisa

Diferentemente do comportamento observado no gráfico 1, para os *accruals* discricionários, de forma geral, os níveis anormais das despesas operacionais e do fluxo de caixa operacional não seguem a tendência sugerida pela literatura anterior, de reduzir os resultados em trimestres pré-recompra (GONG; LOUIS; SUN, 2008). Este resultado pode sugerir que os gestores optam pelo gerenciamento via *accruals* em períodos pré-recompra, visto que este pode ser realizado após o fechamento do período, ao passo que as atividades operacionais são gerenciadas no decorrer do exercício (GUNNY, 2010). Entretanto, ao se analisar os níveis anormais de produção, observa-se um aumento acentuado de t-1 para t-0, indicando que os programas de recompra podem incentivar os gestores a manipularem para cima os níveis de produção.

Um dos motivos que a literatura indica que levam as firmas a recomprarem as suas ações consiste em sinalizar para o mercado que os preços estão subavaliados, emitindo um sinal para o mercado acerca de lucros futuros (DITTMAR, 2002; HERTZEL, 1991). Para observar esta hipótese, o Gráfico três evidencia os retornos contínuo e anormal médios das ações nos trimestres em torno dos anúncios de recompra.

Gráfico 3 – Comportamento dos retornos contínuo e anormal em torno dos anúncios de recompra



Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados apontam que tanto o retorno contínuo, como o anormal decrescem substancialmente nos trimestres que antecedem a recompra, bem como no trimestre de anúncio corroborando com estudos anteriores (GONG; LOUIS; SUN, 2008; IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; STEPHENS; WEISBACH, 1998) com a ação apresentando aumento nos retornos a partir do primeiro trimestre após o anúncio. Este resultado indica que se os gestores manipularam os lucros para baixo em períodos pré-recompra, poderá ocorrer uma melhora no desempenho em trimestres que sucedem o anúncio, levando a retornos anormais (GONG; LOUIS; SUN, 2008).

Estes achados vão ao encontro dos resultados de Castro e Yoshinaga (2019), que verificam ser possível obter retornos anormais com ações de empresas em períodos pós-recompra no mercado acionário brasileiro, corroborando com a hipótese de que os preços das ações podem estar subavaliados em períodos pré-recompra (DANN, 1981; DITTMAR, 2002; HERTZEL, 1991; IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; STEPHENS; WEISBACH, 1998; VERMAELEN, 1981).

4.3 Modelagem econométrica

Para verificar se o gerenciamento de resultados por *accruals*, realizado antes do anúncio de recompra exerce influência no retorno anormal das ações nos trimestres pós-recompra, foram estimados modelos com o retorno anormal como variável dependente, e o gerenciamento por *accruals* nos trimestres pré-recompra como variáveis explicativas. Os resultados das estimações estão apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Influência dos *accruals* discricionários no retorno anormal pós-recompra

Variável dependente é o RA em:	Trimestre t+1 (POLS)	Trimestre t+2 (POLS)	Trimestre t+3 (POLS)	Trimestre t+4 (POLS)
Constante	-0,17 (0,12)	-0,04 (0,11)	-0,20 (0,16)	0,08 (0,12)
AD _{t-1}	-1,38 (1,53)	-0,81 (1,45)	-2,41 (1,72)	-0,48 (1,56)
AD _{t-2}	-1,94 (1,80)	-2,35 (1,71)	-2,33 (1,97)	-1,63 (1,82)
AD _{t-3}	0,046 (1,62)	-3,99*** (1,53)	-1,50 (1,89)	-2,11 (1,64)
AD _{t-4}	-6,17*** (1,90)	-3,30* (1,84)	-0,80 (2,25)	2,27 (2,08)
ROA	0,83*** (0,34)	1,16*** (0,32)	1,05*** (0,41)	-0,01 (0,34)
Alavancagem	0,003 (0,009)	0,02** (0,009)	0,01 (0,01)	-0,009 (0,01)
Tamanho	0,008 (0,01)	-0,01 (0,01)	0,008 (0,01)	-0,005 (0,01)
Breusch and Pagan (Pooled/efeitos aleatórios)	0,11	1,00	0,47	0,38
Ramsey-reset	0,03	0,41	0,10	0,41
VIF médio	1,27	1,27	1,27	1,27
Homocedasticidade	0,31	0,30	0,08	0,91
R ²	0,14	0,14	0,08	0,05
Obs.	110	109	109	107
Firmas	37	37	37	37

Fonte: Dados da pesquisa

A associação entre o gerenciamento de resultados em períodos pré-recompra e o retorno anormal das firmas pós-recompra mostrou-se ser forte, de forma negativa, especialmente o gerenciamento em t-3 e t-4, influenciando o RA nos dois trimestres pós recompra. Associação similar ocorre no RA nos períodos t+3 e t+4, porém sem significância estatística.

Os resultados indicam que, mesmo o gerenciamento em trimestres anteriores a recompra (t-3 e t-4) influenciando fortemente o retorno anormal nos dois trimestres pós-recompra (t+1 e t+2) para baixo, o retorno anormal cresce, quando comparado ao retorno anormal no momento do anúncio de recompra (t-0) como evidenciado no gráfico 3. Estes resultados corroboram os achados de Gong, Louis e Sun (2008) o que implica em os investidores falharem em identificar o gerenciamento nos preços das ações.

Este achado também corrobora com o argumento de Martins, Monte e Machado (2018), que fornecem evidências empíricas de que o mercado brasileiro não é sofisticado a ponto de identificar que a parcela gerenciada dos lucros (*accruals* discricionários) tem alta probabilidade de não se transformar em fluxos de caixa futuros.

5 Considerações finais

O presente estudo teve como objetivo verificar o comportamento do gerenciamento de resultados nos períodos pré e pós-recompra de ações pelas firmas brasileiras, bem como a influência do gerenciamento no retorno anormal em trimestres pós-recompra, tendo como janela temporal os trimestres entre 2010 a 2018.

Utilizando como amostra as firmas não financeiras que emitiram programas de recompra no período analisado, observou-se que, em média, os *accruals* discricionários dessas empresas são positivos, indicando uma tendência em aumentar os lucros reportados ao mercado nos trimestres em que há anúncios de programas de recompra.

Quando analisado o comportamento dos *accruals* discricionários em torno dos trimestres em que há anúncios de recompra, os resultados indicam que os gestores tendem a manipular os resultados para baixo um trimestre antes do anúncio de recompra, visando assim a redução do preço da ação readquirida, corroborando com resultados de estudos anteriores (COLES; HERTZEL; KALPATHY, 2006; GONG; LOUIS; SUN, 2008), revertendo o gerenciamento para positivo no trimestre de anúncio, possivelmente com a intenção de elevar os preços das ações readquiridas.

Quanto retorno anormal das ações, foi observado sua queda em trimestres pré-recompra, com recuperação após as firmas anunciarem programas de recompra. Este achado se alinha com a hipótese de que as firmas recompram as suas ações com a intenção de sinalizar para o mercado a subavaliação destas, demonstrando aumento no retorno anormal pós-recompra (CASTRO; YOSHINAGA, 2019; DANN, 1981; HERTZEL, 1991; IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; STEPHENS; WEISBACH, 1998; VERMAELEN, 1981).

Por outro lado, a relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals*, realizado antes dos anúncios de recompra, mostrou influenciar negativamente no retorno anormal das firmas, ao mesmo tempo em que o retorno anormal aumenta substancialmente pós-recompra. Gong, Louis e Sun (2008) demonstram que esse achado está relacionado à incapacidade dos investidores de desfazer totalmente do gerenciamento de resultados.

O estudo possui algumas limitações, dentre as quais destaca-se que diversos outros incentivos já pesquisados de forma empírica, levam as firmas a gerenciarem os lucros, podendo em certo grau influenciar as análises do comportamento dos *accruals* discricionários em torno dos trimestres em que as firmas anunciam programas de recompra de ações.

Como propostas de futuras pesquisas, sugere-se avaliar os fatores que influenciam na decisão das firmas brasileiras recomprarem suas próprias ações levantados pela literatura (ajuste de estrutura de capital, Excesso de caixa, substituto ao dividendo e sinalização), bem como estudos direcionados especificamente para o setor financeiro.

REFERÊNCIAS

- ANDRIOSOPOULOS, D.; HOQUE, H. The determinants of share repurchases in Europe. **International Review of Financial Analysis**, v. 27, p. 65–76, 2013.
- BARGERON, L.; KULCHANIA, M.; THOMAS, S. Accelerated share repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 101, n. 1, p. 69–89, 2011.
- BARTOV, E. Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes. **Journal of Accounting and Economics**, v. 14, n. 3, p. 275–294, 1991.
- BOUDRY, W. I.; KALLBERG, J. G.; LIU, C. H. Investment opportunities and share repurchases. **Journal of Corporate Finance**, v. 23, p. 23–38, 2013.
- BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 2, p. 351–405, 2008.
- BRAAM, G. et al. Accrual-based and real earnings management and political connections. **International Journal of Accounting**, v. 50, n. 2, p. 111–141, 2015.
- CAMARGOS, M. A. DE; BARBOSA, F. V. Eficiência informacional do mercado de

capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições. **Production**, v. 25, n. 3, p. 571–584, 2015.

CARDOSO, R.; SOUZA, F.; DANTAS, M. Impactos da adoção do IFRS na acumulação discricionária e na pesquisa em gerenciamento de resultados no Brasil. **Revista Universo Contábil**, p. 65–84, 2015.

CASTRO, F. H.; YOSHINAGA, C. A sub-reação a recompras de ações no mercado aberto. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 80, p. 172–185, 2019.

CHIU, Y. C.; LIANG, W. LIH. Do firms manipulate earnings before accelerated share repurchases? **International Review of Economics and Finance**, v. 37, p. 86–95, 2014.

COLES, J. L.; HERTZEL, M.; KALPATHY, S. Earnings management around employee stock option reissues. **Journal of Accounting and Economics**, v. 41, n. 1–2, p. 173–200, 2006.

Comissão de Valores Mobiliários. (1999). Instrução CVM 299, de 9 de fevereiro de 1999. Dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, acresce regras relativamente à negociação de ações de própria emissão, e disciplina ofertas públicas para aquisição de ações. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst299consolid.pdf>

DANN, L. Y. Common stock repurchases. An analysis of returns to bondholders and stockholders. **Journal of Financial Economics**, 1981.

DECHOW, P. M. et al. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275–334, 2012.

DITTMAR, A. K. Why Do Firms Repurchase Stock? **The Journal of Business**, v. 73, n. 3, p. 331–355, 2002.

ERICKSON, M.; WANG, S. W. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 27, n. 2, p. 149–176, 1999.

GABRIELLI, M. F.; SAITO, R. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. **Revista de Administração de Empresas**, v. 44, n. 4, p. 54–67, 2004.

GONG, G.; LOUIS, H.; SUN, A. M. Y. X. Earnings Management and Firm Performance Following Open-Market Repurchases. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 2, p. 947–986, 2008.

GRULLON, G.; IKENBERRY, D. L. WHAT DO WE KNOW ABOUT STOCK REPURCHASES? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 116–125, 1996.

GRULLON, G.; MICHAELY, R. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 4, p. 1649–1684, 2002.

GUNNY, K. A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855–888, 2010.

HERTZEL, M. G. The Effects of Stock Repurchases on Rival Firms. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 2, p. 707–716, 1991.

- IKENBERRY, D.; LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Market underreaction to open market share repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 2–3, p. 181–208, 1995.
- JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.
- JULIO, B.; IKENBERRY, D. L. Reappearing dividends. **Journal of applied corporate finance**, v. 16, n. 4, p. 89–100, 2004.
- LIE, E. Operating performance following open market share repurchase announcements. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 3, p. 411–436, 2005.
- LOUIS, H. Earnings management and the market performance of acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, v. 74, n. 1, p. 121–148, 2004.
- MARTINS, V.; MONTE, P.; MACHADO, M. A. Análise das Hipóteses de Risco e Mispricing dos Accruals: Evidências do Brasil. **REVISTA BRASILEIRA DE GESTÃO DE NEGÓCIOS**, v. 21, n. 1, p. 169–186, 2018.
- MELILLO, P. H.; LAMOUNIER, W. M.; MEDEIROS, R. D. V. V. Recompra de Ações e práticas de Gerenciamento de Resultados Financeiros: Um estudo empírico sobre as empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 10, n. 2, p. 106–122, 2019.
- NASCIMENTO, S. D. F.; GALDI, F. C.; NOSSA, S. N. 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 (Mackenzie Management Review)**, v. 12, n. 5, p. 98–121, 2011.
- PAE, J. Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 1, p. 5–22, 2005.
- RANGAN, S. Earnings management and the performance of seasoned equity offering. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 101–122, 1998.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335–370, 2006.
- STEPHENS, C. P.; WEISBACH, M. S. Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 313–333, 1998.
- TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 63–99, 1998.
- VERMAELEN, T. Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. **Journal of Financial Economics**, v. 9, n. 2, p. 139–183, 1981.