

A prática de Earnings Management leva a deslistagem de empresas brasileiras?

JULIANA RODRIGUES OLIVEIRA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)
juju19@yahoo.com.br

CLÁUDIA OLÍMPIA NEVES MAMEDE MAESTRI

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)
claudiamamede@yahoo.com.br

FERNANDA MACIEL PEIXOTO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)
fmacielpeixoto@gmail.com

A PRÁTICA DE *EARNINGS MANAGEMENT* LEVA A DESLISTAGEM DE EMPRESAS BRASILEIRAS?

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro apresentou significativo desenvolvimento no período de 2004 a 2007 principalmente em virtude de um maior volume de Ofertas Públicas Iniciais (IPOs – *Initial Public Offerings*) de empresas na BM&FBOVESPA e pelo aumento do volume de investidores individuais na bolsa. Neste período, o número de empresas que abriram capital no Brasil foi equivalente a 106 e o valor emitido em moeda corrente na BM&FBOVESPA foi de aproximadamente R\$ 81,3 bilhões (Sonoda, 2008). Em contrapartida, Souza et al. (2013), a partir do site da BM&FBOVESPA, confirmam um movimento de saída voluntária de 201 companhias do mercado de capitais brasileiro no período de 2000 a 2012. Adicionalmente, em levantamento feito em 2016 na base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), constatou-se que de 2004 a 2015 a quantidade de IPOs na bolsa foi equivalente a 96 registros de abertura e 256 fechamentos de capital de empresas.

Nesse sentido, estudos sobre fechamento de capital são importantes para investidores, organizações, mercado acionário e reguladores do mercado, visto que a deslistagem de uma empresa é o processo de fechamento de capital, no qual a companhia se retira do mercado de ações quando os benefícios da listagem são inferiores aos seus custos (Eid Júnior & Horng, 2005). Sendo que, alguns fatores, como por exemplo a adesão às práticas de Governança Corporativa, podem ser determinantes para a decisão de deslistagem das empresas da BM&FBOVESPA (Eid Júnior & Horng, 2005; Chaplinsky & Ramchand, 2012; Bortolon & Silva Júnior, 2015a; Saito & Padilha, 2015).

Assim, as regras estabelecidas pela Governança Corporativa (GC), especialmente as relativas à transparência das informações contábeis são essenciais para a valorização da empresa frente ao mercado acionário e quanto à visibilidade da firma perante potenciais investidores (Dedonatto & Beuren, 2010), o que favorece a captação de recursos a um custo menor (Dedonatto & Beuren, 2010; Castro Júnior, Conceição, & Santos, 2011). Contudo, a ausência de mecanismos de GC pode ser uma das causas para o retrocesso do mercado acionário, interferindo ainda, de forma negativa no processo de evolução da economia nacional (Srouf, 2005).

Dessa forma, uma estrutura alicerçada na transparência das informações contribui para a segurança dos investidores, redução dos riscos do negócio e menores custos (Santos, Schmidt, & Gomes, 2006). Além disso, a transparência das informações contábeis favorece a redução da corrupção e sonegação de impostos, permitindo assim, o desenvolvimento da nação, haja vista que a boa reputação do país atrai investidores estrangeiros e melhora a competitividade perante o mercado internacional (Santos, Schmidt, & Gomes, 2006).

Sob o mesmo ponto de vista, a transparência pode auxiliar na confiabilidade e transparência dos ganhos reportados pelas empresas, ou seja, na redução do chamado “Gerenciamento de Resultados” (Al-Fayoumi, Abuzayed, & Alexander, 2010). Dentre as definições de Gerenciamento de Resultados (*Earnings Management* – EM) destacam-se: (a) uma intervenção intencional nas demonstrações financeiras divulgadas, com a finalidade de obter algum ganho particular (Schipper, 1989); (b) uma extensão na qual a distribuição dos lucros reportados pela firma falha em prover informações sobre a distribuição verdadeira dos lucros (Fernandes & Ferreira, 2007).

Diante disso, os gestores podem manipular as informações contábeis visando o alcance dos seus interesses, omitindo aos acionistas e demais interessados a real situação vivenciada pela empresa, o que pode levá-la a manipular seus resultados, distorcendo sua performance na busca por iludir os usuários da informação contábil (Healy & Wahlen, 1999). Com isso,

depreende-se que quanto maior o nível de gerenciamento de resultados da firma, menor será a transparência das informações contábeis publicadas pela mesma. Como a transparência das informações nos relatórios contábeis é um dos mecanismos de GC, o presente estudo busca relacionar a deslistagem das companhias com este mecanismo específico da GC.

Nessa perspectiva, Santos (2010) investigou a relação existente entre gerenciamento de resultados e deslistagem no período de 1999 a 2009, evidenciando que as empresas brasileiras investigadas manipularam seus ganhos aproximadamente dois anos antes de seu fechamento. A autora também encontrou indícios de que a Lei nº 10.303/01 tenha alterado o comportamento de manipulação contábil das empresas e de que houve um aumento de manipulação após a sua vigência.

Neste contexto, este estudo teve como objetivo contribuir com a literatura verificando os aspectos que interferem na decisão de deslistagem da bolsa de valores, levando-se em consideração o mecanismo de transparência das informações contábeis, mensurado pelo Gerenciamento de Resultados (*Earnings Management - EM*). Este mecanismo foi selecionado por representar segundo Correia (2008), a dimensão de maior destaque no Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQG) no Brasil, proposto pela autora em seu estudo e equivalente a 39% do seu índice total. Ademais, segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lopes e Walker (2008) e Santos (2010), percebe-se no Brasil e no exterior uma carência de estudos que relacionem essas duas temáticas – Deslistagem e Gerenciamento de Resultados – que tem se mostrando essenciais no processo de evolução do mercado acionário dos países.

Com isso, o presente trabalho se mostra relevante por explorar os fatores intrínsecos à deslistagem de empresas, que é um assunto que necessita ainda ser mais explanado pela literatura (Eid Júnior & Horng, 2005). Além disso, os frutos da pesquisa podem ser úteis para os órgãos de desenvolvimento econômico ao fornecer informações essenciais que colaboram com as políticas de evolução e proteção do mercado de capitais (Eid Júnior & Horng, 2005; Costa & Wood Jr, 2012).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Deslistagem Voluntária, Transparência e a prática de *Earnings Management*

O maior nível de divulgação das informações contábeis influi na efetividade e no progresso do mercado de capitais, reduzindo possivelmente o custo de capital e ampliando a liquidez das ações (Villar, 2016). Contudo, as firmas apresentam certo receio em maximizar a divulgação de informações, haja vista que esta decisão pode impactar de forma negativa nos resultados da organização, uma vez que a concorrência pode se beneficiar destas informações. Além disso, há a questão da relação custo *versus* benefício envolvida na decisão de divulgação e a falta de entendimento dos investidores quanto a real necessidade da transparência das informações (Dantas et al., 2008).

A qualidade da informação contábil fica comprometida pelo gerenciamento de resultados, podendo ocasionar apropriações de riqueza infundadas, além de graves impactos no mercado de capitais (Martinez, 2008). O Gerenciamento de Resultados (EM na sigla em inglês) é uma estratégia utilizada por alguns gestores em prol da obtenção de resultados que se enquadrem nas suas expectativas e que acabam comprometendo a qualidade informacional por distorcer o real cenário vivenciado pela firma (Martinez, 2008). Com o objetivo de interferir no lucro da empresa, os administradores maximizam ou até mesmo minoram os *accruals*, que são os componentes contábeis que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades. Com isto, os *accruals* discricionários representam uma *proxy* para o gerenciamento de resultados contábeis (Martinez, 2008).

Martinez (2013) aponta que o procedimento de manipulação dos resultados contábeis é algo delicado, visto que tais resultados refletem o desempenho da organização que, por sua vez, constituem-se em informação empregada para fins diversos pelos *stakeholders*. Nesse sentido, a manipulação discricionária das informações contábeis faz com que o real desempenho econômico subjacente da empresa esteja disponível somente para os *insiders*, conduzindo à assimetria informacional entre estes e os *outsiders* (An, Li, & Yu, 2016).

Quanto à credibilidade dos investidores e demais participantes do mercado de capitais em relação aos relatórios contábeis divulgados pelas companhias, Burgstahler e Dichev (1997), afirmaram que as empresas optam por não reportarem os prejuízos, mesmo que ínfimos, pois ao divulgarem este resultado negativo transmitem ao mercado de capitais uma imagem desfavorável, ocasionando redução do interesse de potenciais investidores em alocar recursos em tais firmas. Sendo assim, preferem gerenciar o resultado de modo que se apresente lucro fictício ao invés das reais perdas financeiras. Ademais, nesse contexto houve um abalo observado na confiança dos mesmos pelos escândalos corporativos e fraudes contábeis divulgados na mídia, dentre eles os casos das empresas Enron, WorldCom e Parmalat. Tais escândalos evidenciaram uma administração gerencial voltada para o favorecimento do valor das ações em detrimento da renda e estabilidade das empresas no longo prazo (Dantas et al., 2008).

Quanto à decisão de deslistagem pela firma, os custos diretamente pertinentes à divulgação de informações, gerenciamento de uma área de relacionamento com investidores, auditoria, ou mesmo os indiretos relativos ao aumento do comprometimento dos gestores, têm sido analisados de forma mais criteriosa para a efetivação da decisão de manter o capital aberto ou fechado (Saito & Padilha, 2015). Pagano e Röell (1998) destacam que as práticas mais eficazes de divulgação das informações minimizam os custos de agência e de monitoramento, uma vez que o maior nível de informação diminui os custos da aquisição de informações pelos acionistas. Leuz, Tirantis e Wang (2008), observaram que o menor *disclosure* da firma foi associado ao uso dos benefícios privados de controle por majoritários, devido as restritas oportunidades de crescimento e estrutura de GC fragilizada.

No que tange aos determinantes da deslistagem voluntária no Brasil, ou seja, o fechamento de capital sem a interferência dos órgãos reguladores, Eid Júnior e Horng (2005) utilizaram como *proxies* para o mecanismo de transparência das informações as variáveis Níveis de Governança Corporativa, *tag-along* e empresas com registro de ADRs para verificar sua relação com a deslistagem. Estes autores encontraram dentre os resultados, que as firmas deslistadas voluntariamente apresentaram menor nível de transparência do que as empresas que permaneceram listadas. Bortolon e Silva Júnior (2015b) identificaram que o fechamento de capital de companhias listadas na BM&FBOVESPA é determinado por: (a) maior concentração da propriedade e do controle; (b) menor *free-float*; (c) menor liquidez das ações; (d) maior disponibilidade de caixa; e (e) maior tamanho. Segundo esses autores, quando o acionista controlador é uma companhia de capital aberto, o fator mais importante para a deslistagem é a disponibilidade de caixa. Por sua vez, quando o acionista controlador é uma firma de capital fechado, o fator mais importante para o fechamento de capital é a liquidez.

No Reino Unido, Weir, Laing e Wright (2002) constataram que as empresas que apresentam maior probabilidade de fechar o capital possuem as características: o CEO (*Chief Executive Officer*) possui elevado posicionamento acionário; o CEO e o presidente do Conselho são a mesma pessoa; e há maior participação dos investidores institucionais. Nos Estados Unidos, Fama e French (2004) constataram que a baixa lucratividade e o alto crescimento impactaram no aumento da probabilidade de fechamento de capital nas bolsas de NYSE, AMEX e NASDAQ. Ainda nos Estados Unidos, Bharath e Dittmar (2010) identificaram que as firmas com maior probabilidade de fechar o capital têm menos cobertura de analistas, menos

participações institucionais, maior concentração da propriedade e mais propriedade de fundos de investimento no momento do IPO em comparação com firmas que permaneceram listadas.

Focando deslistagem e gerenciamento de resultados no Brasil, Santos (2010) evidenciou que as empresas que apresentavam maior participação acionária de controladores e maior acesso a informações pelos *insiders*, em relação aos demais acionistas, favoreceram a oportunidade de gerenciamento de resultados, possibilitando maior probabilidade de fechamento de capital. Essa autora também encontrou que as empresas gerenciavam seus resultados dois anos antes da ocorrência de deslistagem e que havia divergência entre os tipos de fechamento de capital quanto ao tipo de manipulação contábil. Em suma, a autora constatou diferença de direção de manipulação para os tipos de fechamento: empresas cujos fechamentos ocorreram através de OPA, assim como as que sofreram aquisição por suas controladoras, tenderiam a manipular seus ganhos para baixo, enquanto que as demais aquisições se caracterizariam por terem seus resultados adulterados para cima. Portanto, neste contexto, o gerenciamento de resultados estaria relacionado a menor transparência das informações publicadas, uma vez que este gerenciamento implicaria em manipulação e distorção de dados contábeis, em prejuízo da real informação apurada.

Sob ótica similar, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) constataram que os gestores e os acionistas majoritários de empresas negociadas em mercados que priorizavam a elevada transparência e proteção aos acionistas minoritários manipulavam menos as informações de lucros publicadas, fornecendo assim, informações com maior nível de qualidade aos investidores. Estes autores propuseram em seu estudo quatro métricas de gerenciamento, das quais duas se relacionavam à suavização de resultados e duas mediam a discricionariedade sobre os lucros. Kolozsvári e Macedo (2016) abordaram duas métricas de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) relativas a suavização de resultados e observaram que a presença da suavização reduziu a persistência dos lucros reportados, diminuindo a qualidade da informação contábil.

Tendo como base a argumentação teórica desenvolvida sobre deslistagem voluntária, transparência e gerenciamento de resultados, sugere-se a hipótese de pesquisa:

H1: Há uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e deslistagem, isto é, empresas que gerenciam mais seus resultados, conseqüentemente, possuem menor transparência das informações e apresentam maior probabilidade de fechar seu capital.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Amostra e descrição das variáveis

Este estudo pode ser classificado como descritivo e quantitativo. A amostra da pesquisa abrangeu todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA durante o período de 2004 a 2015, sendo a sub-amostra relativa as empresas deslistadas voluntariamente o foco deste estudo, que totalizaram 112 empresas no período. Nesta ocasião, foram estudadas apenas as empresas que se deslistaram voluntariamente por meio de Oferta Pública de Aquisição (OPA) formalizada pela Instrução CVM nº 361/2002 (Bortolon; Silva Junior, 2015a).

Em consonância com os estudos de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Santos (2010) e Kolozsvári e Macedo (2016) foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: disponibilidade de caixa, níveis de Governança Corporativa, tamanho da empresa, alavancagem, volume de negócios, oportunidade de crescimento, rentabilidade (ROA), concentração acionária e crise, e, as variáveis de interesse foram: a deslistagem voluntária e o Gerenciamento de Resultados, conforme Tabela 1:

Tabela 1 - Variáveis utilizadas para teste da hipótese H1

Variáveis	Tipo de Variável	Forma de Mensuração	Fonte
Deslistagem Voluntária	VD	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente da BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.	CVM BM&FBO
Gerenciamento de Resultados	VI	(<i>Earnings Management</i> - EM) assumem quatro dimensões: EM1, EM2, EM3 e EM. EM1 é razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida da companhia e o desvio padrão de seu fluxo de caixa operacional. EM2 é a correlação entre as alterações nos <i>accruals</i> (componentes contábeis) e no fluxo de caixa das operações. EM3 é a magnitude dos <i>accruals</i> (componentes contábeis), representada pela razão entre o valor absoluto dos <i>accruals</i> e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional. EM é o <i>score</i> de gerenciamento de lucros agregado calculado como a média aritmética dos <i>scores</i> gerados pelas três medidas individuais.	CVM BM&FBO
Disponibilidade de Caixa	VC	Disponibilidade de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total.	Economia
Níveis de Governança Corporativa	VC	Variável <i>dummy</i> com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.	BM&FBO
Tamanho da empresa	VC	Logaritmo do total dos ativos	Economia
Alavancagem	VC	Quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido.	Economia

Volume de Negócios	VC	$100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$ <p>p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n = número negócios com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.</p>	Econom
Oportunidade de Crescimento	VC	Quociente entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.	Econom
Rentabilidade (ROA)	VC	Razão entre lucro líquido e total de ativos.	Econom
Concentração Acionária	VC	Percentual do direito de voto dos três acionistas majoritários, ou seja, o percentual de ações ordinárias dos três maiores acionistas em relação ao capital total.	Econom
Crise	VC	Variável <i>dummy</i> , assumindo valor 1 para os anos evidenciados pela crise e valor 0 para os demais anos.	IBG

Notas - VD: Variável dependente; VI: Variável Independente; VC: Variável de Controle

Fonte: Elaborado pelas autoras (2017)

As variáveis de gerenciamento de resultados (*Earnings Management* - EM) assumem quatro dimensões: EM1, EM2, EM3 e EM. EM1 é a suavização dos lucros operacionais (*earnings smoothing*), representada pela razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida da companhia e o desvio padrão de seu fluxo de caixa operacional. EM2 é a correlação entre as alterações nos *accruals* (componentes contábeis) e no fluxo de caixa das operações. EM3 é a magnitude dos *accruals*, representada pela razão entre o valor absoluto dos *accruals* e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional. EM é o *score* de gerenciamento de lucros agregado calculado como a média aritmética dos *scores* gerados pelas três medidas individuais. No presente estudo, as quatro variáveis de *Earnings Management* foram testadas. Após diversas simulações, optou-se por apresentar apenas os resultados da variável EM – média aritmética dos *scores* gerados pelas três medidas individuais, que incorpora os conceitos das demais variáveis.

Quanto à suavização do lucro relacionada à governança corporativa, com foco nos segmentos da BM&FBOVESPA Lyra e Moreira (2011) constataram que há menor proporção de suavização nas empresas do segmento de maior governança. Porém, Santos (2010) verificou que os requisitos adicionais de listagem não diminuíram tal suavização. Já Lopes e Walker (2008) analisaram a transparência dos relatórios contábeis no Brasil, sob a perspectiva da firma, no período de 1998 a 2004. Constataram que os níveis mais exigentes de governança e a decisão de emitir ADRs estão negativamente relacionados à manipulação dos relatórios contábeis em empresas de um mesmo ambiente organizacional.

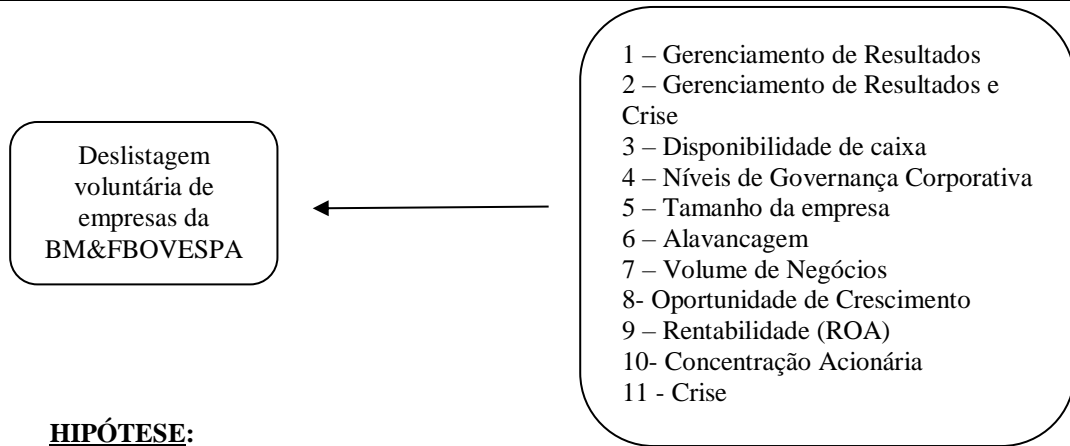
Quanto à suavização do lucro relacionada ao tamanho da empresa, Michelson, Jordan-Wagner e Wootton (2000) ao analisarem o mercado americano, encontraram que firmas maiores tendem a suavizar mais seus resultados. Contudo, para o mercado brasileiro, Martinez e Castro (2011) identificaram a suavização relacionada a empresas de menor tamanho. Porém, Santos (2010) notou no mercado nacional maior proporção de suavização nas empresas maiores, diferentemente do observado por Martinez e Castro (2011).

Sobre as demais variáveis de controle, espera-se que as firmas com menor alavancagem (nível de endividamento) apresentem maior probabilidade de deslistagem devido ao potencial para aumentar a alavancagem e benefícios fiscais, se a companhia é rentável (Pour & Lasfer, 2013). Para a variável volume de negócios, espera-se que a liquidez de títulos afete negativamente a probabilidade de deslistagem. Para a variável oportunidade de crescimento, a relação esperada com a deslistagem seria negativa, haja vista que o nível de crescimento menor indicaria menor necessidade de utilizar o mercado de capitais como fonte de recursos, ocorrendo assim a deslistagem (Bortolon & Silva Júnior, 2015a; Saito & Padilha, 2015). Sobre a variável rentabilidade (ROA), segundo Pour e Lasfer (2013), as empresas deslistadas voluntariamente não estavam mais aptas de levantar capital próprio e apresentavam baixa rentabilidade com retornos negativos. Sobre a variável concentração acionária, Leuz, Nanda, Wysocki (2003) apontam relação positiva com gerenciamento de resultados, uma vez que o monitoramento é menor quanto maior a concentração. Por fim, a relação esperada entre crise e a deslistagem seria negativa, haja vista que nos períodos de instabilidade econômica as restrições de crédito impostas pela conjuntura vivenciada pelas empresas seria uma justificativa para a permanência das mesmas no mercado de capitais, uma vez que esta seria uma forma de captação de recursos (Santos, 2016).

3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas

A Figura 1 e a Equação 1 a seguir demonstram o modelo hipotético e conceitual que permitiu analisar a hipótese H1 entre as características das empresas e a deslistagem voluntária da BM&FBOVESPA.

Figura 1: Modelo hipotético e conceitual para teste da hipótese H1



HIPÓTESE:

H1: Há uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e deslistagem, isto é, empresas que gerenciam mais seus resultados, apresentam maior probabilidade de fechar seu capital.

Fonte: Elaborado pelas autoras (2017)

Equação 1:

$$Desl.Vol_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 EM_CR_{it} + \beta_3 Caixa_{it} + \beta_4 NGC_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \beta_7 Vol_{it} + \beta_8 Cresc_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} Conc_{it} + \beta_{11} Crise_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

Desl.Vol._{it} = Variável *dummy* que assume valor 1 para as empresas que se deslistaram voluntariamente e 0 para as demais.

β = Coeficiente ou parâmetro regressor de cada variável.

EM_{it} = Média aritmética dos *scores* gerados pelas três medidas individuais de gerenciamento de resultados propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

EM_CR_{it} = Interação entre as variáveis gerenciamento de resultados e crise.

Caixa_{it} = Disponibilidade de caixa, investimentos e títulos de curto prazo divididos pelo ativo total.

NGC_{it} = Variável *dummy* com valor 1 para classificar as empresas entre os níveis de adesão (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) definidos pela BM&FBOVESPA e valor 0 para as demais.

Tam_{it} = Logaritmo do total dos ativos.

Alav_{it} = Quociente entre exigíveis totais e patrimônio líquido.

$$Vol_{it} = 100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$$

Cresc_{it} = Quociente entre o valor de mercado e o patrimônio líquido.

ROA_{it} = Razão entre lucro líquido e total de ativos.

Conc_{it} = Percentual do direito de voto dos 3 acionistas majoritários, ou seja, o percentual de ações ordinárias em relação ao capital total.

$Crise_{it}$ = Variável *dummy*, assumindo valor 1 para os anos de crise e valor 0 para as demais.
 ε_{it} = Resíduo do modelo para a deslistagem voluntária da empresa i no período t .

Com o objetivo de analisar se o gerenciamento de resultados afeta a decisão de fechamento de capital foram empregados dados em painel com modelo *logit*. O teste para escolha do modelo mais adequado (*logit, probit ou pooled/ OLS*) levou em consideração o resultado do maior Qui², que nesta ocasião indicou o modelo de regressão logística.

O teste T foi utilizado para verificar a significância das médias entre os dois grupos de observações (empresas listadas e deslistadas). O teste para multicolinearidade apresentou VIF médio de 1,60 apontando ausência de multicolinearidade. O Teste de Woodridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,15 apontando ausência de autocorrelação. Já o teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 indicando problema de heterocedasticidade que foi corrigido com a execução de regressão com o comando *robust*.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas que comparam as firmas que fizeram deslistagem voluntária e as firmas que não se deslistaram no período: resumo das variáveis, observações, média, mínimo, máximo e resultado do teste T para as médias das variáveis nos grupos de observações.

Tabela 2 - Comparação das estatísticas descritivas em relação à deslistagem voluntária da hipótese H1

Variável	Não deslistaram				Deslistagem voluntária				Estatística T
	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	Nº de Obs.	Média	Mínimo	Máximo	
EM	4958	0.1429	-0.1304	0.6600	91	0.1535	-0.1304	0.6600	-0.4107
CAIXA	4672	0.0908	0.0020	0.2895	10	0.1031	0.0121	0.2300	-0.4130
NGC	6793	0.2236	0.0000	1.0000	119	0.1176	0.0000	1.0000	2.7595 ***
TAM	4680	20.8516	17.1828	23.6677	10	22.3481	17.1828	23.6677	-2.3376 **
ALAV	4682	123.6084	-116.3200	418.8700	10	142.4530	-100.0600	418.8700	-0.3934
VOL	6793	0.0136	0.0000	0.0968	119	0.0091	0.0000	0.0968	1.5686
CRESC	3341	1.6359	-0.0188	4.3333	7	2.4024	0.2603	4.3333	-1.4967
ROA	4649	-0.0012	-0.2727	0.1308	10	0.0010	-0.2727	0.1308	-0.0612
CONC	3888	76.8098	32.0300	100.0000	66	91.7842	41.8800	100.0000	-5.5919 ***
CRISE	6793	0.4166	0.0000	1.0000	119	0.4202	0.0000	1.0000	-0.0781

Notas: Níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01.

Em resumo, a estatística descritiva das variáveis em questão demonstrou que quando se comparam empresas que fizeram deslistagem voluntária com as empresas que se mantiveram listadas no período, apenas as variáveis relativas aos níveis de GC, tamanho da empresa e concentração acionária apresentaram diferença de médias entre os dois grupos analisados (listadas e deslistadas). Diante disto, evidenciou-se que a adesão aos níveis de GC da bolsa predominou no grupo de empresas que permaneceram listadas. Com relação ao tamanho, notou-se que as empresas maiores apresentaram maior probabilidade de deslistagem. Já a variável concentração acionária evidenciou que o grupo de empresas deslistadas apresentou maior concentração de direito de voto em poder dos três maiores acionistas.

No que diz respeito aos resultados da associação entre gerenciamento de resultados (EM) e deslistagem voluntária, a Tabela 3 apresenta as regressões *logit* implementadas nesta

investigação. Ressalta-se que foram realizadas regressões com todas as variáveis de EM (EM1, EM2, EM3 e EM – média), mas foi apresentada apenas a regressão que apresentou melhor ajuste, contendo a variável EM.

Tabela 3 – Análise da associação entre gerenciamento de resultados e deslistagem voluntária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Variáveis independentes		DVOL
Gerenciamento de Resultados	EM	1,3744 ** (2,24)
Gerenciamento e Crise	EM_CR	-0,7201 (-0,62)
Disponibilidade de Caixa	CAIXA	3,7094 ** (2,40)
Níveis de Governança Corporativa	NGC	-0,7037 ** (-1,99)
Tamanho da empresa	TAM	0,2047 * (1,78)
Alavancagem	ALAV	-0,0013 (-1,02)
Volume de negócios	VOL	5,0448 (0,96)
Oportunidades de Crescimento	CRESC	0,1630 (1,28)
Rentabilidade (ROA)	ROA	-2,0446 (-1,22)
Concentração Acionária	CONC	0,0201 ** (2,09)
Crise	CRISE	-0,1024 (-0,28)
Constante		-10,3610 *** (-4,29)
Qui ²		25,44

Notas: Quantidade de observações = 2.705. Níveis de significância: * p<0,1; ** p<0,05; *** p<0,01. Estatísticas t em parênteses. Teste para multicolinearidade apresentou VIF médio de 1,60 apontando ausência de multicolinearidade. Teste de Woodridge para autocorrelação apresentou p-valor de 0,15 apontando ausência de autocorrelação. Teste de Wald para heterocedasticidade apresentou p-valor de 0,00 apontando problema de heterocedasticidade.

Tabela 4: Comparativo dos sinais esperados e resultados encontrados da hipótese H1

Variáveis	Sinal esperado	Resultado obtido	Significância
EM	+	+	**
EM_CR	+	-	-
CAIXA	+	+	**
NGC	-	-	**
TAM	+	+	*
ALAV	-	-	-
VOL	-	+	-
CRESC	-	+	-
ROA	-	-	-
CONC	+	+	**
CRISE	-	-	-

Notas: Níveis de significância: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$; - sem significância.

Fonte: Elaborado pelas autoras (2017).

Ao se analisar os resultados da regressão *logit* com dados em painel percebeu-se que a variável de interesse “Gerenciamento de Resultados” apresentou relação positiva com a deslistagem voluntária, ao nível de significância de 5%. Desta forma, pode-se afirmar que as empresas que se deslistaram da bolsa gerenciavam mais os seus resultados do que as empresas que se mantiveram listadas neste período. Portanto, a pesquisa corroborou com o estudo de Santos (2010), o qual apurou que as empresas manipulavam seus resultados dois anos antes da ocorrência de deslistagem.

A variável caixa apresentou relação positiva com a deslistagem voluntária e significância estatística ao nível de 5%. Isto significa que quanto maior a disponibilidade de caixa maior a probabilidade de deslistagem das firmas da amostra. Uma explicação para este resultado seria o fato de que as empresas que possuem disponibilidades de caixa acessíveis, não necessitariam de capital de terceiros e, portanto considerariam mais vantajoso o fechamento de capital, uma vez que as mesmas não estariam sujeitas aos custos oriundos da listagem na bolsa. Sendo assim, este resultado corresponde aos achados de Bortolon e Silva Júnior (2015a); Saito e Padilha (2015).

A variável Níveis de Governança Corporativa apresentou relação negativa com a deslistagem, e significância estatística ao nível de 5%. Ou seja, as empresas pertencentes aos níveis de GC possuem menor chance de se deslistarem do mercado de capitais. Lopes e Walker (2008) constataram que os níveis mais exigentes de governança e a decisão de emitir ADRs estão negativamente relacionados à manipulação dos relatórios contábeis em empresas de um mesmo ambiente organizacional.

A variável tamanho da firma apresentou relação positiva com a deslistagem, com significância estatística ao nível de 10%. Isto demonstra que quanto maior for a organização, maior a probabilidade de fechar seu capital. Michelson, Jordan-Wagner e Wootton (2000) ao analisarem o mercado americano, encontraram que firmas maiores tendem a suavizar mais seus resultados. Desta forma, supõe-se que as empresas maiores ao gerenciar seus resultados apresentam uma tendência ao fechamento de capital.

A variável concentração acionária apresentou relação positiva com a deslistagem, com nível de significância de 5%. Ou seja, quanto maior a concentração acionária maior a

probabilidade de deslistagem. Segundo Leuz, Nanda, Wysocki (2003) o monitoramento é menor quanto maior a concentração.

Por fim, as variáveis de interação entre gerenciamento e crise, alavancagem, ROA e crise tratada isoladamente apresentaram relação negativa com a variável dependente, porém sem significância estatística. Já as variáveis volume de negócios e oportunidade de crescimento apresentaram relação positiva com deslistagem voluntária, entretanto também sem significância estatística.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi analisar a relação entre gerenciamento de resultados e deslistagem voluntária de empresas da bolsa de valores no Brasil. Para tanto, realizou-se análise de regressão *logit* com dados em painel para todas as organizações que negociaram seus títulos na BM&FBOVESPA no período compreendido entre os anos de 2004 a 2015, em que se verificou 243 deslistagens da bolsa, sendo 112 voluntárias. Para definir a variável de Gerenciamento de Resultados (EM) foram utilizados principalmente os estudos de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Kolozsvari e Macedo (2016).

Na descrição das variáveis, ao se comparar empresas que permanecem listadas com empresas que fizeram deslistagem voluntária no período de análise, foi constatado que: (1) a adesão aos níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa predominou no grupo de empresas que permaneceram listadas; (2) empresas maiores apresentaram maior probabilidade de deslistagem; (3) o grupo de empresas deslistadas apresentou maior concentração acionária que o grupo de empresas listadas.

Os resultados apontam que: (a) há relação positiva entre a variável de gerenciamento de resultados (EM) e a deslistagem voluntária, evidenciando que a prática de gerenciamento de resultados pode ocasionar maior probabilidade de deslistagem de empresas (Santos, 2010); (b) quanto maior a disponibilidade de caixa maior a probabilidade de deslistagem (Bortolon & Silva Júnior, 2015a; Saito & Padilha, 2015); (c) quanto maior é a empresa, maiores são as chances de deslistagem (Chaplinsky & Ramchand, 2012); (d) quanto maior o nível de concentração acionária maior a probabilidade de deslistagem, provavelmente porque quanto maior a concentração menor é o monitoramento (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003); (e) empresas pertencentes aos níveis de GC possuem menor chance de se deslistarem da bolsa de valores, haja vista que tendem a permanecer listadas devido à melhor visibilidade perante o mercado acionário (Eid Júnior & Hornig, 2005), o que sugere a relevância da Governança Corporativa para o mercado de capitais brasileiro.

Finalmente, a inclusão da variável concentração acionária proporcionou a esta pesquisa avançar em relação às demais ao adicionar mais um mecanismo de GC para análise – a estrutura de propriedade e de controle das firmas – e ao encontrar resultados significativos para esta variável de controle. Assim, o presente estudo contribui para a identificação dos principais fatores responsáveis pelo fechamento de capital no país. Dentre estes, a análise da prática de gerenciamento de resultados no Brasil é relevante, por ser um país com particularidades que favorecem tal gerenciamento (Lopes & Walker, 2008). O conhecimento acerca desta prática pode reduzir a deslistagem e favorecer a conscientização quanto a necessidade de se combater as fraudes contábeis que na atual conjuntura tem trazido várias consequências desastrosas tanto na economia do país quanto no quesito social. Como sugestões para pesquisas futuras podem ser apontadas a utilização de outras variáveis de controle, como por exemplo, a variável tipo de controle da empresa. Ademais, podem ser estudados outros mecanismos de Governança Corporativa, e/ou direcionar estudos para o setor financeiro e de fundos.

REFERÊNCIAS

- Al-Fayoumi, N., Abuzayed, B., & Alexander, D. (2010). Ownership structure and earnings management in emerging markets: The case of Jordan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 38(1), 28-47.
- An, Z.; Li, D.; Yu, J. (2016). Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. *Journal of Banking & Finance*, (1)68, 131-152.
- Bharath, S. T., & Dittmar, A. K. (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets?. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1771-1818.
- Bortolon, P. M. & Silva Junior, A. (2015a). Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa. *Brazilian Business Review, BBR Special Issues*, 97-124.
- Bortolon, P. M., & Silva Junior, A. (2015b). Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital de Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 140-153.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 99-126.
- Castro Júnior, F. H. F., Conceição, P. M., & Santos, D. A. (2011). A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não-financeiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 17(3), 617-635.
- Chaplinsky, S., & Ramchand, L. (2012). What drives delistings of foreign firms from US Exchanges?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(5), 1126-1148.
- Correia, L. F. (2008). *Um Índice de Governança para Empresas no Brasil*. (Tese de Doutorado). Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte - MG.
- Costa, A. P. P. D., & Wood Jr, T. (2012). Corporate frauds. *Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 464-472.
- Dantas, J. A., Zendersky, H. C., dos Santos, S. C., & Niyama, J. K. (2008). A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. *Economia & Gestão*, 5(11), 56-76.
- Dedonatto, O., & Beuren, I. M. (2010). Análise dos impactos para a contabilidade no processo de implantação da governança corporativa em uma empresa. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 2(3), 23-38.
- Eid Junior, W., & Horng, W. J. (2005). *A saída: uma análise da delistagem na BOVESPA*. Recuperado de: <http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/file/A%20Saida%20-%20Uma%20analise%20da%20deslistagem%20na%20Bovespa.pdf>.

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46.

Fernandes, N., & Ferreira, M. A. (2007). The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. [Working paper], Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais, Lisboa. Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965636.

Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Freitas, K. S. (2011). Retenção de caixa, desempenho operacional e valor: um estudo no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 20-33.

Fresard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of finance*, 65(3), 1097-1122.

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.

Iquiapaza, R. A., Lamounier, W. M., & Amaral, H. F. (2008). Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 1001-1014.

Kolozsvari, A. C., & da Silva Macedo, M. A. (2016). Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 306-319.

Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527.

Leuz, C., Triantis, A., & Wang, T. Y. (2008). Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 181-208.

Broedel Lopes, A., & Walker, M. (2008). Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. [Working Paper], Universidade de São Paulo and Manchester Business School. Recuperado de: <http://ssrn.com/abstract=1095781>.

Lyra, I. X. M., & de Lacerda Moreira, R. (2011). Alisamento de resultados nas empresas listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 3(2), 78-93.

Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 19(46), 7-17.

Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de Resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review*, (10)4, 1-31.

Martinez, A. L., & Castro, M. A. R. (2011). The smoothing hypothesis, stock returns and risk in Brazil. *BAR-Brazilian Administration Review*, 8(1), 1-20.

Michelson, S. E., Jordan-Wagner, J., & Wootton, C. W. (2000). The relationship between the smoothing of reported income and risk-adjusted returns. *Journal of Economics and Finance*, 24(2), 141-159.

Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187-225.

Peixoto, F. M., Amaral, H. F., Correia, L. F. (2014a). Governança Corporativa e Risco: uma análise durante crises ocorridas na primeira década do século XXI. *Gestão & Regionalidade (Online)*, (30)90, 67-88.

Peixoto, F. M., Amaral, H. F., Correia, L. F., & Neves, J. C. C. Governança Corporativa e Crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. (2014b). *Revista de Ciências da Administração*, (16)39, 119-133.

Pour, E. K., & Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market?. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4850-4860.

Saito, R., & Padilha, M. T. C. (2015). Por que as empresas fecham o capital no Brasil? (Why do companies go private in Brazil?). *Revista Brasileira de Finanças*, 13(2), 200.

Santos, J. L., Schmidt, P., & Gomes, J. M. M. (2006). *Fundamentos de auditoria contábil*. São Paulo: Atlas.

Santos, I. T. (2010). *Gerenciamento de resultados em fechamento de capital*. (Dissertação de Mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo - SP). Recuperado de: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/sbe/EBE10/paper/viewPaper/2243>.

Santos, M. A. (2016). *Internacionalização de empresas e o fechamento do capital: um estudo sobre a deslistagem no mercado brasileiro*. (Dissertação de Mestrado, Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia - MG). Recuperado de <http://repositorio.ufu.br/handle/123456789/17638>.

Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.

Sonoda, F. (2008). *Análise da influência do private equity e venture capital no underpricing dos IPOS das empresas brasileiras no período de 2004 a 2007*. (Dissertação de Mestrado, Escola de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo - SP). Recuperado de: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2378>.

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

Srour, G. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 635-674.

Torres, D. P. (2009). *Fatores determinantes do alisamento de lucros: um estudo empírico na Bovespa (2007)*. (Dissertação de Mestrado, Faculdade de Administração, Universidade Salvador, Salvador - BA). Recuperado de: <http://tede.unifacs.br/tede/handle/tede/29>.

Torres, D., Bruni, A. L., Castro, M. A. R., & Martinez, A. L. (2010). Estrutura de propriedade e controle, governança corporativa e o alisamento de resultados no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, (7)13, 11-34.

Villar, I. D. J. (2016). *Disclosure: O impacto da divulgação de informações sobre as companhias abertas brasileiras*. (Monografia, Pós-graduação Lato Sensu em direito societário, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo). Recuperado de: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1472>.

Weir, C., Laing, D., & Wright, M. (2005). Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: An analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5-6), 909-943.