

**DETERMINANTES E CONSEQUÊNCIAS DO FECHAMENTO DE CAPITAL
NAS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS¹**

*DETERMINANTS AND CONSEQUENCES OF DELISTING
IN EARNINGS MANAGEMENT*

João Antônio Salvador de Souza²

Mestrando pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
joao.antonio.ss@hotmail.com

Wando Belffi da Costa

Mestrando pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
wandob@gmail.com

José Elias Feres de Almeida

Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
joseelias@ccje.ufes.br

Patrícia Maria Bortolon

Professora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal do Espírito Santo
p.m.bortolon@gmail.com

RESUMO

A literatura estrangeira que investiga os incentivos e determinantes do fechamento de capital das companhias abertas é fortemente concentrada no ambiente norte-americano, sendo no Brasil pouco investigados. Este artigo tem como objetivo analisar os efeitos do fechamento de capital nos incentivos às práticas de gerenciamento de resultados de empresas brasileiras, levando em consideração os motivos divulgados pelas empresas. A amostra do estudo é composta pelas companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA que fecharam seu capital no período entre 2000 e 2012, conforme motivos divulgados (processo de incorporação ou voluntário) em cada evento de fechamento no *website* da BM&FBOVESPA. Foram utilizadas duas métricas de gerenciamento de resultados para capturar diferenças de comportamento dos números contábeis, os *accruals* discricionários e a suavização de resultados, através dos modelos KS (1995) e Eckel (1981), respectivamente. Para aumentar a robustez dos resultados duas amostras de empresas foram usadas para controlar os efeitos do

¹ Artigo recebido em: 25/06/2013. Revisado por pares em: 16/07/2013. Recomendado para publicação em: 21/07/2013 por Orleans Silva Martins (Editor Geral). Publicado em: 23/07/2013. Organização responsável pelo periódico: UFPB.

² Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514, Campus Universitário, Goiabeiras, CEP: 29.075-910, Vitória/ES.

fechamento, chamadas de *matched samples*, a primeira composta por empresas comparáveis (empresas do mesmo setor e com tamanho do ativo total semelhante) e a segunda amostra utilizando todas as companhias abertas. As evidências indicam que o fechamento de capital, em geral, influencia as práticas de gerenciamento de resultados, entretanto, não de maneira diferente pelos motivos investigados (voluntário ou incorporação). Adicionalmente, existem evidências fracas de que tamanho da firma, endividamento e estrutura de propriedade influenciam o gerenciamento de resultados. Os resultados contribuem para orientar reguladores, analistas, profissionais de mercado e investidores no monitoramento das atividades das empresas e das escolhas contábeis dos executivos.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Suavização de Resultados. Fechamento de Capital. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

International literature which investigates the incentives and determinants of public companies delisting is consolidated and in most cases investigates the North American environment, as opposed to the Brazilian literature where this subject is poorly investigated. This paper aims to analyze the effects of the delisting on incentives for earnings management practices of Brazilian companies, taking into account the reasons disclosed by companies. The sample is composed by Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA which they delisted their stocks between 2000 and 2012, according to reasons disclosed (merger and acquisitions process or volunteer) in each delisting event disclosed on Bovespa's website. We used two metrics of earnings management to capture different incentives, discretionary accruals and income smoothing using models developed by KS (1995) and Eckel (1981), respectively. To increase the robustness of our results we developed two samples of firms that were used to control the effects of delisting, called matched samples, the first consisting of comparable companies (companies in the same industry and similar size of total assets) and the second sample using all public companies. Evidence indicates that, in general, delisting influence the practices of earnings management, however, not necessarily due to delisting reasons (voluntary or merger and acquisition process). However, there are weak evidence that firm size, debt and ownership structure influence earnings management. These results contribute to regulators, analysts, practitioners and investors in monitoring the activities of companies and the executives' accounting choices of executives.

Keywords: Earnings Management. Income Smoothing. Delisting. Capital Market.

1 INTRODUÇÃO

A contabilidade é amplamente utilizada pelo mercado financeiro e a qualidade dos padrões contábeis influencia os mecanismos de gestão e o controle dos acionistas, investidores, credores e reguladores no desempenho da empresa (LA PORTA *et al.*, 1998; LOPES; MARTINS, 2005). Além disso, a contabilidade é um dos meios para extrair os benefícios privados do controle e os padrões contábeis de alta qualidade reduzem a capacidade de expropriação dos acionistas minoritários por práticas de gerenciamento de resultados (BARTH *et al.*, 2008). A literatura apresenta evidências empíricas de que os números contábeis divulgados impactam os preços das ações, portanto, as escolhas contábeis podem aumentar ou diminuir a associação entre as informações contábeis e o valor das firmas (FIELDS; LYS; VINCENT, 2001).

A discricionariedade nas escolhas contábeis, desde que tomando por base o campo estrito da legalidade e dos princípios contábeis, é definida como "gerenciamento" de resultados. Em outras palavras, manipulação dos números contábeis para divulgar informações conforme o interesse dos

administradores para atingir metas ou extrair benefícios privados do controle. Mais especificamente, Martinez (2001) divide gerenciamento de resultados em três modalidades: *target earnings*, *income smoothing* e *big bath accounting*.

Dentre os momentos específicos analisados na literatura como motivadores às práticas de gerenciamento de resultados, o momento do fechamento de capital é compreendido como uma área de pesquisa. Dentro desse contexto, observa-se que algumas empresas abrem seu capital, porém essa abertura não é bem sucedida, assim chegam a um estágio que devem avaliar se permanecem ou não com seu capital aberto (MILITÃO, 2012). Nesse momento, escolhas contábeis com o intuito de atender a esse fim específico podem ocorrer nas seguintes perspectivas: (i) piorando os resultados da empresa ao longo do tempo para justificar o fechamento do capital (SANTOS; CARVALHO, 2010); (ii) distorcendo os números contábeis para extrair os benefícios privados do controle (ALMEIDA, 2010); e (iii) sinalizando diferentes propriedades da informação privada que é comunicada ao mercado pelas escolhas contábeis (FIELDS, LYS; VINCENT, 2001).

Na literatura internacional é possível observar estudos como os de Easterwood (1998), Li, Zhang e Zhou (2006) e Louis (2004) que relacionam práticas de gerenciamento de resultados com a iminência do fechamento de capital. Porém, na literatura nacional, a escassez de estudos relacionados ao tema deixa espaço para novas pesquisas, principalmente porque os incentivos podem ser diferentes daqueles de outros países.

Santos e Carvalho (2010) evidenciaram que ocorrem práticas de gerenciamento de resultado no fechamento de capital. Os autores demonstraram que a parcela manipulável do resultado contábil, os *accruals* discricionários, é utilizada para tal fim. Não obstante, até onde é de conhecimento dos autores, essa é a única pesquisa relacionada com o tema em âmbito nacional.

Nesse contexto, o presente artigo busca investigar a seguinte questão: o gerenciamento de resultados é afetado por interesses relacionados ao fechamento de capital das companhias? No momento do fechamento de capital podem ocorrer conflitos de interesses entre os gestores, controladores e os acionistas minoritários advindos de períodos pretéritos. Além disso, práticas de gerenciamento de resultados podem transmitir uma imagem distorcida dos números contábeis das empresas (FIELDS; LYS; VICENTE, 2001). Esse cenário dificulta o usuário da informação contábil a compreender se o fechamento de capital ocorreu por dificuldades operacionais e financeiras das empresas ou por prejuízos sucessivos e intencionais por consequência de escolhas contábeis ou decisões operacionais.

Neste estudo, além de analisar a presença da prática de gerenciamento de resultados, será investigado o incentivo da manipulação dos números contábeis dependendo da motivação para o cancelamento de registro de forma voluntária ou por incorporação. Tendo como base que os incentivos para fechar capital não advêm de um único período, uma vez que decisões são tomadas ao longo do tempo, o objetivo deste estudo é analisar o comportamento oportunístico dos gestores em períodos anteriores ao fechamento do capital da companhia no mercado de capitais brasileiro.

Para operacionalizar esta pesquisa, foi elaborada uma amostra composta pelas empresas que fecharam capital no período de 2000 a 2012. As comparações das empresas que fecharam capital são feitas com grupos de controle formados por (i) empresas semelhantes em setor de atuação e tamanho e (ii) empresas que permaneceram com capital aberto durante o período de análise. Assim, este trabalho analisou 197 companhias que fecharam o capital durante o período analisado. Foram selecionados duas métricas para capturar gerenciamento de resultados: (i) os *accruals* discricionários obti-

dos pelo modelo KS (KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995); e (ii) suavização de resultados, conforme o modelo de Eckel (1981), que permite classificar objetivamente as empresas em suavizadoras ou não suavizadoras de resultados.

De maneira geral, as evidências indicam diferenças no grau de gerenciamento de resultados no processo de fechamento de capital, conforme os procedimentos econométricos adotados, mas não foi possível identificar diferentes incentivos conforme a motivação do fechamento de capital. Adicionalmente, existem incentivos advindos do volume de *free-float*, bem como, fraca evidência no que tange tamanho da empresa, participação dos três maiores acionistas e endividamento. Essas evidências complementam os achados anteriores de Santos e Carvalho (2010).

O artigo foi estruturado da seguinte forma: na seção a seguir é apresentado a plataforma teórica dividida em gerenciamento de resultados, fechamento de capital e gerenciamento de resultados em fechamento de capital; na seção três, metodologia, onde tem-se a seleção da amostra e as definições dos procedimentos econométricos utilizados; na seção quatro, análises dos resultados; e, na seção cinco, as considerações finais.

2 PLATAFORMA TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Nesta seção é apresentado os conceitos de gerenciamento de resultados e seus incentivos, as motivações para fechamento de capital, bem como, seus determinantes e consequências econômicas.

2.1 Gerenciamento de Resultados

O vasto conjunto de critérios de mensuração e evidenciação contábeis permite que os gestores tenham alternativas válidas para apresentar às demonstrações financeiras conforme seus incentivos. Todavia, a discricionariedade nas escolhas contábeis, desde que tomando por base o campo estrito da legalidade e dos princípios contábeis, é identificada como gerenciamento de resultados (FIELDS, LYS; VINCENT, 2001). A literatura apresenta várias definições de gerenciamento de resultados, dentro delas destaca-se a definição proposta por Healy e Wahlen (1999, p. 6) de que,

[...] *earnings managements occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend reported accounting numbers.*

Esta definição delimita as práticas de gerenciamento de resultados no que tange a sua operacionalização, os seus incentivos e o resultado de tal prática. De maneira complementar, Scott (2012, p. 423) considera que *“earnings management is the choice by a manager of accounting policies, or real actions, affecting earnings so as to achieve some specific reported earnings objective”*.

As definições de gerenciamento de resultados citadas deixam claro duas vertentes, a de escolhas das políticas contábeis e a de decisões operacionais. A primeira vertente tem como base a parcela discricionária dos *accruals* frente às escolhas de políticas e estimativas contábeis, enquanto, a segunda vertente age diretamente no fluxo de caixa da firma (ALMEIDA, 2010).

Destaca-se, neste ponto, que os *accruals* citados são os componentes que causam alterações no resultado do período (lucro/prejuízo) sem a real movimentação de caixa em função do regime de competência. De acordo com Healy (1985), os *accruals* ramificam-se em elementos não discricionários e discricionários. Sendo que a primeira ramificação diz respeito aos lançamentos contábeis inerentes ao negócio da empresa e a segunda a parte manejável de forma artificial pelos gestores a fim

de manipular os resultados contábeis. Não obstante, os *accruals* podem ter contrapartida de seus lançamentos em contas do ativo ou passivo circulante e também em contas não circulantes.

As motivações para utilização da discricionariedade por parte dos gestores são sumarizadas por Healy e Wahlen (1999) como sendo: motivações envolvendo o mercado de capitais, motivações contratuais e motivações regulatórias.

Em seu estudo seminal, que desencadeou posteriores trabalhos na literatura brasileira, Martinez (2001) divide gerenciamento de resultado em três modalidades de acordo com as suas respectivas motivações, sendo assim temos: *target earnings*, que é a manipulação dos resultados contábeis com a finalidade de se melhorar ou piorar os mesmos; *income smoothing* ou suavização de resultados, que é a utilização de práticas contábeis visando diminuir a oscilação dos resultados contábeis e, por último, o *big bath accounting*, em que os gestores manipulam os resultados para baixar os lucros correntes para assim aumentá-los no futuro.

Observa-se na literatura que várias pesquisas vêm demonstrando a relevância do estudo em gerenciamento de resultados. Destacam-se os estudos desenvolvidos por Healy e Wahlen (1999), Dechow e Skinner (2000), Fields, Lys e Vincent (2001) e Verbruggen, Christaens e Milis (2008) que trouxeram amplo arcabouço conceitual e levantamento dos resultados empíricos dos estudos realizados em diversos países.

Não obstante, as práticas contábeis discricionárias adotadas pela gestão da empresa a fim de atender a uma das motivações do gerenciamento de resultados, é condizente com a Teoria da Agência, esta influenciada pelos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983), no qual estabelecem que os indivíduos atuam no intuito de maximizar suas próprias utilidades gerando assim conflitos de interesses entre acionistas e gestores causados pela assimetria informacional.

2.2 Fechamento de Capital

Para compreender os benefícios do fechamento do capital de uma empresa, primeiramente é preciso analisar as vantagens de se abrir o capital. Algumas vantagens para a organização de se ter as ações negociadas em bolsa, são dentre outros a redução do custo do capital, liquidez patrimonial, ganho de visibilidade (MILITÃO, 2012). A abertura de capital representa uma oportunidade para o empreendedor diversificar sua carteira de investimentos e conseqüentemente reduzir sua exposição ao risco do negócio (MERTON, 1995). Em contrapartida, as principais desvantagens da empresa em ter o capital aberto são: contratação de assessorias e auditoria e custos para manutenção do capital aberto (MONEZI, 2004).

Segundo Siqueira (2010), são três as principais causas para que uma empresa decida por fechar seu capital: custos, reestruturação societária e não necessidade de captação de recursos. O autor verificou que o custo de manter uma empresa com capital aberto tem um valor médio de US\$ 435 mil anuais, podendo chegar a US\$ 2 milhões anuais. A obrigação de publicação das demonstrações contábeis em jornais representa 30% dos custos. A reestruturação ocorre quando a empresa está passando por um período de turbulência, então decide fechar seu capital, como uma decisão estratégica, para que em outra oportunidade, caso seja oportuno, abri-lo novamente (MILITÃO, 2012). O último dos três motivos citados por Siqueira (2010) é quando a empresa está estável financeiramente, e não precisa mais de capital externo.

Um fator relevante no fechamento de capital é que cada país possui suas particularidades e legislações. A motivação do fechamento se dá em sua maioria de forma voluntária e por incorporação (EID JÚNIOR; HORNG, 2005). Nesse contexto, o Brasil possui regulamentações que visam à

proteção aos acionistas, principalmente os minoritários, que participam do mercado acionário brasileiro, dentre os quais podem se destacar mecanismos de defesa tais como o *tag along* e *free-float*. Não obstante, para as empresas fecharem seu capital elas devem se dispor a adquirir todas as suas ações em circulação no mercado. Este procedimento é previsto na legislação que determina que esta aquisição deva ser feita através de uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) (MILITÃO, 2012).

Internacionalmente, a literatura sobre o tema fechamento de capital pode ser vista em estudos como os de Sanger e Peterson (1990), que examinam o efeito do fechamento de capital no valor das empresas listadas nas bolsas de valores NYSE e ASE entre o período de 1962 a 1985. Os autores concluem que o valor das empresas é impactado negativamente pelo seu fechamento de capital, motivado principalmente pela baixa liquidez de uma empresa prestes ao fechamento de capital. Já Miller e Frankenthaler (2003) demonstram que o fechamento de capital pode ser visto como uma alternativa aos custos inerentes de se manter o capital aberto, principalmente, após a instituição de leis como a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) de 2002. Esta lei foi motivada nos Estados Unidos da América pelos escândalos contábil-financeiros, como o da Enron e da Wordcom (BURNETT, 2012).

No contexto brasileiro, poucas pesquisas tratam do tema fechamento de capital, dentro dessas destaca-se o estudo de Eid Júnior e Horng (2005), que analisaram o fechamento de capital no âmbito da BM&FBOVESPA à luz da influência de variáveis econômicas, financeiras e de gestão, entre o período de janeiro de 2000 a março de 2005. Os autores concluem em sua abordagem quantitativa que 3 (três) variáveis são determinantes para o fechamento de capital, sendo elas: crescimento das empresas, *free float* e a liquidez das ações medidas pelo número de negócios da empresa.

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses da Relação entre Gerenciamento de Resultados e Fechamento de Capital

Na literatura internacional é possível encontrar estudos como o de Louis (2004) que examina as práticas de gerenciamento de resultados no processo de fusão em empresas norte-americanas de capital aberto, compreendendo o período de janeiro de 1992 a dezembro de 2000. As evidências encontradas pelo autor fornecem uma explicação para o mau desempenho das empresas pós-fusão, demonstrando que as empresas adquirentes possuem *accruals* discricionários positivos no trimestre anterior ao anúncio da fusão.

Em perspectiva semelhante, Easterwood (1998) relaciona gerenciamento de resultados e fechamento de capital através do processo de aquisição. A autora lança a hipótese de que os gestores das empresas alvos de aquisição praticam gerenciamento de resultados com a finalidade de melhorar os resultados contábeis reportados à iminência de uma tentativa de aquisição. Para estimar os *accruals* discricionários, foram aplicados no estudo os modelos de Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e o DeAngelo (1985) em uma amostra que compreende 110 empresas listadas nas bolsas de valores AMEX e NYSE, que foram alvos de ofertas públicas entre o período de 1985 a 1989. As conclusões da pesquisa mostram que no trimestre subsequente a tentativa de aquisição não há indícios de práticas contábeis discricionárias, não obstante, este resultado pode ter base explicativa no fato de que as empresas alvo são surpreendidas pela proposta de compra de modo que os gestores não achem satisfatória a realização de práticas de gerenciamento de resultados.

Por outro lado, Li, Zhang e Zhou (2006) relacionam em seu estudo um elevado grau de gerenciamento de resultados das empresas que fizeram *IPO's* frente a um precoce fechamento de capital. O estudo valeu-se de um modelo *probit* adotado em uma amostra de empresas que lançaram

IPO's entre o período de 1980 a 1999 listadas nas bolsas de valores NYSE, AMEX e NASDAQ. Os autores encontraram evidências significativas de que um elevado grau de gerenciamento de resultados no momento de lançamento de *IPO* está positivamente relacionado com a probabilidade de fechamento de capital de forma voluntária. Esse fechamento se dá pelo fato de que as empresas com elevados grau de gerenciamento de resultados posteriormente terão falhas no seu desempenho, o que aumentaria a probabilidade de fechamento de capital das mesmas. No mesmo estudo é possível observar que um grau de gerenciamento de resultados mais “conservador” no processo de lançamento de *IPO* aumenta a probabilidade de essas empresas adotarem práticas societárias de fusão, incorporação ou aquisição.

Na literatura brasileira, até onde é do conhecimento dos autores, somente o estudo de Santos e Carvalho (2010) aborda a relação entre gerenciamento de resultados e fechamento de capital. O estudo investiga esta relação por meio da utilização de modelos econométricos executados a partir de diferentes estimadores (painel de efeito fixo, efeito aleatório e *pooled* - OLS), em 132 empresas antes listadas na BM&FBOVESPA que fecharam o capital no período de 1999 até o primeiro semestre de 2009. Os autores evidenciaram uma significativa associação entre fechamento de capital e gerenciamento de resultados.

Com base na literatura sobre os incentivos às práticas de gerenciamento de resultados e as motivações para fechamento de capital apresentadas na literatura internacional e nacional, três hipóteses foram levantadas. Assim, considerando a possibilidade de gerenciamento de resultados como prática oportuna em eventos específicos, no presente contexto, o fechamento de capital, a primeira hipótese deste estudo é:

H₁: Existem diferenças no grau de gerenciamento de resultados das empresas na iminência do fechamento de capital.

A primeira hipótese apresentada pretende demonstrar as diferenças das práticas discricionárias contábeis tanto das empresas na iminência do fechamento de capital como nas demais empresas listadas na BM&FBOVESPA, utilizando uma amostra de empresas comparáveis (*matched sample*) que será apresentada na metodologia. Para analisar a influência dos motivos de fechamento de capital, com o propósito de demonstrar se existem diferenças nas escolhas de práticas discricionárias contábeis entre os mesmos, é apresentada a segunda hipótese:

H₂: O grau de gerenciamento de resultados das empresas na iminência do fechamento de capital é influenciado pelos motivos do fechamento de capital (voluntário e incorporação).

Com o propósito de verificar o impacto de práticas de suavização de resultados no gerenciamento de resultados, lançou-se a seguinte hipótese:

H₃: Os *accruals* discricionários das empresas na iminência do fechamento de capital são influenciadas por suas práticas de suavização de resultados.

As referidas hipóteses apresentadas foram motivadas pela escassa literatura em âmbito nacional no que se refere à relação entre gerenciamento de resultados e fechamento de capital. O presente estudo diferencia-se do estudo anterior de Santos e Carvalho (2010) por adotar período e métrica de cálculo dos *accruals* discricionários diferentes, bem como novas variáveis explicativas.

3 METODOLOGIA

A seguir apresentam-se os modelos utilizados para avaliação de gerenciamento e suavização de resultados, a descrição da base de dados e os modelos propostos para avaliação das hipóteses a serem testadas.

3.1 Seleção das Empresas, Tratamento da Amostra e Elaboração de Amostra com Empresas Comparáveis (*Matched Sample*)

A amostra principal deste estudo é composta pelas companhias brasileiras de capital aberto, com ações negociadas na BM&FBOVESPA, que fecharam o capital no período de 2000 a 2012. As informações financeiras necessárias para a pesquisa foram obtidas do banco de dados da Economatica®.

Para cumprir com os objetivos, no que se refere ao cálculo das variáveis, foram analisados os dados contábeis das empresas referentes aos 4 (quatro) anos anteriores ao fechamento de capital das mesmas para aplicação dos modelos de Eckel (1981) e modelo de regressão linear múltiplo proposto. Para aplicação do modelo KS (1995) foram analisados 5 (cinco) anos anteriores ao fechamento de capital, uma vez que se adotou o procedimento de variáveis instrumentais no mesmo, sendo assim para se analisar as empresas que fecharam capital no período de 2000 a 2012, foram analisados as informações contábeis apresentadas de forma anual dos anos de 1995 a 2011.

De modo a simplificar o entendimento metodológico, ficou estabelecido que o ano do fechamento de capital da empresa é considerado pela expressão t_0 e os 3 (três) anos anteriores ao fechamento de capital foram agrupados da seguinte forma em *lags*: t_{-1} (um ano antes), t_{-2} (dois anos antes) e t_{-3} (três anos antes).

De acordo com informações constantes no site da BM&FBOVESPA, 378 empresas cancelaram seu registro no período analisado. Dentre os motivos de fechamento destacam-se o fechamento de capital de forma voluntária e por incorporação que compreenderam 201 e 117 casos, respectivamente. Esta é a amostra inicial do estudo, excluindo-se as empresas do setor financeiro devido as suas particularidades (HEALY; WAHLEN, 1999).

Uma vez que o objetivo da pesquisa não é somente verificar o grau de gerenciamento de resultados entre as empresas na iminência de fechamento de capital, mas também comparar seu grau de gerenciamento, foram determinados dois grupos de controle de modo que o grupo de empresas que fecharam o capital ficou definido como sendo o grupo 1 e os grupos de controle como grupo 2 e grupo 3. O grupo 2 é composto por empresas comparáveis que foram definidas por serem empresas que possuíam valores aproximados de ativo total e que pertenciam ao mesmo setor econômico de atuação. Com isso, espera-se controlar o gerenciamento de resultados por setor econômico e pelo porte da empresa, sendo que o ativo total é usado como *proxy* para tamanho da empresa. O grupo 3 é composto por todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA perfazendo o período de 2000 a 2012 e que: (i) possuíam informações no banco de dados da Economatica®; (ii) empresas não pertencentes ao setor financeiro; (iii) empresas com dados completos para cálculo das métricas; e (iv) empresas que operam em todos os segmentos da BM&FBOVESPA, exceto as que operam em mercado de balcão.

Após os cálculos das variáveis dependentes do modelo de regressão linear múltiplo proposto, o tratamento dos dados se deu de forma individual para cada grupo, com exclusão de empresas com dados faltantes e *outliers* com base no procedimento de *scores z* proposto por Levine *et al.* (2011). Com isso, a amostra final para o grupo 1, grupo 2 e grupo 3 findou em um total de 197, 197 e 5947 empresas-ano, respectivamente, para aplicação das regressões lineares múltiplas propostas.

3.2 Métricas de Gerenciamento de Resultados

3.2.1 Modelo KS (1995)

O modelo definido por Kang e Sivaramakrishnan (1995), utiliza-se diretamente as contas do balanço patrimonial para cálculo dos *accruals* totais (MARTINEZ, 2001). O modelo é definido da seguinte forma:

$$\frac{AT_i}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{\delta_1 REC_i}{A_{t-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{\delta_2 DESP_i}{A_{t-1}} \right] + \beta_3 \left[\frac{\delta_3 IMOB_i}{A_{t-1}} \right] + \varepsilon_i \quad (1)$$

Em que:

AT_i = *accruals* totais no período t ; = $CR_i + EST_i + OAC_i - PC_i - DEP_i$;

A_i = ativo líquido total no período t ; = $\Delta CR + \Delta EST + OAC - \Delta PC - \Delta DEP$;

CR_i = contas a receber, excluindo impostos a compensar no período t ;

EST_i = estoque no período t ;

OAC_i = outros ativos circulantes excluindo caixa, contas a receber e estoques no período t ;

PC_i = passivos circulantes excluindo impostos a pagar e parcelas de dívidas de longo prazo no circulante no período t ;

DEP_i = depreciação no período t ;

REC_i = receita líquida no período t ;

$DESP_i$ = despesas operacionais antes da depreciação no período t ;

$IMOB_i$ = imobilizado no período t ;

$\delta_1 = CR_{t-1} / REC_{t-1}$;

$\delta_2 = EST_{t-1} + OAC_{t-1} - PC_{t-1} / DESP_{t-1}$;

$\delta_3 = DEP_{t-1} / IMOB_{t-1}$;

ε_i = resíduos da regressão.

Ressalta-se que a variável Ativo Imobilizado é adotada em substituição à variável Propriedade, Planta e Equipamento, de acordo com Martinez (2002). Para análise do presente estudo foi utilizado o modelo KS (1995) com variáveis instrumentais conforme os autores Kang e Sivaramakrishnam (1995), de modo que às variáveis instrumentais das variáveis independentes são elas mesmas defasadas em um período.

3.2.2 Modelo de Eckel (1981)

O modelo de Eckel (1981) classifica as empresas contidas na amostra em suavizadoras ou não suavizadoras de resultado. A referida métrica ancora-se na premissa de que as receitas e os custos mantêm uma relação linear ao longo do tempo. Sendo assim, o crescimento ou a diminuição das receitas e custos crescem ou diminuem na mesma proporção, caso essa relação não seja linear, é percebida a interferência dos executivos nos resultados a fim de suavizarem os mesmos (ALMEIDA *et al.*, 2012).

Observando a fórmula elaborada por Eckel (1981), pode-se constatar que a relação entre lucro e receita é analisada a partir de seus coeficientes de variação percentuais, sendo que se o coeficiente do lucro for maior que o da receita, a empresa prática suavização de resultados, ou seja, suaviza o seu lucro de maneira artificial.

Para ilustrar o disposto anteriormente, temos a seguinte definição dos coeficientes e a métrica de suavização proposto por Eckel (1981). Descrição dos coeficientes:

$$CV\Delta\%LucroLíquido \leq CV\Delta\%Vendas \Rightarrow \text{Suavização} \quad (2)$$

Em que:

$CV\Delta\%LucroLíquido = \text{Lucro Líquido no período}_t - \text{Lucro Líquido no período}_{t-1} / \text{Lucro Líquido no período}_{t-1}$;

$CV\Delta\%Vendas = \text{Receita no período}_t - \text{Receita no período}_{t-1} / \text{Receita no período}_{t-1}$.

Com esses dados, aplica-se a fórmula de Eckel (1981), a seguir, para se calcular a suavização de resultados:

$$IE = \frac{CV\Delta\%LucroLíquido}{CV\Delta\%Vendas} \quad (3)$$

Trabalhos como os de Martinez e Castro (2008) e Almeida *et al.* (2012) mostram que os valores obtidos a partir da fórmula disposta anteriormente podem cair em um intervalo no qual não se pode articular, classificando as empresas em suavizadoras ou não suavizadoras de resultados. Essa área é denominada de “área cinzenta” e compreende o intervalo entre 0,9 e 1,1. Ainda, de acordo com os autores supracitados, temos que este intervalo existe no intuito de reduzir viés de classificação por parte do pesquisador, uma vez que prima pela classificação objetiva das empresas.

Para facilitar o entendimento da classificação das empresas em suavizadoras ou não suavizadoras de resultados, segue ilustração do intervalo da “área cinzenta”.

$$0,9 \leq \left| \frac{CV\Delta\%LucroLíquido}{CV\Delta\%Vendas} \right| < 1,1 \quad (4)$$

Esse procedimento simplifica a classificação das empresas em suavizadoras ou não suavizadoras de resultados, uma vez que se o índice obtido através da fórmula de Eckel (1981) for menor e diferente de 0,9 a empresa pratica suavização de resultados, caso este índice seja maior ou igual a 1,1, a empresa adota a prática de suavização de resultados.

3.3 Procedimentos Econométricos

Na presente pesquisa, para dar sustentação empírica às hipóteses, adotou-se o modelo KS (1995), que a partir da análise de *accruals* totais busca medir o grau de discricionariedade dos gestores das firmas sobre as informações contábeis reportadas, sendo assim, a partir do referido modelo se obtém a *proxy* de gerenciamento de resultado que são os *accruals* discricionários. Aplicou-se nas regressões a técnica de White (1980) para se obter erros robustos ao efeito da heterocedasticidade. Após obtenção dos *accruals* discricionários foram realizadas regressões lineares múltiplas com os mesmos como variáveis dependentes. Não obstante, procura-se verificar na presente pesquisa o impacto da suavização de resultados no gerenciamento de resultados, suavização esta classificada pela métrica de Eckel (1981).

3.3.1 Modelos Econométricos

Para verificar se o momento do fechamento de capital gera gerenciamento de resultados, foi proposto o seguinte modelo de regressão linear múltiplo que sustenta a primeira hipótese do estudo:

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIT_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FLOAT_{it} + \beta_5 CONC_{it} + \beta_6 END_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Em que:

ACD_{it} = *proxy* de gerenciamento de resultados, os *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

SIT_i = *dummy* que assume o valor de 1 (um) caso a empresa tenha fechado seu capital e 0 (zero) caso a empresa não tenha fechado o capital no período analisado;

TAM_{it} = representa o ativo total em sua forma logarítmica da empresa i no período t ;

ROA_{it} = retorno sobre o ativo da empresa i no período t ;

$FLOAT_{it}$ = percentual de ações detido por "Outros", ou seja, acionistas com participações inferiores a 5% da empresa i no período t ;

$CONC_{it}$ = percentual de ações pertencentes aos 3 (três) maiores acionistas da empresa i no período t ;

END_{it} = índice da razão entre o passivo total e o ativo total da empresa i no período t ;

ε_{it} = erro robusto da regressão pela técnica de White (1980).

A *dummy* SIT é inserida no modelo de regressão linear para diferenciar as empresas em relação ao seu *status* frente à BM&FBOVESPA. Sendo assim, a *dummy* assume valor 1 (um) caso a empresa tenha fechado seu capital e 0 (zero) caso a empresa tenha seu *status* como aberta. Desse modo, caso a *dummy* seja significativa, pode-se verificar que as empresas na iminência do fechamento de capital gerenciam seus resultados de forma negativa (para baixo) ou positiva (para cima), uma vez que o sinal é indeterminado, visto os incentivos que tanto as empresas abertas quanto as na iminência do fechamento de capital possuem para gerenciar seus resultados.

As variáveis tamanho, retorno sobre o ativo, *free-float*, ações pertencentes e endividamento usadas na regressão linear múltipla são justificadas pelos seguintes fatos:

- Tamanho (TAM): o tamanho da empresa é refletido nas suas demonstrações financeiras tornando-as mais complexas, o que pode motivar os gestores das empresas a manipularem seus resultados dado este aspecto (HOCHBERG, 2004). De forma distinta, pode haver menor gerenciamento de resultados em empresas maiores, pois quanto maior a empresa maior o monitoramento por parte de acionistas e analistas (SANTOS; CARVALHO, 2010; WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Sendo assim, o sinal esperado para esta variável é ambíguo. Para o presente estudo foi utilizado o ativo total como *proxy* do tamanho da empresa.
- Performance (ROA): pode existir uma possível correlação entre a performance da empresa e seus *accruals* discricionários (DECHOW *et al.*, 1995). Neste ponto, adotou-se o ROA como *proxy* de performance que é calculado como a razão entre o lucro líquido e o ativo total, sendo que seu sinal esperado é ambíguo.
- Composição acionária ($FLOAT$ e $CONC$): o monitoramento frente às empresas inibe práticas contábeis discricionárias (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003) de modo que a composição acionária de uma empresa influencia no grau de gerenciamento de resultados praticado nas mesmas. Para verificar o exposto foram empregadas duas *proxies* de concentração acionária. São elas: $FLOAT$ (medida em percentual das ações pertencentes a "Outros", ou seja, acionistas com participações inferiores a 5% da empresa) e $CONC$ (soma das ações em percentagem dos três maiores acionistas das empresas). O sinal esperado para a primeira variável é positivo e para a segunda negativa.
- Alavancagem (END): empresas com maior grau de alavancagem financeira se deparam com restrições de empréstimos (HSU, 2005) de modo que se espera a ocorrência de gerenciamento de resultados para cima nestas empresas. Em contrapartida empresas com maior

liquidez podem gerenciar seus resultados para baixo tendo em vista uma maior presença de fornecedores de capital. Nesse ponto, adotou-se a razão entre o passivo total e o ativo total como *proxy* de grau de endividamento, sendo que o sinal esperado para esta variável é indeterminado.

Para dar sustentação empírica à segunda hipótese do estudo, adotou-se o modelo de regressão linear múltipla (6), que mantém a mesma variável dependente e as mesmas variáveis explanatórias métricas do modelo (5), como segue:

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOT_i + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FLOAT_{it} + \beta_5 CONC_{it} + \beta_6 END_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Em que:

MOT_i = representa uma *dummy* que adota valor 1 (um) caso a empresa tenha fechado seu capital por meio de um procedimento de incorporação e 0 (zero) caso a empresa tenha fechado seu capital de forma voluntária.

Caso a *dummy* inserida no modelo seja estatisticamente significativa, indicará que as escolhas de práticas contábeis discricionárias são influenciadas pelo motivo de fechamento de capital.

Com o propósito de sustentar a terceira hipótese do estudo, foi proposto o modelo de regressão linear múltipla (7) que pretende verificar a influência de práticas de suavização de resultados no gerenciamento de resultados. De modo semelhante ao ocorrido no modelo (6), as variáveis se mantêm as mesmas, exceto pela *dummy*. O modelo especifica-se da seguinte forma:

$$ACD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SUV_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FLOAT_{it} + \beta_5 CONC_{it} + \beta_6 END_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Em que:

SUV_{it} = *dummy* oriunda do modelo de Eckel (1981), que demonstra se a empresa i no período t suaviza ou não suaviza seus resultados, sendo assim, a variável recebe valor 1 (um) caso a empresa suaviza seus resultados e 0 (zero) se a empresa não é suavizadora de resultados.

Caso a *dummy* seja estatisticamente significativa e com sinal positivo, demonstrar-se-á que a suavização de resultados influencia positivamente o gerenciamento de resultados. Os procedimentos metodológicos adotados nos modelos de regressões lineares múltiplos foram os seguintes:

- As regressões 5, 6 e 7 foram geradas da seguinte forma: objetivou-se comparar as observações constantes nos grupo 1 e grupo 2, grupo 1 e grupo 3 e, por fim, somente as observações constantes dentro do grupo 1. Este último, com o objetivo de verificar a relação entre gerenciamento de resultados e motivo do fechamento de capital;
- Como dito na sessão 3.3, as regressões foram obtidas tendo por base a metodologia *pooled* (OLS) e as mesmas foram geradas adotando a metodologia dos erros robustos à heterocedasticidade de White (1980).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Para analisar uma possível diferença no grau de gerenciamento de resultados entre os períodos analisados e independente da direção da manipulação, seja para aumentar ou reduzir os resultados contábeis, empregaram-se as análises descritivas primeiramente nos *accruals* discricionários

obtidos por meio do modelo KS (1995) em valores absolutos, para os grupos 1 e entre os grupos 1 e 2 como seguem na Tabela 1.

Tabela 1 – Estatística descritiva dos *accruals* discricionários em valores absolutos obtidos pelo Modelo KS (1995) por período de fechamento de capital.

Painel A - Fechamento Voluntário x Fechamento por Incorporação (grupo 1)					
Período	Motivo	N	Média	Desvio Padrão	Teste Mann-Whitney
t ₁	0 – voluntária	37	2,4096	2,9271	Valor-p = 0,5401
	1 – incorporada	27	2,0119	2,2826	
t ₂	0 – voluntária	52	3,5487	4,5996	Valor-p = 0,033
	1 – incorporada	32	2,5892	2,1483	
t ₃	0 – voluntária	50	4,1483	5,5210	Valor-p = 0,9884
	1 – incorporada	31	2,9585	3,5244	
Painel B - Empresas que Fecharam Capital (grupo 1) x Empresas Listadas (grupo 2)					
Período	Status	N	Média	Desv. Padrão	Teste Mann-Whitney
t ₁	0 – listadas	64	3,7414	6,1695	0,8844
	1 – deslistadas	64	3,6464	4,7849	
t ₂	0 – listadas	84	2,2746	3,4291	0,6976
	1 – deslistadas	84	3,1833	3,8657	
t ₃	0 – listadas	81	2,3909	2,5929	0,2960
	1 – deslistadas	81	2,2574	2,6907	

Fonte: elaborada pelos autores.

Observando a estatística descritiva da Tabela 1, não se verifica uma acentuada dispersão dos *accruals* discricionários, como pode ser observado pelo valor do desvio-padrão. De acordo com o teste de diferença de média de *Mann-Whitney* e tendo por base o Painel A, verifica-se que somente existem diferenças de médias no grau de gerenciamento de resultados entre os motivos de fechamento de capital nos dois anos (*t*₂) que antecedem ao fechamento de capital. No entanto, nos outros períodos observados (*t*₁ e *t*₃), o motivo do fechamento de capital tanto de forma voluntária, quanto por incorporação, possuem um mesmo grau de gerenciamento de resultados. Pelo Painel B da Tabela 1, pode-se verificar que não existem diferenças no grau de gerenciamento de resultados entre as empresas que fecharam seu capital em relação as suas respectivas empresas do mesmo setor. Isso demonstra que a iminência do fechamento de capital não é fator determinante no grau de gerenciamento de resultados.

Na sequência, foi aplicada a métrica de Eckel (1981) para classificar as firmas em suavizadoras e não suavizadoras de resultados por período de fechamento de capital para os grupos 1 e 2. A frequência relativa das empresas classificadas pelo modelo de Eckel (1981) excluídas as que caíram na área cinzenta para classificação em suavizadoras e não suavizadoras de resultados seguem na Tabela 2, juntamente com o resultado do teste χ^2 .

Tabela 2 – Frequência e teste de média das classificações do modelo de Eckel (1981).

Período	Status	N	Suavizadoras (%)	Não Suavizadoras (%)	Teste χ^2
t ₁	Grupo 1	64	54,69	45,31	1,16
	Grupo 2	64	64,06	35,94	
t ₂	Grupo 1	84	58,33	41,67	3,44
	Grupo 2	84	45,24	54,76	
t ₃	Grupo 1	81	62,96	37,04	3,64
	Grupo 2	81	51,85	48,15	
Comparação por <i>t</i> (χ^2)			<i>t</i> ₁ x <i>t</i> ₂ = 1,69	<i>t</i> ₂ x <i>t</i> ₃ = 1,05	

Fonte: elaborada pelos autores.

Tomando por base os resultados da Tabela 2, é possível observar que, exceto pelo período t_2 para o grupo 2, mais de 50% das firmas adotam práticas de suavização de resultados frente à iminência de fechamento de capital. Analisando-se o teste χ^2 não é possível verificar diferença na proporção de suavização de resultados entre os períodos e grupos analisados a um nível de significância de 0,05.

Ressalte-se que os trabalhos que analisam o gerenciamento de resultados no fechamento de capital não adotaram a métrica de Eckel (1981), para detectar práticas de suavização de resultados. Nota-se que a prática de suavização de resultados adotada pelas firmas passa ao mercado uma imagem de estabilidade nos resultados, uma vez que o conceito dessa prática ancora-se no fato de se reduzir a variabilidade nos resultados com o objetivo de reduzir oscilações.

Na Tabela 3, verifica-se que as correlações das variáveis a serem usadas nos modelos propostos estão em parâmetros aceitáveis de acordo com Gujarati (2006), uma vez que seus valores menores que 0,80, demonstrando assim que não existe problema ao atendimento do pressuposto da multicolinearidade.

Tabela 3 – Correlação das variáveis utilizadas nas regressões lineares propostas.

	ACD_{it}	$ ACD_{it} $	TAM_{it}	ROA_{it}	$FLOAT_{it}$	$CONC_{it}$	END_{it}
ACD_{it}	1,000						
$ ACD_{it} $	-0,007	1,000					
TAM_{it}	0,0235	-0,0138	1,000				
ROA_{it}	-0,0157	-0,0103	0,0774***	1,000			
$FLOAT_{it}$	0,0273***	-0,0091	0,0499***	-0,0002	1,000		
$CONC_{it}$	-0,0172	-0,0120	0,0428***	0,0097	-0,5705***	1,000	
END_{it}	0,0030	0,0199	-0,2574***	-0,1464***	-0,0248*	-0,0475***	1,000

Fonte: elaborada pelos autores.

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Em que: ACD_{it} = *accruals* discricionários oriundos do modelo KS (1995) da empresa i no período t ; $|ACD_{it}|$ = *accruals* discricionários oriundos do modelo KS (1995) em valores absolutos da empresa i no período t ; TAM_{it} = representa o ativo total em sua forma logarítmica da empresa i no período t ; ROA_{it} = é o retorno sobre o ativo da empresa i no período t ; $FLOAT_{it}$ = percentual de ações detido por "Outros", ou seja, acionistas com participações inferiores a 5% da empresa i no período t ; $CONC_{it}$ = percentual de ações pertencentes aos 3 (três) maiores acionistas da empresa i no período t ; END_{it} = é índice obtido pela razão entre o passivo total e o ativo total da empresa i no período t .

Ressalta-se que a variável $|ACD|$, que representa os *accruals* discricionários em forma de valor absoluto, foi inserida na Tabela 3 uma vez que os modelos propostos foram gerados tendo esta variável como dependente, com o propósito de verificar se as práticas contábeis discricionárias medidas pelos *accruals* discricionários independentemente de seus direcionamentos, afetam os estimadores dos modelos de regressões propostos, porém, uma vez que os resultados não foram representativos, os mesmos não foram informados na presente pesquisa.

Com o propósito de verificar a presença de multicolinearidade nas estimações das regressões lineares múltiplas propostas, são apresentados os valores da estatística *VIF* para cada variável calculada.

4.2 Análise dos Resultados das Regressões

Na Tabela 4 são apresentados os resultados das estimações dos referidos modelos por grupo de amostra, tendo como variável dependente os *accruals* discricionários oriundos do modelo KS (1995), como segue:

Tabela 4 – Estimativas dos modelos lineares múltiplos propostos por grupo de amostra.

Variáveis	Regressão (5) entre grupo 1 e 2	Regressão (5) entre grupo 1 e 3	Regressão (6) dentro do grupo 1
CONSTANTE	3,2331 (1,9746)	-2,7121** (1,1950)	3,1686 (2,6540)
SIT_i	0,0088 (0,4509) [1,05]	1,2176** (0,5381) [1,12]	
MOT_i			-0,0378 (0,5183) [1,15]
TAM_{it}	-0,0353 (0,1279) [1,17]	0,1487* (0,0824) [1,08]	-0,0656 (0,1688) [1,53]
ROA_{it}	-0,2250 (0,5665) [1,24]	-0,0476 (0,0392) [1,02]	-0,2233 (0,7535) [1,41]
$FLOAT_{it}$	-0,0373*** (0,0137) [1,62]	0,0163* (0,0090) [1,64]	-0,0270* (0,0144) [1,80]
$CONC_{it}$	-0,0230** (0,0115) [1,57]	-0,0014 (0,0072) [1,50]	-0,0193 (0,0123) [1,89]
END_{it}	-0,0517 (0,0393) [1,2]	0,0849 (0,1412) [1,10]	-0,0685** (0,0303) [1,21]
R^2	0,017	0,018	0,014
Kolmogorov-Smirnov Test	0,1589***	0,2264***	0,1261***
Observações	394	6144	197
Hipóteses a serem testadas	H ₁	H ₁	H ₂

Fonte: elaborada pelos autores.

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIT_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FLOAT_{it} + \beta_5 CONC_{it} + \beta_6 END_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOT_i + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FLOAT_{it} + \beta_5 CONC_{it} + \beta_6 END_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão em parênteses e os da estatística VIF em colchetes. Em que: SIT_i = *dummy* que assume o valor de 1 (um) caso a empresa tenha fechado seu capital e 0 (zero) caso a empresa não tenha fechado o capital no período analisado; MOT_i = representa uma *dummy* que adota valor 1 (um) caso a empresa tenha fechado seu capital por meio de um procedimento de incorporação e 0 (zero) caso a empresa tenha fechado seu capital de forma voluntária; TAM_{it} = representa o ativo total em sua forma logarítmica da empresa i no período t ; ROA_{it} = é o retorno sobre o ativo da empresa i no período t ; $FLOAT_{it}$ = percentual de ações detido por "Outros", ou seja, acionistas com participações inferiores a 5% da empresa i no período t ; $CONC_{it}$ = percentual de ações pertencentes aos 3 (três) maiores acionistas da empresa i no período t ; END_{it} = índice obtido pela razão entre o passivo total e o ativo total da empresa i no período t .

Analisando-se primeiramente os resultados da regressão entre grupo 1 e grupo 2 constante na Tabela 4, observa-se que somente as variáveis $FLOAT$ (coeficiente = -0,0373 e valor- p = 0,007) e $CONC$ (coeficiente = -0,0230, e valor- p = 0,046) são significativas aos níveis de 1% e 5% respectivamente, porém a variável $FLOAT$ não apresenta sinal esperado de modo que não será interpretada no presente momento. Tendo por base tão somente a variável $CONC$, pode-se inferir que a composição acionária determina o gerenciamento de resultados para baixo. A variável SIT (coeficiente = 0,0088 e valor- p = 0,984) não é estatisticamente significativa, o que indica que, quando se analisa de forma comparativa os *accruals* discricionários, com empresas do mesmo setor e com tamanho semelhante, a iminência do fechamento de capital não é determinante para o gerenciamento de resultados.

Observando os resultados da regressão entre o grupo 1 e o grupo 3, constantes na Tabela 4, é possível verificar que as variáveis explanatórias TAM (coeficiente = 0,1487 e valor- p = 0,071) e

FLOAT (coeficiente = 0,0163, e valor-*p* = 0,070) são estatisticamente significativas e com sinais esperados condizentes com a teoria. Sendo assim, o presente estudo corrobora os achados de Hochberg (2004), uma vez que demonstra que o tamanho da empresa é refletido em suas demonstrações contábeis as tornando fonte de gerenciamento de resultado.

É possível verificar que a variável *SIT* (coeficiente = 1,2176 e valor-*p* = 0,024), inserida no modelo, influencia o gerenciamento de resultados por ser significativa estatisticamente, de modo que é possível verificar que o fechamento de capital influencia o gerenciamento de resultados para cima, tendo por base o sinal da variável. Esses resultados corroboram evidências obtidas por Santos e Carvalho (2010), porém, ressalta-se que as comparações entre o grupo 1 e o grupo 3 foram geradas sem o controle por setor econômico de atuação.

Ainda, tendo por base a Tabela 4 e analisando os resultados da regressão (6) com dados somente da amostra pertencente ao grupo 1, verifica-se que a variável *FLOAT* (coeficiente = -0,0270 e valor-*p* = 0,062) é estatisticamente significativa, porém com sinal contrário do esperado, e que a variável *END* (coeficiente = -0,0685 e valor-*p* = 0,025) é estatisticamente significativa, o que indica no presente estudo que empresas que possuem maior grau de endividamento possuem maior presença de credores o que acarreta gerenciamento de resultados para baixo. A variável *MOT* (coeficiente = -0,0378 e valor-*p* = 0,942), que foi introduzida no modelo com o propósito de verificar se o motivo do fechamento de capital impacta no gerenciamento de resultados, não foi estatisticamente significativa, indicando que o motivo do fechamento do capital não é determinante para o gerenciamento de resultados.

Por fim, é possível verificar que todas as regressões atendem ao pressuposto da normalidade, como pode ser verificado através do teste de normalidade de *Kolmogorov-Smirnov*, tal como não se verifica problemas com o pressuposto da multicolinearidade, uma vez que o valor da estatística *VIF*, por variável, é menor do que 10 (GUJARATI, 2006). Para verificar o impacto da suavização de resultados no gerenciamento de resultados, seguem resultados estimados da regressão (7), conforme Tabela 5.

Tabela 5 – Estimativas do modelo linear múltiplo proposto por grupo de amostra.

Variáveis	Regressão (7) entre grupo 1 e 2	Regressão (7) entre grupo 1 e 3
CONSTANTE	3,2755 (2,0310)	-2,6097** (1,1951)
<i>SUV_i</i>	-0,1257 (0,4602) [1,01]	0,1230 (0,2910) [1,01]
<i>TAM_{it}</i>	-0,0343 (0,1271) [1,16]	0,1485* (0,0843) [1,08]
<i>ROA_{it}</i>	-0,2363 (0,5668) [1,23]	-0,0471 (0,0390) [1,03]
<i>FLOAT_{it}</i>	-0,0373*** (0,0141) [1,59]	0,0134 (0,0082) [1,50]
<i>CONC_{it}</i>	-0,0228** (0,0112) [1,57]	-0,0019 (0,0071) [1,50]
<i>END_{it}</i>	-0,0501 (0,0398) [1,20]	0,0746 (0,1408) [1,10]

R^2	0,017	0,005
<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	0,1606***	0,2260***
Observações	394	6144
Hipóteses a serem testadas	H ₃	H ₃

Fonte: elaborada pelos autores.

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1 SUV_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FLOAT_{it} + \beta_5 AÇÕES_{it} + \beta_6 END_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Nota: *, **, *** estatisticamente significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Abaixo dos coeficientes são apresentados os valores dos erros-padrão em parênteses e os da estatística *VIF* em colchetes. Em que: *SUV_i* = *dummy* oriunda do modelo de Eckel (1981), que demonstra se a empresa *i* no período *t* suaviza ou não suaviza seus resultados, sendo assim a variável recebe valor 1 (um) caso a empresa suaviza seus resultados e 0 (zero) se a empresa não é suavizadora de resultados; *TAM_{it}* = representa o ativo total em sua forma logarítmica da empresa *i* no período *t*; *ROA_{it}* = é o retorno sobre o ativo da empresa *i* no período *t*; *FLOAT_{it}* = percentual de ações detido por "Outros", ou seja, acionistas com participações inferiores a 5% da empresa *i* no período *t*; *CONC_{it}* = percentual de ações pertencentes aos 3 (três) maiores acionistas da empresa *i* no período *t*; *END_{it}* = índice obtido pela razão entre o passivo total e o ativo total da empresa *i* no período *t*.

A partir da Tabela 5, observa-se que os resultados obtidos para regressão (7), tendo por base a comparação entre as amostras pertencentes ao grupo 1 e o grupo 2, possui como variáveis estatisticamente significativas o *FLOAT* (coeficiente = -0,0373 e valor-*p* = 0,009), porém, seu sinal não é o esperado e por isso não serão feitas análises sobre a variável, e a variável *CONC* (coeficiente = -0,0228 e valor-*p* = 0,043), que foi significativa a 5%, o que indica que a composição acionária é determinante no grau de gerenciamento de resultados para baixo.

Para a regressão dos grupos 1 e 3, somente a variável *TAM* (coeficiente = 0,1485 e valor-*p* = 0,071) é estatisticamente significativa, indicando que o tamanho da empresa influencia o gerenciamento de resultados para cima. No resultado obtido nas duas regressões, constantes na Tabela 5, a variável *SUV* não é estatisticamente significativa. Esse resultado sugere que o gerenciamento de resultados ocorre no processo de fechamento de capital, todavia, não pela prática de suavização de resultados. O pressuposto da normalidade, tal como o da multicolinearidade, foram atendidos para aplicação do modelo como podem ser observados pelo teste de normalidade de *Kolmogorov-Smirnov* e pelo teste *VIF*, respectivamente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa investigou os efeitos do fechamento de capital das empresas abertas brasileiras nas práticas de gerenciamento de resultados. Os determinantes investigados impactam diferentemente o grau de *accruals* discricionários. As evidências encontradas indicam que o fechamento de capital possui associação positiva com o gerenciamento de resultados, quando comparadas as empresas que fecharam em relação às demais da BM&FBOVESPA. Todavia, os resultados não são conclusivos quando analisados os impactos dos demais determinantes, dependendo da amostra de empresas comparáveis (*matched sample*).

A segunda hipótese do estudo investigou diferentes incentivos para manipulação dos números contábeis conforme o motivo para o fechamento de capital (voluntário ou incorporação). Os resultados não mostram diferenças no grau de gerenciamento de resultados quando analisados os motivos do fechamento.

Os resultados encontrados para sustentar a terceira hipótese levantada no estudo levam a conclusão de que a suavização de resultados não influencia no gerenciamento de resultados via *accruals* discricionários. Esse resultado sugere que pode existir outro tipo de manipulação dos números contábeis por outra via, por exemplo, decisões reais ou operacionais.

Este estudo se diferencia de Santos e Carvalho (2010) nos seguintes aspectos: (i) adota a *proxy* de gerenciamento de resultados *accruals* discricionários a partir de outra métrica de estimação; (ii)

analisa as motivações do fechamento de capital e práticas de suavização de resultados no gerenciamento de resultados; (iii) acrescenta aos modelos econométricos propostos a variável *free float* identificada por Eid Júnior e Horng (2005), como determinante do fechamento de capital; e (iv) considera uma amostra que é composta por empresas comparáveis (*matched sample*). Todavia, os resultados corroboraram as evidências anteriores de Santos e Carvalho (2010).

Destacam-se como oportunidades para novas pesquisas: (i) analisar práticas de gerenciamento de resultados após o fechamento de capital das empresas; (ii) analisar outras métricas de extração de benefícios privados do controle; (iii) investigar manipulação de resultados por decisões operacionais.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. E. F., *et al.* Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 23, n. 58, p. 65-75, jan./fev./mar./abr. 2012.
- ALMEIDA, J. E. F. *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. 2010. 188 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- BARTH, M. E.; WAYNE R. L.; LANG, M. H. International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.
- BURNETT, K. M. A review of the legal and financial implications of going private: what shareholders, boards, and employees of public companies need to know. *SSRN Work Paper*, 2012. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2100585. Acesso em: 20 Jan. 2013.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, Michigan, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.
- DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. *Accounting Horizons*, v. 14, n. 2, p. 235- 250, jun. 2000.
- EASTERWOOD, C. M. Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, Virginia, v. 14, n. 1, p. 29-47, 1998.
- ECKEL, N. The income smoothing hypothesis revisited. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, v. 17, n. 1, p. 28-40, 1981.
- EID JÚNIOR, W.; HORNG, W. J. *A Saída: Uma análise da deslistagem na Bovespa*. Jun. 2005. Disponível em: http://www.willameid.com.br/pdf/deslistagem_bovespa.pdf. Acesso em: 06 dez. 2012.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, Jun. 1983.
- FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, Chicago, v. 31, p. 255-307, 2001.
- GUJARATI, D. *Econometria básica*. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HEALY, P. M. The effect of bonus schemes of accounting decisions. *Journal of Accounting & Economics*, North-Holland, v. 7, p. 85-107, 1985.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- HOCHBERG, Y. V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm. *Review of Finance, Forthcoming*, San Diego. 2004. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474542. Acesso em: 11 fev. 2013.
- HSU, P. C., Going private - a response to an increased regulatory burden? *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, n. 04, 2004. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=619501. Acesso em: 03 abr. 2013.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal Of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-361, 1976.
- KANG, S. H; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variables approach. *Journal of Accounting Research*, v. 33, n. 2, p. 353-368. 1995.
- LA PORTA, R.; *et al.* Law and finance, *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LEVINE, D. M; *et al.* *Estatística: teoria e aplicação*. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2011.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, n. 69, p. 505-527, 2003.
- LI, J.; ZHANG, L.; ZHOU, J. Earnings management and delisting risk of initial public offerings, Aug. 2006. Disponível em: <https://www.eurofidai.org/fr/Li.pdf>. Acesso em: 20 jan. 2013.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.
- LOUIS, H. Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Pennsylvania, n. 74, p. 121-148, 2004.

MARTINEZ, A. L. "Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L.; CASTRO, M. R. Income smoothing e o valor de uma firma no Brasil. In: CONGRESSO ANPCONT, 2., 2008, Bahia. *Anais...* 2008.

MERTON, R. C. Financial innovation and the management and regulation of financial institutions. *Journal of Banking & Finance*, United Kingdom, v. 19, p. 461-481, 1995.

MILITÃO, F.G.S.A. *Fechamento voluntário de capital e o investidor minoritário na opinião dos profissionais do mercado*. 2012. 120 f. Dissertação. (Mestrado Profissionalizante) – Programa de Pós-Graduação em Administração das Faculdades Integradas de Pedro Leopoldo, Fundação Pedro Leopoldo, Pedro Leopoldo, 2012.

MILLER, D. A.; FRANKENTHALER, M. J. Delisting/Deregistration of securities under the securities exchange act of 1934. *Insights*, California, v. 17, n. 10, p. 7-12, 2003.

MONEZI, M. *Como estimular a abertura de capital*. Jus Navigandi, Teresina, PI, ano 8, n. 397, 08 ago. 2004. Disponível em: <http://jus.com.br/revista/texto/5549/como-estimular-a-abertura-de-capital>. Acesso em: 19 jan. 2013.

SANGER, G. C.; PETERSON, J. D. An empirical analysis of common stock delistings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, United Kingdom, v. 25, n. 2, p. 261-272. Jun. 1990.

SANTOS, I. T.; CARVALHO, A. G. Gerenciamento de resultado em fechamento de capital. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE ECONOMETRIA, 32., 2010, Bahia. *Anais...* 2010.

SCOTT, W. R. *Financial Accounting Theory*. 6th ed. Waterloo: Pearson, 2012.

SIQUEIRA, C. A. J. *Fechamento de capital: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.

VERBRUGGEN, S.; CHRISTAENS, J.; MILIS, K. Earnings management: a literature review. *Hub Research Paper*, Belgium, n. 14, 2008.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.