

Gerenciamento de Resultados e Recompra de ações: uma análise desta relação nas Empresas Brasileiras Listadas na B3.

Ricardo Carvalho da Silva, Paulo Celso Sant’ana , Wagner Moura Lamounier, Valeria Gama Fuly Bressan

Resumo:

O presente estudo tem como objetivo verificar a relação do mecanismo de recompra de ações com o gerenciamento de resultados das empresas integrantes do IBOVESPA da B3 no período de 2014 a 2017. A recompra de ações é considerada uma forma de sinalização da boa saúde do negócio das empresas para o mercado, mas por outro lado poderá ser uma das motivações para a ocorrência da prática de gerenciamento de resultados, no sentido de obter ganhos com a aquisição de ações subavaliadas e a valorização das mesmas em momento posterior. Com base nos dados obtidos da B3 por meio do software Economática[®] foi feita estimação dos *accruals* discricionários através do modelo de Jones modificado (Dechow et al, 1995), e analisada sua relação com a recompra de ações, estatisticamente com a utilização do modelo de regressão com dados em painel. Os resultados não indicaram nenhuma relação estatisticamente significativa da recompra de ações com o gerenciamento de resultados, assim não existem evidências de que estes mecanismos de fato tem uma relação com esta prática, considerando o cenário analisado. Por outro confirmou a relação entre o endividamento e a rentabilidade sobre o ativo como sendo propulsores da prática do gerenciamento. O estudo teve como limitações o baixo número de empresas que se utilizaram do mecanismo de recompra de ações no período analisado, mas contribui para o avanço da discussão ainda inconclusiva sobre utilização de mecanismos de gerenciamentos de resultados e recompra de ações.

Palavras-Chave: sinalização; gerenciamento de resultados; recompra de ações.

1. Introdução

A prática de recompra de ações tem crescido em nível mundial. Este mecanismo possibilita a empresa adquirir as suas próprias ações, dentro dos limites permitido pela legislação vigente a época e mantê-las sob sua propriedade. Contabilmente estas ações são identificadas nos balanços como “ações em tesouraria”. O mecanismo tem permitido às empresas obter ganhos no sentido de levar ao mercado uma espécie de sinalização de uma condição melhor, em termos de geração de fluxos de caixas e potencial crescimento futuros. Por outro lado, tem se verificado que antes do processo de recompra, as empresas tendem a promover a redução dos ganhos, através da prática do gerenciamento de resultados, para que em uma oportunidade futura possam vir a obter ganhos com a valorização das mesmas quando da reversão do gerenciamento realizado. Dentro deste contexto esta pesquisa busca obter indícios da prática de gerenciamento de resultados para redução dos ganhos em momentos de recompra de ações.

A separação entre posse e propriedade ocorrida no surgimento do mercado de capitais, dentro da grandes corporações, trouxe uma questão relevante que permeia as organizações, a questão da agência, na qual o acionista se encontra agora mais distante da condução do seu próprio negócio delegando seus poderes um terceiro, neste caso, o gestor. Os efeitos desta

separação são apresentados no artigo seminal de Jensen e Meckling (1976). Segundo os autores, surge uma relação de agenciamento entre o agente e o principal, sendo o primeiro aquele responsável pela gerência do negócio empresarial e o segundo o proprietário. Neste ambiente, em função de necessidades particulares, cada um daqueles, irá tomar ações que promovam o aumento da sua utilidade. No caso do agente, aqui representado pelo gestor, terá como meta aumentar sua compensação (remuneração e vantagens), enquanto o proprietário, neste caso o acionista, quer obter aumento da riqueza pessoal por meio do crescimento e valorização da empresa.

Nem sempre estes objetivos estarão alinhados exigindo que o acionista adote medidas que proporcione um sistema de monitoramento e incentivo, para que o gestor se empenhe na busca de melhores resultados da empresa como um todo. Uma das formas de controle destas relações segundo Sunder (2004) são as informações contábeis, uma vez que elas fazem a interface dos envolvidos da na organização. Uma destas relações é justamente entre acionista e gestores que por meio de contratos estabelecem metas a serem obtidas, bem como modelos de compensação baseado nestas metas que tem como base de mensuração as demonstrações contábeis. Uma vez que o gestor é detentor de informações privilegiadas quanto ao negócio da empresa, este poderá atuar de forma a influenciar nas informações contábeis que serão levadas ao mercado, levando ao uma assimetria de informações entre o gestor e os usuários das informações contábeis. Esta influência é conhecida pela literatura como gerenciamento de resultados.

As organizações desta forma estarão sujeitas a apresentar resultados diferentes daqueles considerados reais. Segundo Ronen e Yaari (2008) o mercado onde atuam diversas empresas já possui a expectativa da prática do gerenciamento de resultados. Esta expectativa irá passar pelo nível de conhecimento e *expertise* dos analistas de mercado bem como das empresas de auditoria. Ainda segundo Ronen e Yaari, existe a possibilidade do próprio mercado, criar mecanismos que possam promover “punições” na precificação dos ativos das empresas, como forma de efetuar um desconto dos possíveis resultados inflacionados. Neste caso o gerenciamento é tratado como sendo neutro uma vez que não trará os efeitos esperado pelos gestores.

Considerando que em um cenário de gerenciamento de resultados é impossível determinar exatamente qual a empresa está promovendo possíveis ajustes nas informações contábeis, em seu trabalho Ronen e Yaari (2008) discutem a existência de empresas consideradas “boas”, e transparentes em termos de resultados e que por sua vez estarão dispostas a falar a verdade. Portanto irão apresentar ao mercado os resultados que efetivamente irão representar a realidade da empresa. Por outro lado, conforme apontam os autores, existem também aquelas empresas consideradas “ruins” que estarão dispostas a manipular os resultados por diversos motivos. Com base na teoria da sinalização, desenvolvida por Arkelof (1978), as empresas consideradas “boas” estarão dispostas mover esforços para garantir ao mercado que seus resultados de fato indicam seu bom desempenho e que, portanto, são diferenciadas daquelas que gerenciam seus resultados.

Dentro desta perspectiva, a distribuição de dividendos e a recompra de ações são consideradas pelas pesquisas como formas de sinalização para o mercado. Através destes mecanismos, a empresa apresenta ao mercado que tem boas condições futuras de geração de fluxos de caixa e com isto pretende atrair o investidor, bem como valorizar suas ações (Copeland & Weston, 1992). A recompra de ações, por sua vez, pretende reforçar a ideia de que as ações estão com seus valores subvalorizados. (Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 1995).

Por outro lado, Gong, Louis e Sun (2008) indicam em seu estudo que a presença do gerenciamento dos lucros no momento que antecede a recompra das ações, reduzindo o valor de mercado das mesmas, o que é confirmado pelos retornos anormais no momento pós recompra. Esta ideia é confirmada pelos estudos de Billet e Yu (2016), onde apontaram que em média as empresas que praticam a recompra de ações, com maior nível de assimetria de informações, experimentam uma valorização duas vezes maior nos preços das ações, daquelas que são consideradas mais transparentes após a recompra de ações em mercado aberto.

Neste contexto, assim como nos trabalhos, Bens, Nagar, Skinner e Wong (2003), Vafeas, Vlitttis, Katranis e Ockree (2003), Rodríguez & Yue (2008) e Rodrigues (2013) pretende-se a partir da mensuração do gerenciamento de resultados através dos *accruals* discricionários responder o seguinte problema de pesquisa ***“Qual a influência do mecanismo de recompra de ações no gerenciamento de resultados das empresas integrantes do IBOVESPA B3 ?”***

O objetivo é verificar a relação do mecanismo de recompra de ações com o gerenciamento de resultados nas empresas integrantes do IBOVESPA B3 no período de 2014 a 2017. Verificar a relação do gerenciamento de resultados está consoante a hipótese de que os gestores utilizam destes mecanismos para subvalorizar as ações em período pré recompra.

A principal contribuição deste estudo é discutir a prática do gerenciamento de resultados sob a ótica da recompra de ações, com base nas motivações que levam o gestor a realizá-la. A discussão dos estudos até então tem sido no sentido de verificar ou não existência de gerenciamento de resultados no período pré-recompra em que se obteve resultados inconclusivos. Assim diante de um período em que se verificou o aumento desta prática no Brasil, espera-se contribuir com a confirmação ou refutação da existência desta relação, considerando as diversas motivações que levam a execução da recompra das ações. Em se tratando da existência da influência pode se apontar uma prática oportunista de ganhos ou em caso negativo como realmente uma forma de sinalizar ao mercado uma boa saúde financeira das empresas.

2. Revisão da literatura

2.1. Gerenciamento de resultados

O gerenciamento de resultados tem sido bastante pesquisado em todo o mundo dado a importância e emergência do assunto. Assim destacam-se internacionalmente os estudos iniciais de Healy (1985), Schipper (1989), Jones (1991), Dechow, Mark e Sloan (1995), Healy e Wahlen (1999), Ronen e Yaari (2008) no Brasil destaque para os estudos de Martinez (2001), Paulo (2007).

Dentre as definições, sobre gerenciamento de resultados, mais recorrentes temos Martinez (2001) que afirma ser a utilização por parte do gestor de práticas, dentro do que permite a norma contábil, portanto, de escolha contábeis que levarão uma informação contábil contaminada para os stakeholders. Healy e Wahlen (1999) definem como sendo a forma julgamento do gestor, sobre a utilização de determinada prática contábil para influenciar contratos que tenham as informações contábeis como base.

Ronen e Yaari (2008) apontam como motivações para que o gestor na condição de agente venha a alterar as informações contábeis: a compensação, o *turn-off* de gestores, os processos de aquisições e fusões. No caso da compensação, os gestores irão atuar de forma a obter vantagens relativas à remuneração variável (bônus, ações e opções), de forma a se

enquadrar dentro de uma faixa de resultados que propiciem uma compensação maior (Lambert, 2001). Neste caso irão operar tanto gerenciando resultado para aumentar, como para reduzir os indicadores que servem de medição do seu desempenho e assim determinar a sua própria remuneração.

Conforme aponta Martinez (2001) o gerenciamento de resultados opera dentro de uma série de possibilidades, ou seja, os gestores irão obter números contábeis seja atuando por meio dos accruals, pela reclassificação contábil e ainda pelo chamado gerenciamento real em que decisões operacionais serão utilizadas, para que sejam atingidos os resultados que se espera. Com a utilização dos accruals segundo Ronen e Yaari (2008), Paulo (2007), Martinez (2001) os gestores irão promover práticas que estarão acobertadas pelas regras contábeis vigentes e que, portanto, não configuram fraudes conforme aponta Dechow e Skinner (2000).

O gerenciamento de resultados terá de três grandes objetivos, conforme aponta Ronnen e Yaari (2008): *target earnings*; *income smoothing* e *big bath accounting*. No primeiro caso, *target earnings*, os gestores buscam gerenciar seus lucros como forma de melhorar ou piorar os resultados, portanto trabalham a maximização e minimização em busca de *benchmarks* (Martinez, 2001). Neste caso tem como motivação atender metas de mercado já esperadas por analistas de mercados (Paulo, 2007), ou ainda obter vantagens junto ao governo, como os estudos de Jones (1991) em que as empresas estavam sobre investigação quanto à adoção de práticas que reduziam os lucros, com fins de criar barreiras alfandegárias sobre produtos importados. Segundo Martinez (2001) o *income smoothing* é a prática de reduzir a variabilidade dos lucros como forma transmitir uma imagem menor risco. Na prática do *big bath accounting* ou *take bath* conhecido também como “grande banho”, segundo Ronen e Yaari (2008), o gestor irá promover minimização ou maximização radical nos resultados fusões.

Para a medição dos gerenciamentos de resultados vários modelos foram desenvolvidos ao longo das últimas três décadas, segundo Dechow, Hutton, Kim, & Sloan, (2012) que fazem em seu estudo uma análise comparativa dos modelos desenvolvidos. No caso daqueles que tiveram, como base, os accruals discricionários, a investigação por meio de histogramas como nos estudos de Healy (1985) e De Ângelo (1986). A partir dos modelos de Jones (1991), Jones modificado (Dechow et al, 1995) e o modelo KS Kang; Sivarakrishnan, (1995) foi proposto mais robusto com análises de regressão em modelos cross-section e temporal.

2.2 Recompra de ações

De acordo com estudo de autoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2017), o processo de recompra de ações define-se como o ato de uma companhia adquirir ações de sua própria emissão anterior. No Brasil a legislação autoriza duas modalidades de realizáveis de recompra de ações: mercado aberto e oferta pública de compra.

No caso da recompra ao Mercado Aberto – (*open-market share repurchases*) a recompra encontra respaldo legal dado pela Lei 6.404/76, artigo 30, bem como pelas seguidas instruções da CVM, a última Instrução 567 de 2015. De acordo com Gabrielli e Saito (2004), esta modalidade não é usualmente utilizada como instrumento de recompra parcial de ações, sendo sua principal aplicação quando do fechamento do capital da empresa. Na recompra ao mercado aberto, a companhia obrigatoriamente recompra toda a quantidade de ações anunciadas por um preço maior que a do mercado.

Por outro lado, no modelo de Oferta Pública de Compra – (*fixed-price self-tender offer*) a recompra encontra respaldo legal dado pela Lei 6.404/76, artigo 30, bem como pelas seguidas instruções da CVM, a última Instrução 567 de 2015. A recompra pelo método da Oferta pública de Compra (OPA) encontra-se limitada pelos mesmos dispositivos jurídicos da anterior,

entretanto, a empresa não está obrigada a fixar um valor a ser pago por cada ação recomprada, assim como à obrigatoriedade da quantidade anunciada. Por esse motivo, está é a modalidade mais comum no mercado brasileiro.

Abaixo segue a Tabela 1 com algumas hipóteses prováveis para a ocorrência do fenômeno de recompra de ações por parte das empresas, com base na teoria de finanças.

Tabela 1 – Hipótese e propósitos de recompras de ações

Hipótese	Propósitos
Hipótese da Expropriação dos Credores (Vermaelen, 1981).	Esta hipótese indica que a recompra de ações possa reduzir os ativos da empresa, reduzindo, por consequência, as garantias aos credores.
Hipótese da Sinalização aos acionistas sobre o valor da companhia (Vermaelen, 1981).	Trata-se do efeito de demonstrar ao mercado que as ações da companhia estão subavaliadas, gerando assim, uma expectativa positiva da empresa em relação às previsões do mercado.
Hipótese do <i>Payout</i> Flexível (Dittmar, 2000).	A autora demonstra que as recompras apresentam-se como alternativas mais flexíveis à distribuição de dividendos, pois não implicam o cumprimento integral daquilo que foi anunciado em contrapartida quando da divulgação dos dividendos.
Hipótese de Fluxo de Caixa Livre (Dittmar, 2000)	A autora apontou que a recompra é uma boa forma de distribuição do excesso de caixa devido a flexibilidade do processo. O excesso de caixa é distribuído aos acionistas com a recompra de ações.
Hipótese da Expropriação dos Acionistas Minoritários (Voss, 2012).	Partindo-se do pressuposto de que os acionistas majoritários possuem vantagens ao acessar a informações, estes saberiam quando os preços das ações estão subavaliados, com a finalidade de comprar as ações dos minoritários desinformados.
Hipótese de redução de problemas de agência (Gabrielli e Saito, 2004).	Os agentes poderiam obter incentivos pessoais para manter altos valores no caixa da empresa e/ou incorrerem em projetos com VPL negativo. A recompra de ações seria uma forma de proteção aos acionistas destes tipos de comportamento.

Fonte: Elaborado pelos autores com base na literatura científica sobre o tema.

Observa-se com base na Tabela 1 que os gestores e ou acionistas majoritários tem motivações diversas para a prática das recompras de ações. Como forma de reduzir a ação discricionária do gestor o estudo de Gabriele e Saito (2004) indica uma redução do caixa disponível na empresa, sendo esta uma forma de reduzir a prática de gerenciamento de resultados, assim espera-se uma relação significativa e negativa.

Por outro lado o próprio acionista na condição de majoritário e ainda o gestor proprietário de ações e ou opções como forma de remuneração, conforme afirma Voss (2012), poderia atuar de forma discricionária por meio do gerenciamento de resultados, como forma de obter ganhos, tendo em vista a recompra de ações subavaliadas e em um momento futuro obter ganhos com o crescimento de seu valor, uma vez que são detentores de informações privilegiadas quanto ao negócio da empresa. Neste caso espera-se uma relação significativa e positiva entre as variáveis recompra e gerenciamento de resultados.

Em uma terceira possibilidade pode-se não encontrar nenhuma relação entre os mecanismos de recompra de ações e a prática de gerenciamento de resultados, conforme aponta Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen (1995), neste caso a recompra teria como grande alvo, aumentar a confiança do investidor no negócio da empresa. Tratando-se então de um mecanismo de sinalização.

2.3. Relação entre gerenciamento de resultados e a recompra de ações.

Segundo Rodrigues (2013), uma empresa pode sujeitar-se ao oportunismo de seus administradores nas decisões contábeis devido à necessidade de sinalizar ao mercado valores ajustados (aumentando ou reduzindo), de forma a manipular os resultados futuros.

Em uma vertente correlata, Baptista (2008) expõe que o gerenciamento de resultado praticado no mercado de capitais pode seguir dois efeitos, reduzir o preço da ação ou manter o preço da ação alto. Em ambos os casos, os gestores estariam interessados em obter vantagens como recomprar ações com preço subavaliado (ex: expropriar acionistas minoritários) ou apenas sinalizar para o mercado, por meio da recompra, que empresa está passando por um bom momento financeiro.

Assim, a diversos motivos e intenções, legítimas ou não, para que os gestores decidam realizar a recompra de ações. Vários estudos a nível internacional e nacional tem buscado verificar esta prática. Este estudo pretende verificar a existência de gerenciamento de resultados quando da realização deste processo em empresas brasileiras. A Tabela 2 apresenta um breve compêndio das pesquisas internacionais que tratam do gerenciamento de resultados em relação com a recompra de ações.

Tabela 2 – Estudos internacionais sobre gerenciamento de resultados e recompra de ações.

Autor/Ano	Objetivo	Amostra	Resultado
(Haider, Black, Babin, Anderson e Tatham, 2012)	Analisar o Impacto do gerenciamento de resultados na política de dividendos de empresas do Paquistão	23 empresas listadas na Bolsa de Karachi (KSE), no período de 2005 a 2009.	<i>Accruals</i> discricionários têm impacto, ainda que fraco, na política de dividendos das empresas do

			Paquistão.
(Farrell, Unlu e Yu, 2014)	Evidenciar o uso de recompra de ações como um mecanismo de gerenciamento de resultado de empresas dos EUA.	A amostra contém 5.414 observações anuais de 1987 a 2011, coletadas das bases: COMPUSAT, I/B/E/S e CRSP.	Concluíram que recompras de ações se tornaram mais comuns como um mecanismo de gerenciamento de resultados.
(Stephens e Weisbach, 1998).	Avaliar a real intenção das dos gestores em programas de recompra de mercado aberto em empresas Holandesas.	Uma amostra de 450 programas de anúncios de recompras, de 1981 a 1990.	As recompras de ações foram negativamente relacionadas ao desempenho anterior do preço das ações, sugerindo que as empresas aumentaram suas compras dependendo do grau de subvalorização percebido.
(Rodríguez & Yue, 2008)	Examinar o gerenciamento de resultados em torno de recompras de ações ao mercado aberto das empresas Americanas	Foram utilizados 2.939 anúncios de recompra durante 1980 a 1998, provindos de diferentes bancos de dados estadunidense.	Foram encontradas evidências de que os gerentes gerenciam os lucros antes de recomprar ações.
(Vafeas, N., Vlittis, A., Katranis, P., Ockree, K. (2003)	Busca identificar a extensão do gerenciamento de resultados que precede as ofertas de recompra para uma amostra de empresas dos EUA.	Amostra foi composta por 100 ofertas coletadas entre 1984 e 1989.	Foi encontrada fraca evidência com a noção de que as recompras de ações são empregadas pelos administradores para explorar os acionistas por meio do gerenciamento de resultados.

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas pesquisas científicas sobre o tema

Verifica-se, portanto, na Tabela 2 que alguns estudos apontam para a existência de práticas de gerenciamento de resultado como no caso da pesquisa de Farrell, Unlu e Yu (2014) e Rodríguez & Yue (2008). No caso do estudo de Stephens e Weisbach (1998), os achados, demonstraram a intenção dos gestores em obter ganhos mediante o gerenciamento anterior a recompra das ações. Ao passo que o estudo de Vafeas, *et al.* (2003) não encontrou evidências que corroborassem com a devida prática. Assim observa-se que apesar da prática de gerenciamento existir, não necessariamente estará atrelada com a recompra de ações.

Na Tabela 3 estão apresentados os principais estudos nacionais que tratam do gerenciamento de resultados e recompra de ações.

Tabela 3 - Estudos nacionais sobre gerenciamento de resultados e recompra de ações

Autor/Ano	Objetivo	Amostra	Resultado
(Gordon, 2002)	Objetivou estudar as motivações pelas quais as empresas recompram suas ações, verificando a existência ou não de divisão de ganhos de eficiência com os acionistas minoritários.	45 operações de recompra de ações, feitas por 41 empresas entre 1994 e 2001.	O autor concluiu que existe um retorno anormal positivo para as ações durante o evento de <i>tender offer</i> . Este fato mostra que os controladores dividem parte dos ganhos futuros esperados com os acionistas minoritários
(Santos & Carvalho, 2010)	Investigar o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras que fecharam o capital.	A amostra utilizada foi composta por 132 empresas que realizaram o fechamento do capital no período de 1999 a 2009.	Foram achados indícios de que essas empresas manipularam seus ganhos aproximadamente dois anos antes de seu fechamento. Empresas cujos fechamentos ocorreram através de OPA tenderam a manipular seus ganhos para baixo.
(Nascimento, Galdi e	Verificar as	Coletado dados de	Os resultados

Nossa, 2011)	motivações determinantes para a recompra de ações no mercado de ações brasileiro.	todas as empresas listadas na Bovespa, no período de 1995 a 2008.	encontrados indicam que a motivação que se mostrou estatisticamente significativa foi a redução do fluxo de caixa disponível.
(Rodrigues, 2013)	Analisar se há maior evidência de comportamento oportunista dos gestores nos períodos que antecedem as Oferta Pública de Aquisição de Ações de companhias abertas	Composta por 65 empresas (320 observações) de empresas brasileiras de capital aberto, com ações na Bovespa e que participaram de processo de OPA no período de 2007 a 2012.	Não se confirmou com significância estatística a associação entre gerenciamento de resultados aos períodos mais próximos à realização da Oferta Pública de Aquisição de ações de companhias abertas.
(Sobrinho, <i>et al.</i> 2014)	Testar a teoria de que nas empresas Brasileiras com menor nível de gerenciamento de resultados optam pela distribuição de dividendos.	Amostra composta por empresas listadas na B3, com dados de 2003 a 2012. Excluídas as empresas financeiras e fundos, somou-se o total de 2.444 observações.	Os resultados não confirmam a relação entre a opção das empresas em pagar dividendos e um menor nível de gerenciamento de resultados.

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas pesquisas científicas sobre o tema.

Destacam-se os estudos de Santos & Carvalho (2010) e Rodrigues (2013), no primeiro caso verificou que empresas ao pretenderem fechar seu capital, por meio da aquisição das ações, manipularam os ganhos para baixo, assim verificou a prática de gerenciamento para redução de valores, cujo o interesse era reduzir o valor da empresa e dispender menos recursos na aquisição das ações. No segundo caso, por sua vez, no estudo de Rodrigues (2013) não se verificou a significância estatística entre gerenciamento de resultados e a prática de recompra de ações.

Neste estudo pretende-se discutir os resultados nos estudos anteriores a partir de um período mais recente (2014 a 2017), para assim avançar nos estudos desta prática no Brasil. Pretende-se corroborar, verificando-se, no mercado brasileiro, a prática de recompra de ações está aliada como a de gerenciamento de resultados como forma de sub valorizar as ações, tendo como na variável recompra uma das explicações para o aumento do nível de gerenciamento de resultados. Portanto levanta-se a seguinte hipótese:

H1 – As recompras de ações das empresas brasileiras estão relacionadas positiva ou negativamente com o com a prática de gerenciamento de resultados.

3. Metodologia

3.1. Pesquisa e amostragem

O estudo foi classificado como descritivo quanto seus objetivos e como documental em relação aos procedimentos, com abordagem quantitativa. A amostra foi composta pelas empresas do IBOVESPA listadas na B3, com exceção de empresas com atividades do tipo financeiro como bancos e fundos cuja normativa contábil tem tratamento diferenciado quanto a identificação, registro e mensuração das contas contábeis. Foram retiradas da amostra aquelas empresas que não possuíam dados suficientes para a análise proposta. Para a obtenção dos dados da B3, foi utilizado o software Economática. A utilização das empresas pertencente ao IBOVESPA é justificada em função do mesmo trazer aquelas empresas com ativos mais negociados e com maior representatividade, onde se espera ocorrer o maior número de recompra de ações. O período a ser considerado foi de 2014 a 2017 onde obteve-se um total de 36 empresas, após as exclusões acima descritas. No conjunto das empresas analisadas 60% realizaram a recompra de ações e o restante 40% não o fizeram, assim totalizaram 560 observações. O período foi escolhido considerando-se aquele que apresentou um crescimento maior, número de recompras de ações por parte das empresas. A lista das empresas alvo da pesquisa é apresentado na Tabela 4.

Tabela 4 – Amostra das empresas alvo do estudo

Nº	Empresa	Nº	Empresa	Nº	Empresa
1	AMBEV S/A	13	ENERGIAS	25	MRV
2	BRADESPAR	14	ESTACIO PART	26	NATURA
3	BRASKEM	15	FIBRIA	27	P.ACUCAR-CBD
4	BRF SA	16	GERDAU	28	PETROBRAS
5	CCR SA	17	HYPERMARCAS	29	QUALICORP
6	CEMIG	18	JBS	30	SID NACIONAL
7	COPEL	19	KLABIN S/A	31	SUZANO PAPEL
8	COSAN	20	KROTON	32	TELEF BRASIL
9	CPFL	21	LOCALIZA	33	TIM PART S/A
10	CYRELA REALT	22	LOJAS AMERIC	34	ULTRAPAR ON
11	ECORODOVIAS	23	LOJAS RENNER	35	USIMINAS
12	EMBRAER	24	MARFRIG	36	VALE

Fonte: Dados obtidos a partir do site da B3

3.2. Modelo utilizado para a estimação do nível de gerenciamento de resultados

O modelo utilizado para a determinação o gerenciamento de resultados será o de Jones modificado, apresentado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) sendo o mesmo modelo utilizado na maioria das pesquisas anteriores. Assim por meio das equações abaixo, foram determinados no primeiro momento os accruals totais mediante dados do balanço das empresas, no passo seguinte estes foram utilizados na estimação dos coeficientes da regressão e no termo erro, em seguida foram estimados os accruals não discricionários e por fim os accruals discricionários que serão alvos da análise da pesquisa:

Equação 1 – Determinar os accruals totais com dados dos balanços sendo o resultado do total da diferença entre a variação ativo circulante menos as disponibilidades e a variação do passivo circulante, menos os empréstimos e financiamento de curto prazo, menos a depreciação e a amortização.

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{\Delta AC_{it} - \Delta DISP_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{\Delta PC_{it} - \Delta FCP_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{DEP_{it} + AMORT_{it}}{AT_{it-1}} \quad (1)$$

Em que:

ACT_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;

ΔAC_{it} = ativo circulante da empresa *i* no período *t* menos o ativo circulante do período *t-1*;

$\Delta DISP_{it}$ = disponibilidades da empresa *i* no período *t* menos as disponibilidades do período *t-1*;

ΔPC_{it} = passivo circulante da empresa *i* no período *t* menos o passivo circulante do período *t-1*;

ΔFCP_{it} = empréstimos e financiamentos de curto prazo da empresa *i* no período *t* menos os empréstimos e financiamentos de curto prazo do período *t-1*;

DEP_{it} = despesas de depreciação da empresa *i* no período *t*;

$AMORT_{it}$ = despesas de amortização da empresa *i* no período *t*.

AT_{it-1} = ativo total da empresa *i* no período *t-1*;

Equação 2 e 3 - A partir dos *accruals* totais calculados (ACT_{it}) passa-se a determinação a estimação dos coeficientes que são seus determinantes conforme modelo de Jones (1991). Esta relação será indicada pelo valor da variação das receitas líquidas bem como com ativo permanente das empresas. Nesta proposta acredita-se que estas variáveis são as principais geradoras dos *accruals*. O passo seguinte foi introduzido pelo modelo modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), assim a partir dos coeficientes identificados na relação proposta da equação 2 estima-se os *accruals* não discricionários (AND) frutos da natureza do negócio da empresa. Foi incluído neste caso a variação dos clientes que deduzido das variações das receitas indicará possíveis ajustes realizados. Os valores dos betas representaram a relação dos *accruals* não discricionários. De posse dos coeficientes passa ao passo seguinte que é a estimação dos *accruals* com base

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \hat{\alpha}_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REC_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} = \hat{\alpha}_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CR_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}} \right) \quad (3)$$

Em que:

ACT_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ;

AND_{it} = *accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

AT_{it-1} = ativo total da empresa i no período $t-1$;

ΔCR_{it} = contas a receber da empresa i no período t menos o valor das contas a receber do período $t-1$;

ΔREC_{it} = receitas operacionais líquidas da empresa i no período t menos as receitas do período $t-1$;

AP_{it} = ativo permanente da empresa i no período t ;

$\hat{\alpha}_i, \beta_1, \beta_2$ = parâmetros específicos para cada empresa;

ε_{it} = termo de erro da regressão padronizado por AT_{it-1} .

Uma vez estimados os *accruals* não discricionários passa-se para a obtenção dos *accruals* discricionários (AD) que serão a diferença entre os ACT e AND cujo valor é calculado com base na equação (4) a seguir:

Equação 4: determinação dos *accruals* discricionários

$$\frac{AD}{AT_{it-1}} = \frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} - \left(\frac{AND}{AT_{it-1}} \right) \quad (4)$$

3.3. Modelo para estimação da relação recompra e gerenciamento de resultados

Após a determinação dos *accruals* discricionários que é a *proxy* para a variável gerenciamento de resultados. Foi utilizado o modelo de dados em painel, os painéis foram desbalanceados uma vez que foram mantidos na amostra aquelas empresas que não dispunham de informações em um determinado trimestre. Assim foi elaborada a equação que verifica a influência da RECOMPRA DE AÇÕES sendo esta variável uma dummy que assumirá o valor 1 se houve recompra e 0 caso contrário. No próximo passo foi elaborada a equação que verifica a relação da recompra de ações com o gerenciamento de resultados tendo como variável dependente AD (*Accruals* Discricionários) que é representada pelo resultado obtido da equação 4. Como variáveis de controle foram inclusos o ENDIVIDAMENTO, ROA e o TAMANHO da empresa, conforme indicação na literatura sobre gerenciamento de resultados indicadas na tabela 5 na equação 3 abaixo apresentados:

Equação 5: Regressão dos *accruals* discricionários em função da recompra de ações:

$$AD = \hat{\alpha}_i + \beta_1 DRCOMP_{it} + \beta_2 ENDIV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Tabela 5 – Descrição das variáveis da regressão

Nome da Variável	Símbolo	Cálculo	Referência	Sinal Esperado
Variável Dependente				
Accruals Discricionários	AD	Rrepresenta a diferença entre os	Jones (1991), Jones	+/-

		accruals totais e os accruals não discricionários.	modificado (Dechow et al, 1995) e o modelo KS Kang; Sivarakrishnan, (1995)	
Variáveis Independentes				
Recompra de ações	<i>DRCOMP_{it}</i>	Variável Dummy que assume o valor 1 para empresas que efetuaram a recompra de ações e 0 para aquelas não efetuaram	Bens et al (2003); Mc Donad (1990); Vafeas, et. al, (2003) e Rodriguez e Yue (2008).	-/+
Endividamento	<i>ENDIV_{it}</i>	<u><i>Passivo Oneroso</i></u> <i>Ativo</i>	DeFond e Jiambalvo (1994), Nardi e Nakao (2009) Castro e Martinez (2009))	+
Retorno s/ o Ativo	<i>ROA_{it}</i>	<u><i>Lucro</i></u> <i>Ativo</i>	Francis, Lafond, Olsson e Schipper (2005); Joia e Nakao (2014)	+
Tamanho	<i>TAM_{it}</i>	<i>Ln Ativo</i>	Peranasari e Dharmadiaksa (2014), e Alexandri (2014); de Ashari, Koh, Tan e Wong (2012)	-

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4. Procedimentos metodológicos para estimação do modelo econométrico.

O modelo proposto inicialmente para análise das regressões é o modelo dos mínimos quadrados (pooled OLS) para dados em painel uma vez que se trata de dados que incorporam

variáveis heterogêneas dentro dos grupos bem com variáveis que assumem valores diferenciados ao longo do tempo, foi estimado também o modelo de efeitos fixos. Em seguida verificou-se através do teste Chow a possibilidade de rejeitar ou não o modelo pooled em detrimento de efeitos fixos. No passo seguinte estimou-se o modelo de efeitos aleatórios e o teste de Breusch-Pagan que define a utilização do modelo pooled (hipótese nula) em detrimento ao modelo de efeitos aleatórios. Definindo-se então em função do modelo de efeitos aleatórios verificou-se que não havia problema de auto correlação serial utilizando o Wooldridge. Por fim verificou-se existência de heterocedasticidade pelo teste de Wald sendo, neste caso, foi positivo a sua presença, assim optou-se por gerar o modelo robusto para o problema, sendo os mínimos quadrados generalizados factíveis (FGLS).

4. Análise dos Resultados

A partir dos resultados obtidos com base nos modelos econométricos, foi possível obter os dados necessários para a análise da relação entre a variável recompra de ações com a variável AD proxy do gerenciamento de resultados. As tabelas a seguir apontam as características descritivas dos dados.

Tabela 6: Estatística Descritiva das variáveis do estudo

Variável	Obs.	Média	Desvio	Mínimo	Máximo
AD	560	0.0157575	0.0330001	-	0.1862708
RECOMP	560			40%	60%
ROA	560	0.0252402	0.41129	-0.2676942	0.2056411
ENDIV	560	0.0761845	0.0564915	0	0.3193776
TAM	560	17.01619	1.148489	14.52785	20.65237

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base na Tabela 6 se verifica a estatística descritiva das variáveis do modelo. Observa-se a existência de uma grande variabilidade nos valores de gerenciamento de resultados (AD) entre as empresas, o que sugere a existência uma prática comum seja no sentido de redução dos ganhos bem como para o aumento. Da mesma forma percebe-se grandes variações em torno da média para as variáveis ROA denotando diferentes níveis de desempenho entre as empresas selecionadas. Por um outro lado segue-se que a baixa variação entre o tamanho das empresas selecionadas bem como níveis de endividamentos com baixa variabilidade demonstrando empresas similares. Deve-se levar em consideração a condição de tratamento de dados anteriormente realizado com a divisão das variáveis pelo ativo total o que possibilitou uma análise mais robusta e mais homogênea das empresas em função do tamanho. A variável RECOMP trata-se conforme exposto de uma *dummy* obtendo apenas os valores 1 e 0, não sendo possível então obter variáveis descritivas do tipo média e desvio, optou-se então por apresentar o percentual de empresas, dentro da amostra selecionada, que realizaram a recompra no caso indicado pela coluna máximo 60% e 40% representando o número de empresas não realizaram a recompra no período analisado

Tabela 7: Estimativa FGLS da equação 6 com o modelo de efeitos aleatórios

Variáveis	CONSTANTE	DRECOMPRA	ENDIVAT	ROA	TAM
coeficiente	-0.0059828 (0.0158269)	-0.043002 (0.0032404)	0.0400794 (0.0200133)	0.0471237 (0.027583)	0.0005777 (0.0008808)
P-valor	0.705	0.189	0.045**	0.088***	0.512

*significativa ao nível de 5%

*significativa ao nível de 10%

Número de observações: 560

Número de grupos: 35

Número mínimos de obs. p/ grupo: 16

Estatística Wald-Chi² (4) = 9,69 => prob>Chi²: 0,0461

Tabela 8: Resumo dos testes de validação do modelo utilizado.

Resumo dos resultados dos testes

1- Adequação do modelo pooled

Teste VIF: 1,08

Teste RESET: F (3,552) = 1,57 =====> Prob>F = 0,1945

2- Escolha do melhor modelo de estimação:

Teste Chow: F (34,521) = 2,91 =====> Prob>F = 0,0000

Teste Breuch-Pagan: chi²(38,82) =====> Prob>Chi² = 0,0000

Teste Husman: chi²(177) =====> Prob>Chi² = 0,7783

Teste Wooldridge: F (1,34) = 0,055 =====> Prob>F = 0,8168

Teste de Wald para heterocedasticidade: chi²(34) = 206,45 =====> Prob>chi² = 0,0000

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos resultados da pesquisa

Os testes realizados por meio do software STATA podem ser visualizados na Tabela 8 que tratam da adequação do modelo utilizado. Quanto à adequação do modelo, portanto foi realizado o teste VIF (fator de inflação da variável) que apresentou o resultado dentro dos padrões onde se pode afirmar que não existem problemas de multicolinearidade. O teste RESET por sua vez verifica a correta especificação do modelo como o valor da estatística F não foi significativo não se rejeita H₀ e, portanto, a equação está bem especificada.

Uma vez validado o modelo pode-se proceder à análise das variáveis. A variável em estudo utilizada com a *dummy* RECOMPRA, busca verificar se este processo tem alguma relação com o gerenciamento de resultados, uma vez que não foi significativa, não se obteve evidências estatísticas suficientes para tirar qualquer conclusão, o que corrobora com os estudos de Rodrigues (2013) quando não se verificou nenhuma relação do gerenciamento com recompra de ações mas discorda dos estudos de Santos e Carvalho (2010) em que se verificou a prática de redução dos ganhos com fins de se obter ganhos futuros.

Considerando-se a base utilizada nos estudos pode se perceber que esta pesquisa bem como a Rodrigues (2013) investigou dados em um ambiente de normatização contábil ao passo que o de Santos e Carvalho (2010) em um ambiente contábil anterior e diferente, portando percebe-se uma possível influência nesta prática em ambientes contábeis diferentes. O estudo

de Cardoso, Souza e Dantas (2015) confirmam em seus estudos a diferenciação da prática de gerenciamento de resultados em ambientes BRGAAP e de IFRS.

A variável ENDIV que verifica a relação entre o endividamento e o nível de gerenciamento de resultados mostrou-se positiva e significativa ao nível de 5%, pode-se afirmar, portanto que existe evidência estatística de que a cada variação de uma unidade do endividamento este provoca um aumento no nível de gerenciamento. Portanto com base na amostra estudada os gestores tem maior inclinação a gerenciar resultados com maiores níveis de endividamento o que corrobora com os resultados de DeFond e Jiambalvo (1994) que aponta para o fato de que gestores agem de forma a alterar os resultados contábeis melhorando seus resultados quando estão prestes a quebrar as cláusulas *covenants*. Ainda espera-se uma ação no sentido de redução do custo de capital com a melhora dos indicadores segundo os mesmos achados de Nardi e Nakao (2009) e Castro e Martinez (2009).

A outra variável que apresentou significância a nível de 10% foi a variável ROA que representa o desempenho da administração na geração de resultados a partir de uma eficiente utilização do ativo da empresa. Esta variável indicou uma relação positiva da ordem de 0,047% em relação ao gerenciamento de resultado assim pode se afirmar que existem evidências estatísticas ao nível de 10% de significância, que o aumento da rentabilidade do ativo representa uma variação positiva no nível de gerenciamento de resultados. O que está de acordo com os achados de Francis, Lafond, Olsson e Schipper (2005) e Joia e Nakao (2014) em que a medida que a empresa tem um aumento da rentabilidade está mais propícia a pratica de gerenciamento.

5. Conclusões

Esta pesquisa teve como objetivo verificar a influência da recompra de ações por parte das empresas, nos mecanismos de gerenciamento de resultados. Para tanto utilizou de uma amostra de 36 empresas no período de 2014 a 2017 totalizando 560 observações. O modelo de Jones modificado Dechow, Sloan e Sweeney (1995) foi utilizado para se estimar os *accruals* discricionários que são a *proxy* do gerenciamento de resultados. O modelo de regressão de dados em painéis com efeitos aleatórios foi utilizado para estimar os valores das variáveis sujeito as validações em termos de significância.

Os resultados indicaram que a variável recompra de ações não possui significância estatística, portanto têm-se evidências estatísticas de que não tem uma relação com os mecanismos de gerenciamento de resultados. Este resultado não vai de encontro aos resultados obtidos por Farrell, *et al.*, (2014) e Stephens e Weisbach, (1998) estudos americanos que identificaram a prática de gerenciamento de resultados nas práticas de recompras de ações como forma de obter ganhos. Verifica-se que o estudo de Rodrigues (2013) chegou as mesmas conclusões. Pode-se de inferir uma possível influência do cenário brasileiro, e que as recompras de fato podem estar alicerçadas como mecanismos de sinalização.

Outros resultados apontaram que as variáveis: endividamento e retorno sobre o ativo apresentam evidências estatísticas que influenciam positivamente os mecanismos de gerenciamento de resultados. Estas confirmações indicam a presença do gerenciamento de resultados no mercado brasileiro e que este tem uma relação com motivações contratuais em relação a contratos com credores (endividamento) e gestores (remuneração com base em retornos da empresa).

Os resultados da pesquisa contribuem para ao avanço das pesquisas que tratam dos determinantes do gerenciamento de resultados. E promovem ainda a discussão com achados anteriores sobre a mesma questão. Traz implicações no sentido de se apontar de fato, a presença de gerenciamento de resultados aliados a recompra de ações no mercado brasileiro. As limitações do estudo podem ser apontadas na base de dados utilizada com um número muito pequeno de empresas, no caso escolheu-se em função daquelas que efetuaram a efetiva recompra de ações no período analisado. O baixo volume de empresas que utilizaram o mecanismo de recompras de ações pode ter impactado os resultados obtidos o que se sugere a utilização de um período maior e mais recente de análise. Sugere-se ainda a utilização de empresas cujos gestores sejam proprietários de ações das empresas, e a sua relação com a questão da concentração de propriedade o que pode motivar o gerenciamento de resultados em momento de recompra de ações.

6. Referências

- Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in Economics* (pp. 235-251).
- Alexandri, Benny Moh. (2014). Income Smoothing: Impact Factors, Evidence in Indonesia. *International Journal of Small Business and Entrepreneurship Research*, 3(1), 21-27.
- Ashari, N., Koh, H. C., Tan, S. L., & Wong, W. H. (1994). Factors affecting income smoothing among listed companies in Singapore. *Accounting and business research*, 24(96), 291-301.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.
- Bens, A., Nagar, V., Skinner, D., Wong, M. (2003) Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*. 36 (1-3), 51-90.
- Bressane, B. P., & Carvalhal, A. (2016). A relação entre os programas de recompra de ações, o comportamento dos insiders e a governança corporativa no Brasil. In Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia [Proceedings of the 43rd Brazilian Economics Meeting] (No. 135). ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics].
- Cardoso, R. L., de Souza, F. S. R. N., & Dantas, M. M. (2015). Impactos da Adoção do IFRS na Acumulação Discricionária e na Pesquisa em Gerenciamento de Resultados no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 65-84.
- Castro, M. A. R., & Martinez, A. L. (2009). Income smoothing, custo de capital de terceiros e
- Copeland, T. E. e Weston, J. F. (1992) *Financial theory and corporate policy*. 3 ed. Eddison Wesley, Reading, Chapters 19 and 20.
- Dann, L., (1981) Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders', *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 2.

- Dann, L., R. Masulis and D. Mayers, (1991) ‘Repurchase Tender Offers and Earnings Information’, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, No. 3.
- Dechow, P. & Skinner, D. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of accounting research*, 50(2), 275-334.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dechow, P.M., Richardson, S.A., Tuna, I., 2003. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Rev. Account. Stud.* 8, 355–384.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 145-176.
- Dhaliwal, D. S. (1980). The effect of the firm's capital structure on the choice of accounting methods. *The accounting review*, 55(1), 78.
- Dittmar, Amy K. (2000) Why Do Firms Repurchase Stock*. *The Journal of Business*, v. 73, n. 3, p. 331-355.
- estrutura de capital no Brasil. 77-100.
- Farrel, K., Unlu E., Yu, J. (2014) Stock repurchases as an earnings management mechanism: The impact of financing constraints. *Journal of Corporate Finance* 25 p. 1–15.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Gabrielli, Marcio Fernandes; Saito, Richard. (2004) Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 44, n. 4, p. 54-67.
- Gong, G., Louis, H., & Sun, A. X. (2008). Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *The Journal of Finance*, 63(2), 947-986.
- Gordon, A. (2008). Recompra de ações: uma abordagem empírica. 2002 (Doctoral dissertation, Dissertação (Mestrado em Eco)).
- Guttman, I., & Marinovic, I. (2018). Debt contracts in the presence of performance manipulation. *Review of Accounting Studies*, 23(3), 1005-1041.
- Haider, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman Editora.
- Healy P., and J. Wahlen. (1999) ‘A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting’, *Accounting Horizons*, December.

- Healy, P.M., (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *J. Account. Econ.* 7, p. 85–107.
- Jensen, M. C., & Mecking, W. H. (2008). Teoria da firma: comportamento dos administradores, custo de agência e estrutura de propriedade. *RAE*, 48(2), pp. 87-125.
- Joia, R. M., & Nakao, S. H. (2014). Adopção de IFRS y gerenciamento de resultado en las empresas brasileñas de capital abierto. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 8(1), 22-38.
- Jones, J.(1991) Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*. Chigaco, v. 29, n. 2, p. 193-228, Autumn,.
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of accounting Research*, 353-367.
- Lambert, R. A. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 3-87.
- Martinez, A. L. (2001). Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo. Recuperado de: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/pt-br.php>
- Miller, M., & Prondzinski, D. (2017). Stock Repurchases: Do They Add to Shareholder Value Over Time? *Journal of Accounting and Finance*, 17(4), 48-62.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51),
- Nascimento Sandro De Freitas; Galdi, Fernando Caio; Nossa, Sylvania Neris. (2011) Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 12, n. 5, p. 98.
- Paulo, E. (2007). Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. (Tese de Doutorado), Universidade de São Paulo. Recuperado de: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/pt-br.php>
- Peranasari, Ida Ayu Agung Istri and Dharmadiaksa, Ida Bagus. (2014). Income Smoothing Behaviour, and the Affecting Factors. *E-Journal Akuntansi Universitas Udayana*, 8(1), pp. 140-153.
- Rodrigues, Luiz Fernando. (2013) Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012. (Dissertação de Mestrado) Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Recuperado de : http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/12924/1/2013_LuizFernandoRodrigues.pdf

- Rodríguez, A., & Yue, H. (2005). Open market share repurchases and earnings management. *Available at SSRN 2342273*.
- Santos, I. T., & de Carvalho, A. G. (2010, September). Gerenciamento de resultados em fechamento de capital. *In 32º Meeting of the Brazilian Econometric Society*.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91.
- Skinner, D.J., Sloan, R.G., (2002). Earnings surprises, growth expectations and stock returns, or, don't let na earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7, 289–311.
- Stephens, C.P., Weisback, M.J. (1998) Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance*, 53(1), p. 313-333.
- Vafeas, N., Vlittis, A., Katranis, P., Ockree, K. (2003) Earnings Management Around Share Repurchases: A Note. *Abacus*, Vol. 39, No. 2.
- Van Tendeloo, B., & Vanstraelen, A. (2005). Earnings management under German GAAP versus IFRS. *European Accounting Review*, 14(1), 155-180.
- Vermaelen, T., (1981) 'Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study', *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 2.
- Voss, Jordan. (2012) Why do Firms Repurchase Stock? *Major Themes in Economics*, v. 14, p. 55-75.
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Upper Saddle River: Prentice Hall.