

PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E A IMINÊNCIA DO FECHAMENTO DE CAPITAL

THAÍS PRISCILA ROCHA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS - UFMG

WESLEY CIRINO DOS SANTOS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

RAFAELLA DUARTE MIRANDA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

RENATA TUROLA TAKAMATSU

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E A IMINÊNCIA DO FECHAMENTO DE CAPITAL

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é uma das formas de intermediação financeira que possibilita a troca de recursos entre os agentes que nele atuam. Nesse mercado é propiciada a capitalização de recursos das empresas que negociam seus papéis, como as ações, debêntures, *commercial papers* e bônus de subscrição (PEROBELLI, 2007). Está estruturado de forma a suprir as necessidades dos investimentos dos agentes econômicos, e é constituído pelas instituições financeiras não bancárias, instituições auxiliares e instituições que compõem o sistema de poupança e empréstimo. Dentre as possibilidades de financiamento, encontram-se as emissões de ações (ASSAF NETO, 2006).

Eid Junior e Horng (2005) asseveram que a decisão de listagem, bem como a decisão de fechamento de capital, é uma análise dos custos e benefícios: o fechamento ocorre quando os benefícios da listagem são inferiores aos seus custos, enquanto que as empresas que mantêm a sua listagem avaliam que os benefícios superam os custos. Contudo, no mercado de ações, os agentes não possuem o mesmo nível informacional, sendo que os gestores e agentes internos da companhia possuem uma maior qualidade informacional do que os investidores externos. Dentre as informações obtidas por intermédio da Contabilidade, Martinez (2008) destaca que o resultado financeiro consiste em uma das mais importantes informações para os usuários pois, com base nesses números, é que o investidor consegue avaliar o desempenho das empresas.

A contabilidade de um país segue os princípios geralmente aceitos do padrão adotado. Sendo que tais padrões possibilitam aos gestores uma margem de discricionariedade para melhor retratar a situação econômico-financeira da entidade. Esta discricionariedade pode não gerar informações relevantes e fidedignas aos usuários, proporcionando o comportamento oportunístico do gestor. Nesse contexto, há possibilidade de alteração das informações financeiras por meio do gerenciamento de resultados, em que as demonstrações contábeis passam a não demonstrar a real situação da empresa e a visão dos investidores sobre o atual desempenho econômico da companhia fica distorcida (HEALY; WAHLEN, 1999). Para Silva, Souza e Klann (2017) a qualidade da informação contábil é necessária para que usuários responsáveis pelas decisões possuam informações relevantes sobre as características do desempenho financeiro das empresas. Assim, a qualidade dos demonstrativos financeiros é condição indispensável para a segurança do usuário no momento de examinar a empresa (MOURA; ZILIOOTTO; MAZZIONI, 2016). Adicionalmente, Paulo (2007) afirma que a baixa qualidade da informação contábil ocorre quando os relatórios contábeis são gerenciados.

Segundo Coelho e Lopes (2007) o estímulo à prática de gerenciamento de resultados pode estar vinculado às motivações associadas ao mercado de capitais, sejam elas contratuais ou vinculados a regulamentações e custos políticos. Assim, a possibilidade iminente do fechamento de capital pode ser considerada como um dos motivadores às práticas de gerenciamento de resultados. Desta forma, após a abertura de capital, empresas podem alcançar um estágio onde avaliam os prós e contras de sua permanência ou não no mercado de capitais (MILITÃO, 2012). Dentre as possibilidades, o gerenciamento de resultados pode ser utilizado como motivação para o fechamento de capital (SANTOS; CARVALHO, 2010).

Para Fields, Lys e Vicente (2001) quando uma empresa decide fechar o seu capital, podem ocorrer conflitos de interesse entre os gestores, controladores e acionistas, e também, práticas de gerenciamento de resultados com o intuito de transmitir uma imagem distorcida dos números contábeis da empresa. Visto que o uso do gerenciamento de resultados é possível, os usuários externos das informações contábeis não sabem se os valores apresentados são de fato os que representam a realidade da empresa, e se o fechamento de

capital ocorreu devido a dificuldades operacionais e financeiras ou por decisões dos gestores que optam por apresentar prejuízos sucessivos, fruto de escolhas contábeis intencionais (SOUZA, 2013).

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, segundo Souza *et al.* (2013), a escassez de estudos relacionados ao tema deixa espaço para novas pesquisas, principalmente porque os incentivos podem ser diferentes daqueles de outros países. Nesse sentido, considerando que as empresas podem adotar práticas para gerenciar os resultados de forma a justificar o fechamento de capital, desenvolve-se a seguinte questão de pesquisa: *qual a relação entre o processo de fechamento de capital e as práticas de gerenciamento de resultados por parte das companhias brasileiras listadas na B3?* Dessa forma, pretende-se identificar se existem indícios de que as empresas listadas na B3 gerenciaram seus resultados para fecharem seu capital voluntariamente.

Eid Júnior e Horng (2005) afirmam que as pesquisas referentes ao fechamento de capital são importantes, pois é de grande valia para os investidores analisarem corretamente a decisão de manter ou não o capital no mercado de ações visando à ampliação do retorno esperado. Segundo Bortolon e Silva Junior (2015) tem se observado no mercado de capitais um movimento de fechamento de capital das companhias abertas. Estudos como os de Michelsen e Klein (2011) na Alemanha, e Boot, Gopalan e Thakor (2006, 2008) nos Estados Unidos da América indicam que o número de companhias que optam pelo fechamento do capital tem aumentado. Assim, a relevância deste estudo se dá, pelo fato de no mercado de capital brasileiro observar-se movimento semelhante (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015), avançando-se na literatura com os estudos relacionados ao fechamento de capital.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Teoria da Agência e Gerenciamento de Resultados

Jensen e Meckling (1976) apresentaram a relação de agência como um contrato sob o qual esperam que os indivíduos assumam postura de principal e agente. Sendo que o principal é aquele que delega funções decisórias ao agente com a finalidade de que este alcance resultados em seu benefício. De acordo com Lima, Amaral e Araujo (2008) o pressuposto da Teoria da Agência está na relação entre agente (administrador) e principal (proprietário), na qual o administrador dispõe de informações privilegiadas e suas ações afetam o bem-estar entre as partes, sendo dificilmente observáveis pelo proprietário. A incongruência entre o comportamento desejado pelo principal e o apresentado pelo agente é caracterizada por Ross (1973) como conflito de agência; este conflito aparece quando existem informações assimétricas, apesar de ter sua origem em interesses divergentes (SARDENBERG, 2009).

O comportamento oportunístico do agente, que busca maximizar seu bem-estar, acarreta o conflito de interesses entre o agente e principal, isso porque o administrador pode tanto manipular os números contábeis quanto fornecer informações incompletas ao proprietário, propiciando a presença de assimetria informacional, fenômeno esse que ocorre quando um ou mais agentes econômicos possuem informações superiores aos de outra parte. (BELO; BRASIL, 2006; NASCIMENTO; REGINATO, 2008; HEALY; WHALEN, 1999).

As práticas contábeis discricionárias adotadas pela gestão da empresa a fim de atender a uma das motivações do gerenciamento de resultados (GR), condizente com a Teoria da Agência, esta influenciada pelos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983), os quais 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.

Assumindo que os gestores são maximizadores de sua utilidade, há motivos suficientes para fazer escolhas contábeis, que em última análise, lhes trarão benefícios, através do gerenciamento de resultados. Para Martinez (2001) o gerenciamento de resultados não decorre exclusivamente da manipulação formal das contas de resultados. Em alguns casos, o gerenciamento pode derivar de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa. Dechow et al. (1995) listam diversas técnicas para o gerenciamento de resultados, destacando-se: i) mudanças nos procedimentos contábeis; ii) uso de elementos discricionários do fluxo de caixa, como acelerar ou retardar recebimento de vendas, gastos com pesquisa, desenvolvimento e publicidade, além de outros gastos discricionários (de forma operacional); iii) ajustes contábeis discricionários em relação ao regime de competência (específicos do tipo elevação ou redução de provisão para devedores duvidosos, reconhecimento antecipado de receitas; ou efetuados de forma genérica).

De acordo com Martinez (2001) o GR é classificado com base em três objetivos específicos: i) gerenciamento de resultados para aumentar ou diminuir os lucros (*target earnings*); ii) gerenciamento dos resultados contábeis para reduzir a variabilidade (*income smoothing*) e; iii) gerenciamento dos resultados para reduzir lucros correntes em prol de lucros futuros (*big bath accounting*). Assim, a manipulação desses resultados tem o propósito de não expressar a realidade do negócio. Coelho e Lopes (2007) destacam que o gerenciamento de resultados não acontece necessariamente para aumentar o lucro reportado, podendo o gestor buscar reduzir o lucro (a fim de reduzir expectativas futuras) para demonstrar menor risco.

Para Martinez (2001) uma das formas de manipular os resultados é através dos *accruals*, ou seja, o resultado é gerenciado por meio das acumulações provenientes de contas de resultado que entram no cômputo do lucro contábil, mas que não implicam necessariamente em movimentação no fluxo de caixa. Roychowdhury (2006) relata que o manejo dos *accruals* contábeis não tem consequências diretas no fluxo de caixa da empresa e decorre simplesmente do regime de competência, o qual determina que o registro das transações contábeis da entidade seja efetuado no período em que são realizáveis. Assim, reconhece-se a receita de acordo com sua realização, confrontando-se as despesas necessárias para a sua efetivação (Martinez, 2001).

Dentre os momentos específicos analisados na literatura como motivadores às práticas de gerenciamento de resultados, o fechamento de capital é compreendido como uma área de pesquisa. Nesse contexto, observa-se que algumas empresas abrem seu capital, porém se sua permanência não é bem sucedida, chegam a um estágio que devem avaliar se continuam ou não com seu capital aberto (MILITÃO, 2012). Para Coelho e Lopes (2015) a análise de permanência no mercado de capitais é estímulo as práticas de gerenciamento de resultados, uma vez que após atingir determinado estágio a listagem não é mais vantajosa. Saito e Padilha (2015) acrescentam que ao fechar o capital ocorre uma reunificação entre propriedade e controle, permitindo que a empresa dispense uma série de custos advindos do conflito de agência, tais como os custos de monitoramento.

2.2. Mercado de Capitais e o fechamento de capital

Segundo Cavalcante, Misumi e Rudge (2005), o mercado de capitais (constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas) é um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. Com isso, o mercado de capitais é composto por dois momentos, sendo eles: a abertura de capital para negociação de títulos e a retirada do mercado por meio do fechamento de capital.

Segundo Souza *et al* (2013) para compreender os benefícios do fechamento de capital de uma empresa, primeiramente é preciso analisar as vantagens de se abrir o capital. Dentre as vantagens de abertura de capital, destaca-se a liquidez patrimonial, a redução do custo do

capital e ganho de visibilidade (MILITÃO, 2012). Merton (1995) classifica a abertura de capital como uma oportunidade para entidade diversificar sua carteira de investimentos e consequentemente reduzir sua exposição ao risco do negócio. Em contrapartida, Monezi (2004) indica como sendo as principais desvantagens em ter o capital aberto a contratação de assessorias e auditoria e custos para manutenção do capital aberto.

Em relação ao fechamento de capital, Bortolon e Silva Junior (2015) definem oito fatores determinantes para o *delisting* voluntário, são eles: estrutura de propriedade (concentração de votos e *free-float*), liquidez, disponibilidade de caixa, pagamento de dividendos, crescimento, tamanho e endividamento. Para Siqueira (2010) são três as principais causas para a decisão de fechamento de capital: custos, reestruturação societária e não necessidade de captação de recursos (quando a empresa está estável financeiramente e não precisa mais de capital externo).

De acordo com Leuz, Triantis e Wang (2008) o processo de fechamento de capital é segmentado em três eventos, cancelamento de registro, “*go dark*” e *delisting*. O cancelamento do registro é caracterizado como processo de encerrar do registro das ações negociadas na bolsa de valores. A empresa, assim, suspende ou encerra as obrigações de fornecimento de informação da companhia por força do imperativo legal. O “*Go dark*” refere-se ao evento de cancelamento de registro voluntário das ações de uma companhia de capital aberto da bolsa de valores, porém com a manutenção da negociação de ações em transações de balcão. Espera-se que as companhias que passam pelo processo “*go dark*” sejam menores, tenham menos oportunidades de crescimento, estejam mais tensas e tenham desempenho operacional mais pobre (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; MAROSI; MASSOUD, 2007).

O *delisting* ou as transações do tipo de capital aberto para capital fechado (*Public to Private Transactions* – PTP) ou mesmo o fechamento de capital, geralmente, tomam a forma de uma Oferta Pública para Aquisição (OPA) da totalidade das ações em circulação no mercado, como condição para o fechamento de capital da companhia. Assim, todos os acionistas que não tiverem interesse em se manter sócios de uma sociedade de capital fechado têm a oportunidade de vender suas ações antes da retirada dos papéis do mercado. O preço pago por essas ações será determinado por uma empresa especializada e com experiência, que utilizará um método aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para garantir aos acionistas minoritários um preço justo (LEUZ; TRIANTIS; WANG, 2008; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014).

Segundo Militão (2012) para uma companhia fechar o seu capital, e consequentemente, cancelar seu registro de companhia de capital aberto na CVM, é necessário que ela se disponha a adquirir todas as ações em circulação no mercado. A forma exigida pela legislação é que essa aquisição se faça por meio de uma OPA. Eizirik *et al.* (2008) afirmam que a OPA se destina a conferir, a todos os acionistas de determinada companhia aberta, igualdade de condições na alienação das ações de sua propriedade, nos casos em que possa haver alterações significativas na composição acionária da companhia. Trata-se de assegurar que uma pessoa, ao adquirir uma quantidade substancial de ações de uma companhia aberta, ofereça oportunidade de venda para todos os outros acionistas, ao mesmo tempo e ao mesmo preço.

2.3. Pesquisas Anteriores

Na realidade brasileira, estudos como Santos e Carvalho (2010), Souza *et al.* (2013), Bortolon e Silva Junior (2015) e Saito e Padilha (2015) avaliaram os determinantes do fechamento de capital das empresas que negociam títulos no mercado acionário.

Santos e Carvalho (2010), evidenciaram através de estudo empírico, que ocorreram práticas de gerenciamento de resultados durante o fechamento de capital. Os autores demonstraram que a parcela manipulável do resultado contábil, os *accruals* discricionários, é

utilizada para tal fim. Os autores investigaram por meio de métodos econométricos executados por diferentes estimadores (painel de efeito fixo, efeito aleatório e pooled – OLS) a relação de gerenciamento de resultados e fechamento de capital em empresas brasileiras no período de 1999 a 2009. O trabalho investigou, através de diferentes *proxies* de gerenciamento de resultados (Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA), a relação entre a manipulação dos números contábeis e o *delisting* das 132 empresas listadas na bolsa de valores brasileira que fecharam o seu capital nesse período.

Souza *et al.* (2013) analisaram 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. O estudo é composto pelas companhias que fecharam o capital de 2000 a 2012. Os autores analisaram, através de duas métricas de gerenciamento de resultados, os *accruals* discricionários e a suavização de resultados, por meio dos modelos KS (1995) e Eckel (1981), respectivamente as práticas de gerenciamento de resultados e os efeitos do fechamento de capital nas empresas brasileiras, levando em consideração os motivos divulgados pelo *delisting* voluntário. Mediante as evidências encontradas, o fechamento de capital, em geral, influencia na prática de gerenciamento de resultados, entretanto, não de maneira diferente dos motivos investigados (voluntário ou incorporação).

No estudo realizado por Bortolon e Silva Junior (2015), que teve como objetivo identificar os fatores determinantes para o fechamento de capital das empresas listadas na B3. Foram definidos oito fatores determinantes para o fechamento do capital: a estrutura de propriedade da companhia, o free-float (percentual de, no mínimo, 25% de ações da empresa em circulação no mercado acionário), a liquidez de suas ações, a disponibilidade de caixa, o pagamento de dividendos, o tamanho, o crescimento e o endividamento da organização. Para o referido estudo, foram utilizados dados de 227 empresas no período de 12 anos entre 2001 e 2012. O modelo econométrico estimado foi o logit, e os resultados encontrados mostraram que o fechamento de capital das empresas é determinado pela maior concentração da propriedade e do controle, pelo menor free-float, pela menor liquidez das ações da companhia, pela maior disponibilidade de caixa e pelo maior tamanho da organização. Os autores concluíram que a maior concentração de propriedade e do controle é a variável que mais influencia empresas na tomada de decisão para o fechamento do seu capital e que, a partir desse fator, os demais são implementados gradativamente até se concluir o processo.

Saito e Padilha (2015) também realizaram um estudo para descobrir quais os possíveis determinantes que levaram empresas a fecharem o seu capital. Os autores utilizaram o modelo logit para realizar as análises, com uma amostra de 119 empresas que fecharam o seu capital entre 1999 a 2013. Nove variáveis foram selecionadas para a pesquisa: participação acionária dos controladores, fluxo de caixa livre, retorno sobre ativos (ROA), dividendos pagos, alavancagem financeira, custos para a empresa se manter listada, valor de mercado em relação ao valor contábil do Patrimônio Líquido, free-float e tamanho da companhia. Com os resultados obtidos concluíram que as empresas que fecharam o seu capital possuíam alta concentração acionária dos controladores, baixa rentabilidade (ROA), um nível menor de pagamento de dividendos com um maior fluxo de caixa livre e menor nível de alavancagem financeira, podendo concluir que, como nos estudos de Bortolon e Silva Junior (2015), o controle acionário com os controladores é um fator importante para as empresas fecharem o seu capital e saírem do mercado de ações.

3. METODOLOGIA

3.1. Tipologia da pesquisa

Metodologicamente, está pesquisa caracteriza-se quanto aos seus objetivos, como descritiva, uma vez que, conforme Martins e Théóphilo (2009), neste tipo de pesquisa o foco está voltado para observação dos fatos, como base em uma teoria que norteia as explicações,

ou seja, busca estabelecer relações entre as variáveis, no caso, a relação entre o fechamento de capital das empresas de capital aberto listadas na Brasil Bolsa Balcão – B3, e as práticas de gerenciamento de resultados. Quanto à abordagem adotada, esta pode ser considerada quantitativa, diante da utilização de técnicas de regressão logística (RICHARDSON *et al.*, 1985).

3.2. Amostra e Fonte dos Dados

A população do estudo, tabela 1, foi definida como conjunto de todas as companhias listadas na B3 que fecharam seu capital no período de 2010 a 2017, com exceção das entidades financeiras e seguradoras que possuem uma estrutura patrimonial e estrutura operacional distinta das demais, e ainda, apresentam um alto nível de alavancagem. A base de dados foi constituída de informações financeiras obtidas a partir do banco de dados do Economatica® e por informações das empresas que cancelaram o registro, obtidas do arquivo disponível pela CVM constando a denominação social, a data e o motivo do cancelamento.

Foi analisado o período de 2010 a 2017, este período foi escolhido tendo em vista que as companhias abertas brasileiras passaram a emitir seus relatórios contábeis de acordo com as *International Financial Reporting Standard (IFRS)* a partir de 2010. Assim, uma amostra que englobasse períodos anteriores incluiria demonstrações contábeis com padrões distintos, o que poderia interferir na confiabilidade da análise.

A Tabela 1 apresenta os motivos de fechamento de capital das companhias brasileiras listadas na B3:

Tabela 1: Classificação dos motivos de Fechamento de Capital das companhias listadas na B3 – 2010 a 2017

Evento	Nº de empresas	Total %
Reestruturação societária	31	25,20%
Reativação	8	6,50%
Cancelamento de registro	63	51,22%
Descumprimento de requisitos previstos no regulamento	15	12,20%
Falência e liquidação extrajudicial	6	4,88%
Total	123	100,00%

Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com os dados coletados, nos seus respectivos bancos de dados, de uma população total de 123 companhias que fecharam capital no mercado brasileiro no período compreendido, foram excluídas as empresas que reativaram o seu registro em períodos posteriores e empresas que tinham informações financeiras incompletas para que não prejudicassem a análise. Portanto, a amostra utilizada para análise do estudo foi composta por 35 companhias que fecharam o capital no período de estudo. Além disso, a utilização de dados defasados fez com que os períodos de 2009 e 2010 fossem utilizados, somente, para fins de comparação.

3.3. Mensuração do Gerenciamento de Resultados

Para responder o problema de pesquisa, este estudo utilizou os *accruals* discricionários, conforme estudos de Souza, Almeida e Bortolon (2013), como *proxy* para gerenciamento de resultados contábeis calculados pelo modelo de Jones (1991). O modelo busca controlar o efeito das mudanças nas circunstâncias econômicas da empresa sobre os *accruals*, além de reduzir o incremento nas contas a receber das variações das vendas, levando em consideração, a possibilidade da manipulação das vendas a prazo (FORMIGONI *et al.*, 2012). A partir do modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), identificam-se os *accruals* não-discricionários, que estão relacionados à atividade da

empresa, logo não sofrem alteração das escolhas contábeis que possam favorecer a companhia.

$$\frac{AT_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_i \quad (1)$$

Em que:

$AT_{i,t}$ = total das *accruals* da empresa i no período t ;

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o ano t ;

$PPE_{i,t}$ = saldo final da conta Ativo Imobilizado e Ativo Diferido da empresa i no período t ;

$A_{i,t-1}$ = ativo total da empresa i no período $t-1$;

ε_i = termo de erro, resíduos;

$\alpha\beta$ = coeficientes estimados da regressão.

Em que os *accruals* totais são calculados da seguinte maneira:

$$AT_{i,t} = \frac{(\Delta AC_{i,t} - \Delta Disp_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta Div_{i,t}) - Depr_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (2)$$

Em que:

$AT_{i,t}$ = *accruals* (operacionais) totais da empresa i no período t ;

$\Delta AC_{i,t}$ = variação do ativo corrente (circulante) da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta PC_{i,t}$ = variação do passivo corrente (circulante) da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta Disp_{i,t}$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta Div_{i,t}$ = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$Depr_{i,t}$ = montante das despesas com depreciação da empresa i durante o período t ;

$A_{i,t-1}$ = ativos totais da empresa i no final do período $t-1$.

Os *accruals* discricionários da empresa i no período t foram calculados da seguinte forma (DECHOW *et al.*, 1995):

$$AD_{i,t} = AT_{i,t} - AND_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

$AD_{i,t}$ = *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

$AT_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa i no período t ;

$AND_{i,t}$ = *accruals* não-discricionários da empresa i no período t .

3.4. Modelo de Regressão e Teste de Validação

O presente estudo utilizou-se da técnica de dados em painel para a realização das regressões do modelo. De acordo com Gujarati (2006) os dados em painel são um tipo especial de dados combinados, havendo elementos de séries temporais, analisando em diferentes momentos do tempo e de corte transversal, que envolve um conjunto de dados de uma ou mais variáveis no mesmo ponto do tempo. Essa combinação de dados que variam no tempo e no espaço constitui os dados em painel. Assim, os dados utilizados para este estudo são classificados como dados em painel por serem compostos por várias empresas que fecharam o capital no período de análise e os dados serem dos anos anteriores ao fechamento.

Para se testar a significância estatística do gerenciamento de resultados, adotou-se no presente estudo o Teste-T de variância combinada para a diferença de médias. Conforme

Levine *et al.* (2000), tal teste pressupõe variâncias equivalentes para as duas amostras que busca determinar se as médias dessas amostras são significativamente diferentes entre si. Assim, para validar o pressuposto de variâncias iguais entre as amostras, próprio do Teste-T adotado, deve-se realizar anteriormente o Teste-F para verificar a igualdade das variâncias. A estatística do teste-F é dada pelo quociente entre as variâncias estimada para o grupo 1 dividida pela variância estimada para grupo 2.

$$F = \frac{S_1^2}{S_2^2} \quad (4)$$

Onde:

$H_0: \sigma_1 = \sigma_2$ ou $H_1: \sigma_1 \neq \sigma_2$

Caso H_0 de igualdade das variâncias não seja rejeitada, pode-se utilizar a estatística do Teste-T combinada para determinar se a média entre as duas amostras são significativamente diferentes entre si.

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\hat{S} \sqrt{\left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}\right)}} \quad (5)$$

Em que:

$$\hat{S} = \sqrt{\frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{(n_1 - 1) + (n_2 - 1)}}$$

Onde:

\hat{S} = variância combinada (empresas que não fecharam o capital e empresas que fecharam o capital);

μ_1 = média aritmética da população 1 (empresas que não fecharam o capital);

\bar{X}_1 = média aritmética da amostra retirada da população 1 (empresas que não fecharam o capital);

S_1^2 = variância da amostra retirada da população 1 (empresas que não fecharam o capital);

n_1 = tamanho da amostra retirada da população 1 (empresas que não fecharam o capital);

μ_2 = média aritmética da população 2 (empresas que fecharam o capital);

\bar{X}_2 = média aritmética da amostra retirada da população 2 (empresas que fecharam o capital);

S_2^2 = variância da amostra retirada da população 2 (empresas que fecharam o capital);

n_2 = tamanho da amostra retirada da população 2 (empresas que fecharam o capital);

Logo, caso a estatística do Teste-T seja significativa ao nível de significância de 5% estabelecido para o estudo, poder-se-á concluir que as empresas gerenciaram seus resultados quando fecharam o seu capital.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritivas

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 componentes dos *accruals* totais pelo enfoque do balanço e pelos itens que compõem o modelo de Jones (1991) em valores absolutos, segue na Tabela 2.

Tabela 2: Estatísticas descritivas dos elementos patrimoniais de empresas que deslistaram à B3, de 2010 a 2016*

	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
ΔAC	-2249,265000	1204,574000	-6,353815	-4,963000	498,388741
$\Delta Disp$	-2451,110000	655,821000	-59,090383	-0,001000	432,034257

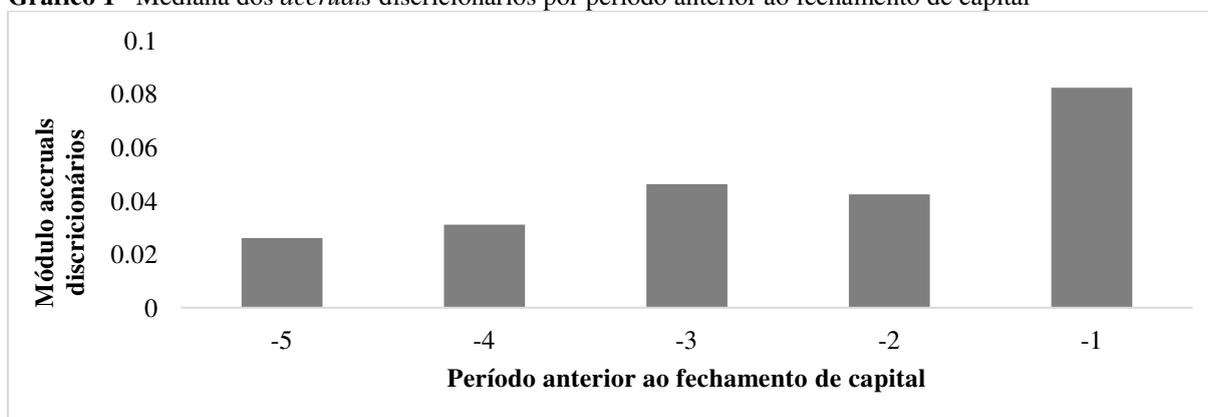
ΔPC	-1574,644000	4855,341000	175,103469	18,492000	768,740930
ΔDiv	-1277,239000	2544,354000	82,318494	4,663000	464,042111
Depr	0,052000	3800,000000	258,061317	36,186000	600,083912
ΔR	-814,125000	615,126000	-1,830938	0,236000	178,272134
PPE	0,000008	0,053729	0,002405	0,000939	0,006075

Fonte: Elaborado pelos autores *Valores em milhares

Nota: Variação do ativo circulante (ΔAC), Variação do disponível ($\Delta Disp$), Variação do passivo circulante (ΔPC) Variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo (ΔDiv), Depreciação (Depr), Variação da receita líquida (ΔR) e saldo final da conta ativo imobilizado e ativo diferido (PPE)

Podemos destacar, através da tabela 2, que a variação das contas do Ativo Circulante ($\Delta AC_{i,t}$) é negativa, mostrando que houve uma predominância da redução nessas contas no período analisado. Cerca de 52,43% das empresas da amostra apresentaram variação negativa do componente Ativo Circulante ($\Delta AC_{i,t}$) e de 50% variação negativa do componente Disponibilidades ($\Delta Disp_{i,t}$). A variação da Receita ($\Delta R_{i,t}$) também foi negativa por cerca de 48,78% das empresas, com média de -1,830938 no período.

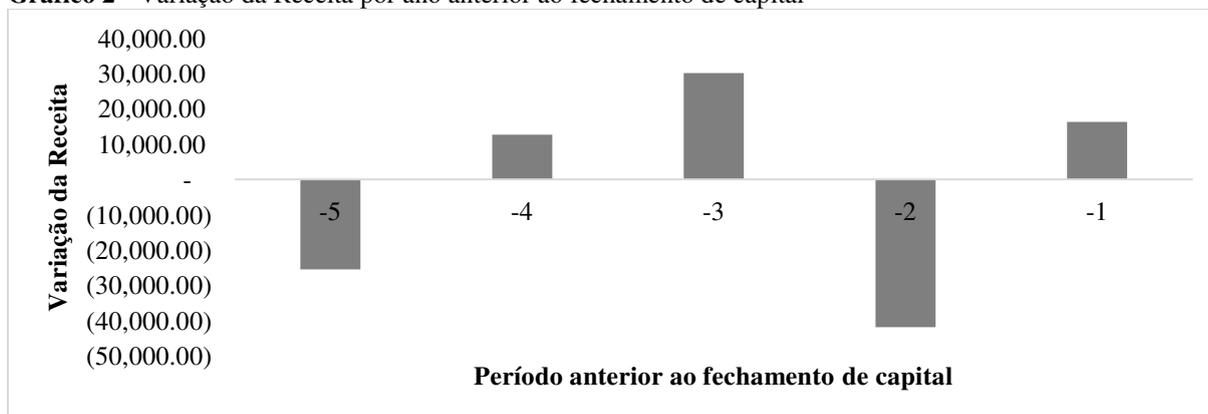
Gráfico 1 – Mediana dos *accruals* discricionários por período anterior ao fechamento de capital



Fonte: Elaborado pelos autores.

No presente estudo, os *accruals* discricionários estão inseridos em módulo, pois seu objetivo é mensurar o grau de gerenciamento de resultados nas empresas, e não se ele é negativo ou positivo. Assim, o gráfico 1 apresenta a mediana por período anterior ao fechamento de capital, e pode-se constatar que houve um maior grau de gerenciamento dos resultados no período -1 ao fechamento de capital, pois, o valor da mediana no período é maior se comparado aos demais.

Gráfico 2 - Variação da Receita por ano anterior ao fechamento de capital



Fonte: Elaborado pelos autores.

O Gráfico 2 mostra que a média não se manteve constante na variação da Receita ($\Delta R_{i,t}$), analisando os anos anteriores ao fechamento de capital das empresas. Destaca-se uma média negativa no período -2, o que indica que as empresas podem ter tomado a decisão de fechar o seu capital após a redução das receitas. Referida motivação está alinhada com os estudos de Bortolon e Silva Junior (2015), que acreditam que o baixo crescimento da companhia, que impacta diretamente na receita, pode ser uma motivação para o fechamento de capital.

4.2 Estimação do Modelo e Estatística de Teste

Foi utilizada a técnica de regressão com dados em painel para estimação dos *accruals* discricionários. O painel pode ser considerado como desbalanceado, devido a inexistência de dados para as firmas em todos os períodos analisados. O modelo adotado foi o de Jones (1991) (Equação 1).

Realizou-se o teste de Chow, cuja hipótese nula é de que o modelo com dados empilhados seria estatisticamente melhor para explicar a variabilidade dos dados do que o modelo de efeitos fixos. Com uma estatística $F(262, 818) = 1,70$ ($\text{Prob} > F = 0,000$), a 95% de confiança, foi rejeitada hipótese nula, de que o mais adequado para os dados seria o método de mínimo quadrados ordinários, por explicar uma melhor adaptação de modelo de efeitos fixos à estimação realizada.

Tabela 3: Teste Chow - Modelo de regressão

R ² :	within =	0.0013			F (2,818) =	0.53
	between =	0.0064			Prob > F =	0.5911
	overall =	0.0014				
	Coefficiente	Erro-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança 95%	
ΔR	-0.0054565	0.0091556	-0.60	0.551	-0.0234278	0.0125148
PPE	-0.0024014	0.0028082	-0.86	0.393	-0.0079134	0.0031107
Constante	-0.0444825	0.0051892	-8.57	0.000	-0.0546681	-0.0342968
sigma_u	0.08366175					
sigma_e	0.11634975					
rho	0.34082101				(fração da variância devida a u_i)	
Teste-F para todos $u_i = 0$:		F(262, 818) = 1.70			Prob > F = 0.0000	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em seguida, aplicou-se o teste de Hausman, Tabela 4, que oferece um critério objetivo para a decisão entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. Este teste oferece como hipótese nula de que a diferença entre os coeficientes não é sistemática e que o modelo mais adequado para a modelagem dos dados seria o modelo de efeitos aleatórios. A partir dos resultados encontrados no teste de Hausman = 0.69 ($\text{Prob} > X^2 = 0.7084$) não foi rejeitada a hipótese nula, o que leva a conclusão de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado.

Tabela 4: Teste *Hausman* - Modelo de Regressão

	Coeficientes		Diferença	S.E.
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios		
ΔR	-0.0054565	0.0003781	-0.0058346	0.0089664
PPE	-0.0024014	-0.0036056	0.0012042	0.002468
$X^2 =$		0.69		
Prob > $X^2 =$		0.7084		

Fonte: Elaborada pelos autores.

Assim, o modelo final estimado encontra-se na Tabela 5:

Tabela 5: Teste Hausman - Modelo de regressão

R ² :	within =	0.0008			Número de observações	1083
	between =	0.0740			Número de grupos	263
	overall =	0.0059			Prob > chi2	0.0264
	Coefficiente	Erro-padrão	z	P > z	Intervalo de Confiança 95%	
ΔR	0.0003781	0.0018520	0.20	0.838	-0.0032517	0.0040080
PPE	-0.0036056	0.0013396	-2.69	0.007	-0.0062311	-0.0009801
Constante	-0.0436377	0.0049218	-8.87	0.000	-0.0532842	-0.0339912
sigma_u	0.04404921					
sigma_e	0.11634975					
rho	0.12536396				(fração da variância devida a u_i)	

Fonte: Elaborada pelos autores.

A falta de um padrão aparente para explicar o comportamento do gerenciamento de resultados nas empresas que fizeram o *delisting* voluntário dificulta o estabelecimento de conclusões, necessitando realizar o teste de diferenças de médias. Para analisar o grau do gerenciamento de resultados, utilizou-se os períodos anteriores ao fechamento de capital das empresas e o Teste-F para optar pela adoção do Teste-T presumindo variâncias equivalentes ou diferentes. Dado a estatística do teste (Prob (F>f) = 0,2516), optou-se por utilizar o Teste-T presumindo variâncias equivalentes.

Tabela 6: Teste-F para Variância ano -1 do fechamento de capital

Grupo	Observações	Estimativa	Erro padrão	Desvio-padrão	Intervalo de Confiança 95%	
Não fecharam o Capital	1002	0.0640547	0.0034849	0.1103122	0.0572162	0.0708932
Fecharam o Capital	20	0.0919727	0.0197911	0.0885085	0.0505494	0.1333959
Combinado	1022	0.064601	0.0034396	0.1099599	0.0578515	0.0713506
Prob (F>f) =					0.2516	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nos Testes-F realizados, analisando o P(F>f) com $\alpha=5\%$, para os anos -1 e -2 (acumulado) não se rejeitaram a hipótese nula de igualdade das variâncias, permitindo a realizar o Teste-T presumindo que as variâncias são equivalentes. Porém, no ano -3 (acumulado) rejeita a hipótese nula de igualdade das variâncias, permitindo realizar o Teste-T presumindo que as variâncias são diferentes.

Tabela 7: Teste-F

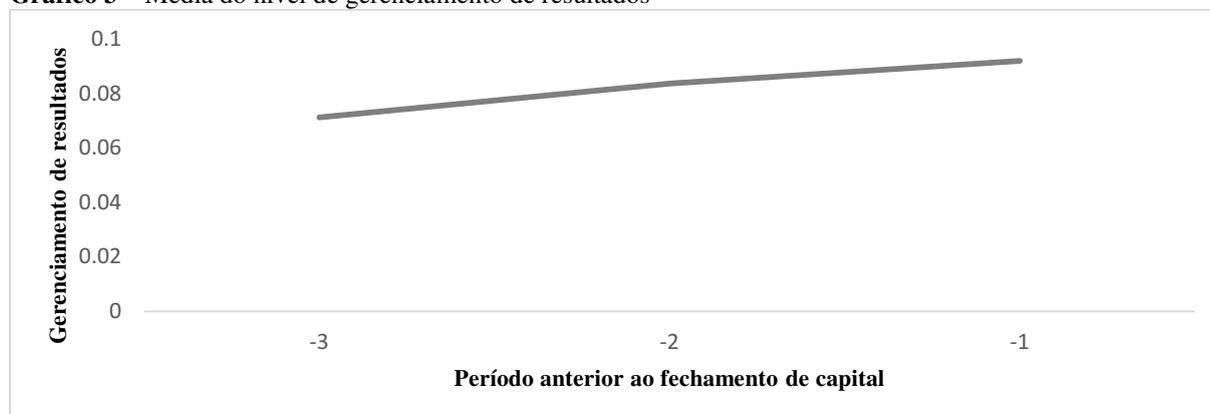
Métricas	-3	-2	-1
Média	0.0712728	0.0836823	0.0919727
Variância	0.0060661	0.0078954	0.0078337
Observações	63	44	20
GL	62	43	19
F	2.0060	1.5412	1.5534
P (F<=f) bi-caudal	0.0008	0.0766	0.2516

Fonte: Elaborada pelos autores.

Pelo Teste-T nota-se, através do gráfico 3, que a média do nível de gerenciamento de resultados nos períodos que antecedem o fechamento de capital tem baixa variação. Conforme a Tabela 8, o período -1 tem um maior indício de gerenciamento de resultados nas empresas

que irão fechar em relação aos outros períodos. Contudo, os valores não foram significativos para rejeitar a hipótese de que as empresas gerenciam seus resultados em períodos anteriores ao fechamento de capital (valor-p maior que 5%).

Gráfico 3 – Média do nível de gerenciamento de resultados



Fonte: Elaborado pelos autores.

Tabela 8: Teste-T

Métricas	-3	-2	-1
Média	0.0712728	0.0836823	0.0919727
Variância	0.0778857	0.0078954	0.0078337
Observações	63	44	20
Hipótese da diferença de média	1	0	0
GL	1063	1044	1020
T	-0.6932	-1.1636	-1.1244
P (T < t) uni-caudal	0.2451	0.1224	0.1305
P (T<=t) bi-caudal	0.4902	0.2449	0.2611

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados deste estudo também comprovam os resultados encontrados anteriormente por Santos e Carvalho (2010), que utilizaram metodologias diferentes (painel de efeito fixo, painel de efeito aleatório e pooled OLS) e as proxies de gerenciamento (Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA), encontrando indícios de que as empresas manipulam seus resultados previamente ao fechamento de capital.

Os estudos de Souza *et al.* (2013) com base no modelo de Eckel (1981), também concluíram que a variável, *accruals* discricionários, utilizada não é estatisticamente significativa, mas que o resultado sugere que o gerenciamento do resultado ocorre em maior escala um período anterior ao fechamento de capital.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou a relação entre o fechamento de capital das empresas listadas na B3 e a prática de gerenciamento de resultados em períodos anteriores ao fechamento de capital, compreendendo o período de 2010 a 2017. Considerando o *delisting* voluntário como um processo do fechamento de capital, no qual, as empresas ao avaliarem os custos de permanência no mercado de capitais maiores que seus benefícios, optam por fechar o capital voluntariamente, assim, esperava-se uma relação positiva entre o *delisting* voluntário e o gerenciamento de resultados, indicando que, quando o capital é fechado voluntariamente nas empresas da amostra maior é o nível do gerenciamento de resultado das empresas analisadas.

Os indicadores de gerenciamento de resultados, baseado no trabalho de Souza, Almeida e Bortolon (2013), foram os *accruals* totais, operacionais e discricionário estimados

pelo modelo de Jones (1991) e o modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Assim, com respaldo na literatura, utilizou-se o teste entre duas medias com dados em painel para analisar o *delisting* voluntário destas empresas, ou seja, o fechamento de capital no qual não há interferência dos órgãos reguladores do mercado, sendo, portanto, a decisão advinda da própria organização, conforme os benefícios e/ou obstáculos da escolha pelo processo de listagem ou fechamento de capital. A escolha pelo processo de deslistagem voluntária se justifica, haja vista que neste processo há maior facilidade de obtenção dos dados das empresas pertencentes à amostra, além de que a decisão parte da firma e não de elementos externos.

Para verificar o modelo de regressão mais adequado foram realizados os testes de *Chow* e de *Hausman*, resultando na adoção da hipótese nula de utilizar o modelo de efeitos aleatórios para a análise. Os resultados obtidos, a partir da análise das médias, observou-se baixa variação no nível de gerenciamento de resultados no período analisado e um nível maior de manipulação de dados no ano anterior ao fechamento do seu capital (período -1), o que indica evidências de que há manipulação dos números contábeis. Contudo, para analisar a existência de maior nível de gerenciamento de resultados, nos períodos que antecedem o *delisting*, foi utilizado o Teste-T para duas amostras que inferiu resultado não estatisticamente significativo.

Uma das limitações do estudo foi a carência de dados disponíveis das empresas que fecharam o seu capital, pois, nem todas as empresas publicaram todos os dados nos anos em que permaneceram abertas, essa é uma característica intrínseca desse tipo de companhia pelo fato de estar mais propensa a não compartilhar informações com o mercado após o fechamento do capital. Os dados representaram um painel defasado e desbalanceado, prejudicando o estudo por não conseguir fazer uma análise mais detalhada com um número maior de empresas.

Como o fechamento de capital no Brasil ainda é um tema pouco explorado, recomenda-se a continuidade das pesquisas dentro dessa temática. Portanto, mostra-se relevante a consecução de pesquisas subsequentes que utilizem modelos mais robustos, permitindo a inclusão de variáveis de controle na análise, tais como Governança Corporativa e Endividamento.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2006.

BELO, Neuza Maria; BRASIL, Haroldo Guimarães. Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, n. SPE, p. 48-57, 2006.

BOOT, Arnoud W. A.; GOPALAN, Radhakrishnan; THAKOR, Anjan V. The entrepreneur's choice between private and public ownership, **The Journal of Finance**, v. 61, n. 2, 2006.

BORTOLON, Patricia Maria; SILVA JUNIOR, Annor da. Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa. **Brazilian Business Review**, v. Special Issues, p. 97-124, 2015.

BORTOLON, Patrícia Maria; SILVA JUNIOR, Annor da. Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital de Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 140-153, 2015.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercados de Capitais: o que é, como funciona**. 6º Ed. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2005.

COELHO, Antônio Carlos Dias; LOPES, Alexsandro Broedel. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. SPE2, p. 121-144, 2007.

COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. Rio de Janeiro: CVM, 2014.

DECHOW, Patricia M; *et al.* Detecting earnings management. **Accounting review**, p. 193-225, 1995.

EASTERWOOD, Cintia M. Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. **Journal of Applied Business Research**, v. 14, n. 1, p. 29-47, 1998.

EID JUNIOR, Willian; HORNG, Wang Jiang. A saída: uma análise da delistagem na BOVESPA. **Fundação Getúlio Vargas**, jun. 2005. Biblioteca Digital FGV. Disponível em:< <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15553/A%20sa%C3%ADda%20uma%20an%C3%AAlise%20da%20deslistagem%20na%20Bovespa.pdf>>. Acesso em: 12 out. 2017.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

_____. JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, Jun. 1983.

FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. Empirical research on accounting choice. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1, p. 255-307, 2001.

FORMIGONI, Henrique *et al.* Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 9, n. 1, 2012.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**. 4ª edição. 2006.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of accounting research**, p. 193-228, 1991.

LEUZ, Christian, TRIANTIS, Alexander; WANG, Tracy Yue. “Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deresregistrations”. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2-3, p. 181-208, 2008.

LI, Jinliang.; ZHANG, Lu.; ZHOU, Jian. Earnings management and delisting risk of initial public offerings. **Research Papers Series**, 2005.

LIMA, Romeu Eugênio de; ARAÚJO, Marcelo Bicalho Viturino De; AMARAL, Hudson Fernandes. Conflitos De Agência: Um Estudo Comparativo Dos aspectos Inerentes A Empresas Tradicionais E Cooperativas de Crédito. **Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal**, v. 2, n. 4, p. 148-157, 2008.

LEVINE, David M. *et al.* **Estatística: teoria e aplicações-usando Microsoft Excel português**. Ltc, 2005.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. Atlas, 2007.

LOUIS, Henock. Earnings management and the market performance of acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, n. 74, p. 121–148, 2004.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MAROSI, Andrés; MASSOUD, Nadia. Why do firms go dark?. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 42, n. 02, p. 421-442, 2007.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.

_____. **Gerenciamento de resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 167 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

_____. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, 2013.

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

MICHAEL, C. Jensen; WILLIAM, H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Finance Economics**, v. 3, n 4, p. 305-360, out. 1976.

MICHELSSEN, Marc; KLEIN, Christian; “Privacy please!” the public to private decision in Germany, **Review of Managerial Science**, n. 5, v. 1, p. 49-85, 2010.

MILITÃO, Frederico Guilherme S A. **Fechamento voluntário de capital e o investidor minoritário na opinião dos profissionais de mercado**. 2012. 120f. 2012. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração). Faculdades Integradas Pedro Leopoldo, Pedro Leopoldo.

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: 01 out. 2017.

MOURA, Geovanne Dias de; ZILLOTTO, Karina; MAZZIONI, Sady. Fatores determinantes da qualidade da informação contábil em companhias abertas listadas na BM&FBovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 10, n. 27, p. 17-30. 2016.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, p. 25-47, 2008.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis**: uma análise teórica e empírica sobre modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. 269 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PEROBELLI, Fernanda FC. **Mercado de capitais**. GVexecutivo, v. 6, n. 1, p. 25-30, 2007.

RICHARDSON, Roberto Jarry *et al.* **Pesquisa social**: métodos e técnicas. São Paulo: Atlas, 1985.

ROSS, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. **The American Economic Review**. v. 63, n 2, p. 134-139, mai. 1973.

Roychowdhury, Sugata. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, dez. 2006.

SARDENBERG, Dalton Penedo. Conflito de agência às avessas: rompendo com o altruísmo familiar. In: XXXIII ENCONTRO DA ENANPAD, 33., 2009, **Anais...**São Paulo, 2009.

SANTOS, Isabela Travaglia; CARVALHO, Antônio Gledson de. **Gerenciamento de resultados em fechamento de capital**. In: XXXII Encontro Brasileiro de Finanças. Sociedade Brasileira de Finanças. 2010

SAITO, Richard; PADILHA, Marco Tulio Clivati. Por que as empresas fecham o capital no Brasil? (Why do companies go private in Brazil?). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 2, p. 200, 2015.

SILVA, Alini da; SOUZA, Taciana Rodrigues de; KLANN, Roberto Carlos. A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil. **Revista contemporânea de contabilidade**, v.14, n. 31, p. 26-45, jan./abr. 2017.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social – Oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. Ribeirão Preto: Ed Migalhas, 2010.

SOUZA, João Antônio Salvador *et al.* Determinantes e consequências do fechamento de capital nas práticas de gerenciamento de resultados. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 1, n. 1, p. 38-57, 2013.