
ASSOCIAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E F&A REALIZADAS POR EMPRESAS ADQUIRENTES DA B3

Sílvia Silva Miranda Filho ¹
Juliana Ferreira de Carvalho ²
Ilírio José Rech ³
Carlos Henrique Silva do Carmo ⁴

▪ Artigo recebido em: 10/10/2023 ▪ Artigo aceito em: 08/09/2024

RESUMO

O Gerenciamento de Resultados (GR) empresarial é consequência de ações discricionárias de gestores ao manipular informações contábeis de forma a alterar a percepção sobre o real desempenho econômico-financeiro. Nesse sentido, essa pesquisa buscou identificar evidências de GR anteriores às F&A em empresas brasileiras adquirentes listadas na B3, visto que, de modo geral, o gerenciamento influencia o real desempenho dos títulos no curto prazo e, assim, manipula o mercado. Os dados foram coletados na Refinitiv Eikon e o GR foi estimado por meio dos accruals discricionários com o Modelo Pae e por atividades operacionais via Modelo de Roychowdhury. Para tanto, fez-se uso de regressões lineares múltiplas. Os principais resultados apontaram evidências de que empresas adquirentes elevaram o nível de GR por accruals e reduziram o GR por atividades reais / operacionais um ano antes do anúncio da F&A. Verificou-se, também, a associação entre variação do preço das ações em período anterior ao anúncio da F&A, ponto importante para os operadores de F&A e investidores, tanto na influência exercida sobre a variação do preço das ações no mercado de capitais, quanto na assimetria informacional das decisões e consequências envolvidas no processo. Isso posto, observou-se evidências de conflitos de

¹ Doutorando em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGADM/UFG) Endereço: Rua 135, nº 245, Edifício Open House, ap. 2203, Goiânia-GO, CEP: 74180-020; e-mail: silviosmf@gmail.com; Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1022823116243968>; ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7746-6226>

² Doutoranda em Contabilidade pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCONT/UnB); Endereço: Alameda das Espátódeas, Qd. 6, Lote 03, Condomínio Aldeia do Vale, Goiânia – GO, CEP: 74680-160; e-mail: julianaferreira.carvalho8@gmail.com; Lattes: <https://lattes.cnpq.br/5747877379954321>; ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6300-1428>

³ Doutor em Contabilidade e Controladoria; Universidade Federal de Goiás (UFG); Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia (FACE) - Campus II, Campus Samambaia – UFG, CEP 74690900 - Goiânia, GO - Brasil - Caixa-postal: 74001970, Telefone: (62) 35211390, Ramal: 239; e-mail: ilirio.jose@ufg.br; Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5540005217517516>; ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7027-737X>

⁴ Doutor em Contabilidade e Controladoria; Universidade Federal de Goiás (UFG); Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia (FACE) - Campus II, Campus Samambaia – UFG, CEP 74690900 - Goiânia, GO - Brasil - Caixa-postal: 74001970, Telefone: (62) 35211390, Ramal: 239; e-mail: chscarmo@ufg.br; Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5540005217517516>; ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9397-8678>

interesses entre os objetivos empresariais e o objetivo dos gestores, os quais deveriam focar na maximização de desempenho empresarial ao realizar F&A. Nesse sentido, esses resultados auxiliam a evidenciar parte do comportamento oportunístico de gestores diante de F&A.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Accruals. Operacionais. F&A.

ASSOCIATION BETWEEN EARNINGS MANAGEMENT AND M&A CONDUCTED BY COMPANIES ACQUIRING B3

ABSTRACT

Earnings Management (EM) in businesses results from discretionary actions by managers who manipulate accounting information to alter perceptions of the actual economic and financial performance. In this regard, this research aimed to identify evidence of EM prior to M&As in Brazilian acquiring companies listed on B3, as, in general, earnings management influences the actual performance of securities in the short term and, consequently, manipulates the market. Data were collected from Refinitiv Eikon, and EM was estimated using discretionary accruals with the Pae Model and through operational activities using the Roychowdhury Model. To achieve this, multiple linear regressions were employed. The main findings revealed evidence that acquiring companies increased the level of accrual-based EM and reduced EM through real/operational activities one year before the M&A announcement. It was also observed that there is an association between stock price variation in the period preceding the M&A announcement, which is a significant factor for M&A operators and investors, both in the influence exerted on stock price variation in the capital market and in the informational asymmetry of decisions and consequences involved in the process. Therefore, evidence of conflicts of interest was observed between corporate objectives and managerial objectives, as managers should focus on maximizing business performance when conducting M&As. In this sense, these results help highlight part of the opportunistic behavior of managers in the context of M&As.

Keywords: Results Management. Accruals. Operational. M&A.

1 INTRODUÇÃO

Em finanças corporativas não há atividade mais controversa do que a aquisição de uma empresa por outra ou a fusão entre duas ou mais empresas (Ross et al., 2022). Fusões e Aquisições (F&A) são estratégias empresariais de reestruturação implementadas em todos os mercados, inclusive em países emergentes. Essas reestruturações visam obter vantagem competitiva diante do acirramento da concorrência global, contudo são mais complexas do que meramente adquirir equipamentos, pois envolvem leis antitrustes para que não haja a formação de monopólios que prejudiquem a livre concorrência (Aggarwal & Garg, 2022; Purayil & Lukose, 2021). Além disso, F&A são vistas como respostas às novas tecnologias ou condições de mercado que exigem mudanças estratégicas (Campbell et al., 2016; Kalra et al., 2013).

As F&As, por um lado, são motivadas por fatores como o fortalecimento da posição de mercado, melhoria da eficiência operacional, a transferência de conhecimento e foco em economia de escala com o intuito de criar valor empresarial (Bispo et al., 2017). Por outro, F&A também são marcadas pela elevação de assimetrias informacionais e de conflitos de interesses, dado que gestores podem priorizar interesses pessoais em detrimento dos empresariais (Jensen & Meckling, 1976). Esses fatores, portanto, fazem com que as F&A sejam suscetíveis à equívocos na avaliação da empresa alvo, sobretudo no que diz respeito a criação de valor para as empresas adquirentes (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Em F&A uma das empresas é a protagonista e a outra é a alvo. Os estudos de Heron e Lie (2002), Louis (2004), Lee et al. (2008), Tutuncu (2019) e Purayil e Lukose (2021) analisaram operações antes e após a ocorrência de F&A e constataram a presença de Gerenciamento de Resultados (GR) contábeis. Esses autores observaram que empresas protagonistas (adquirentes) tendem a gerenciar resultados a fim de aumentar o preço das ações com o objetivo de reduzir o custo de compra das empresas-alvo ao pagar a operação com a emissão de ações, logo, emitem menos ações quando o preço da ação está supervalorizado.

Nessa perspectiva contextual, Botsari e Meeks (2008) analisaram o GR por meio de accruals discricionários 2 (dois) anos antes do anúncio de F&A em empresas adquirentes do Reino Unido. Semelhantemente, Campa e Hajbaba (2016) analisaram empresas norte-americanas que realizaram F&A, porém investigaram o gerenciamento via atividades operacionais 3 (três) anos antes do anúncio. Sob as circunstâncias do GR, estudo têm investigado a manipulação de informações contábeis, em especial, da perspectiva do gerenciamento dos lucros, caracterizados p manipulação do desempenho econômico e financeiro. A discussão proposta nesta pesquisa faz análise semelhante a de Botsari e Meeks (2008) e Hajbaba (2016), todavia, atem-se às empresas brasileiras abertas.

A identificação de possíveis gerenciamentos enriquece a ideia de que as escolhas contábeis, realizadas pelas empresas em prol da maximização dos resultados satisfatórios, porém nem sempre fidedignos, são capazes de alterar o nível informacional do desempenho reportado ao mercado e isso afeta a percepção dos usuários e análises sobre a empresa (por exemplo, Heron & Lie, 2002; Louis, 2004; Lee et al., 2008; Tutuncu, 2019; Purayil & Lukose, 2021). As referidas pesquisas demonstraram que gerenciamento de resultados em empresas que passaram por algum processo de F&A ainda são inconclusivos, visto que algumas identificaram relação negativa entre ambos, enquanto outras encontraram relação positiva.

O GR foi considerado por Healy e Wahlen (1999) como consequência de ações discricionárias dos gestores ao manipular informações contábeis de forma a alterar a percepção sobre o desempenho empresarial. Nessa ótica, torna-se relevante a continuação de pesquisas nessa temática a fim de oferecer evidências e respostas que elucidem essa atividade corporativa. Pelo exposto, essa pesquisa busca evidências de GR em empresas abertas adquirentes da B3 que fizeram F&A. Diante da diversidade de fatores, objetiva-se identificar

evidências de GR em períodos anteriores ao processo de F&A em empresas brasileiras listadas na B3.

Para tanto, foi utilizado os modelos de estimação de GR por atividades operacionais de Roychowdhury e o Pae para accruals discricionários. As técnicas foram aplicadas às empresas que anunciaram F&As entre 2011 e 2020. Os métodos desenvolvidos nos estudos de Botsari e Meeks (2008) e Campa e Hajbaba (2016) foram adaptados para investigar o gerenciamento de resultados 1 (um) ano antes do anúncio da F&A, tendo em vista que as conclusões de Erickson e Wang (1999) identificaram GR em empresas adquirentes superdimensionando os lucros, principalmente no trimestre imediatamente anterior à concretização da F&A. Tal constatação foi ratificada também na pesquisa de Botsari e Meeks (2008).

Como contribuição, busca-se estimar o GR por ações oportunistas e discricionárias dos gestores antes do anúncio da F&A. Tal compreensão torna-se relevante ao mercado e entidades normatizadoras sobre o tema ao mostrar evidências diante de F&A. Segundo El Diri (2018), F&A estão entre os fatores que impulsionam o GR, portanto é importante que os usuários percebam a influência exercida na variabilidade do preço das ações no mercado de capitais, assim como possíveis assimetrias informacionais que tendenciam decisões. Essa discussão contribui para o aperfeiçoamento da tomada de decisão de investimentos.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Fusões e Aquisições (F&A): Motivações, Condutas e Efeitos

Para Singh e Montgomery (1987), uma vez que a organização decida expandir, ela tem duas opções: crescimento interno ou F&A. A fusão forma uma empresa inteiramente nova; já a aquisição mantém a identidade de uma das empresas, em geral, a maior. Healy et al. (1992) e Kalra et al. (2013) destacaram que o ganho de eficiência e a racionalidade estratégica são alguns dos fatores afetados, dado que proporcionam aumento do poder de mercado, obtenção de sinergias operacionais e financeiras, ganhos tributários, redução de custos, aumento de receita, diversificação de risco, implementação de estrutura de capital mais eficiente e maior capacidade de alavancagem operacional e financeira.

No entanto, fatores que afetam F&A mudam com a dinâmica dos ambientes jurídicos, políticos, econômicos e sociais em que as organizações estão inseridas (Kaushal, 1995). Kalra et al. (2013) destacaram que dentre tais fatores estão o ganho de eficiência e a racionalidade estratégica. Para Healy, Palepu e Ruback (1992) e Capron e Pistre (2002), as F&A estão relacionadas com o aumento do poder de mercado, obtenção de sinergias operacionais e financeiras, ganhos tributários, redução de custos, aumento de receita, diversificação de risco, implementação de estrutura de capital mais eficiente e maior capacidade de alavancagem.

Apesar de as F&A proporcionarem os benefícios supramencionados, ressalte-se que essas operações não devem ser encaradas como uma solução simples para problemas internos ou ameaças de mercado, porquanto há um

elevado grau de incerteza e de complexidade envolvido nesses processos. Todavia, verificou-se, em pesquisas, ausência de consenso sobre os reais benefícios gerados aos acionistas, sobretudo no que diz respeito à diversificação das operações, aumento do lucro por ação e redução de custos financeiros por serem de difícil identificação e mensuração (Camargos & Camargos, 2015).

Os desafios e controvérsias das F&As foram apontados por Anand e Singh (2018) e Ross et al. (2022) com base no custo de agência, no conflito de fluxo de caixa livre e no incentivo gerencial. Isso devido às incertezas e aos obstáculos que podem ser vivenciados pelas empresas que decidem implementar F&A. Seth et al. (2000) identificaram que gestores que optam por F&As podem realizá-las por objetivos meramente pessoais em detrimento da otimização dos recursos investidos pelos acionistas, isto é, os gestores da empresa adquirente, ao perceberem erro na avaliação do preço da empresa alvo, mantêm a negociação e ratificam o valor indicado, o que leva investidores a perdas reais de eficiência nos investimentos.

Essas perdas ocorrem principalmente porque os gestores podem utilizar da discricionariedade nas escolhas contábeis e no uso dos fluxos de caixa operacionais (Phillips et al., 2003). Diante disso, gerenciam intencionalmente os resultados de forma a alterar a essência das transações e das informações que delas decorrem com o objetivo de obter alguma vantagem. Esse gerenciamento objetiva enviar informações, tirar o foco das partes interessadas sobre o real desempenho econômico-financeiro da empresa e influenciar comportamentos que dependem das informações contábeis, logo, isso configura conflito de interesses entre as partes (Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989).

Segundo Kloeckner (1994), a Teoria da Firma e a relação entre agente e principal decorrem da Teoria Econômica - que são utilizadas para legitimar as F&A ao explicar por que elas acontecem. Dessa forma, as explicações de conflitos de interesses derivam das reflexões da Teoria da Agência, cuja essência especifica que, no caso de F&A, os ganhos podem ser negativos porque os gestores agem em interesse próprio em detrimento dos interesses empresariais. Os gestores recebem salários e benefícios, além de bônus para adquirir outras empresas e isso é positivamente relacionado com o tamanho da empresa. Isso posto, como o tamanho da empresa aumenta com as F&A, os gestores estão dispostos a concretizá-las mesmo com valor presente líquido negativo (Jensen & Meckling, 1976; Ross et al., 2015).

Além disso, há a assimetria informacional quando os gestores da adquirente têm acesso às informações sobre a perspectiva da empresa alvo, informações estas que investidores externos não têm acesso. Ao terem maior acesso às informações, agem de forma oportunista e não priorizam a maximização de resultados empresariais e muito menos visam a eficiência dos contratos firmados entre acionistas e gestores. Assim, interesses pessoais dos gestores podem ser colocados à frente dos interesses empresariais (Jensen & Meckling, 1976).

2.2 Gerenciamento de Resultados (GR) em Processos de F&A

O GR é um conjunto de decisões gerenciais que resultam em não relatar ou relatar de forma inadequada os verdadeiros ganhos ou perdas (El Diri, 2018). Esse autor discrimina alguns métodos utilizados em gerenciamentos: por meio de accruals; de resultados por atividades operacionais; por mudança da classificação de itens nas demonstrações e; por uso de derivativos e entidades de propósitos específicos. Em síntese, o gerenciamento ocorre quando os gestores usam de julgamento e discricionariedade quanto aos itens e as formas que os resultados serão reportados nos relatórios financeiros, seja para tendenciar a conclusão dos stakeholders quanto ao desempenho empresarial ou para enviesar informações contábeis e métricas estabelecidas em contratos (Healy & Whalen, 1999).

Conquanto os trabalhos de Ball e Brown (1968) sejam reconhecidos em contabilidade e finanças e não foquem em F&A, são pesquisas sobre qualidade das informações contábeis fundamentais para o pleno entendimento do GR, os quais identificam empiricamente o impacto das notícias de lucros anunciados nos preços de mercado das ações. Dechow et al., (1995) verificaram questões relacionadas à detecção de fraude, previsibilidade dos lucros e implicações do GR para investidores e reguladores. Kothari et al., (2005) propuseram um método para estimar accruals discricionários, que são ajustes contábeis que podem ser manipulados para gerenciar os lucros reportados. Sloan (1996) pontuou questões relevantes sobre governança corporativa no que diz respeito ao GR, dado que práticas de governança fortes podem ajudar a mitigar tais comportamentos.

Segundo Sunder (2014), há cinco formas de gerenciamento utilizadas pelos gestores: discricionariedade nas escolhas dos métodos contábeis; seleção de princípios contábeis conforme o interesse do momento; ajustes de estimativas contábeis; uso de preços de transferência quando a empresa opera em várias jurisdições e; aumento ou redução de decisões econômicas significativas: gastos com publicidade, gastos com pesquisa e desenvolvimento, compensação de executivos, etc. Embora pesquisas demonstrem que as organizações utilizam uma mais dessas formas de gerenciamento, na prática, elas usam várias ao mesmo tempo.

O contexto do GR encontra-se definido na Teoria da Agência (Walker, 2013). Para Makarem et al. (2020) explicam o potencial de assimetrias informacionais contidos nos relatórios financeiros e seus reflexos para as partes envolvidas, bem como a forma que os gestores se valem para manipulação de resultados com o intuito de atingir interesses próprios. Ressalte-se que, a manipulação das informações contábeis ocorre principalmente por meio dos accruals e das escolhas contábeis (Nardi & Nakao, 2009).

Os accruals resultam da diferença monetária entre o regime de competência e o regime de caixa, contudo essa diferença é meramente temporária entre o lucro líquido contábil e o fluxo de caixa, uma vez que ocorre devido à elementos monetários (discricionário) e não monetários (não discricionário). Os não discricionários são inerentes às atividades empresariais e decorrem dos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (PCGA). Os discricionários perpassam pela liberdade que os gestores têm quanto às escolhas contábeis previstas nos pronunciamentos, dado a discricionariedade,

muitas vezes, é utilizada para gerenciar informações contábeis de forma oportunística (Formigoni et al., 2009; Nardi & Nakao, 2009).

Apesar disso, Zhang (2015) enfatizou que deveria haver maior empenho dos gestores em garantir o sucesso do negócio, observando a sinergia operacional entre adquirente e alvo, assim como o aumento da criação de valor após a concretização das F&A. De acordo com Bao e Lewellyn (2017), o estímulo para que um gestor influencie na atividade de GR pode variar de acordo com as forças institucionais em jogo e com o contexto em que a empresa opera. Como um comportamento decorrente de expansão estratégica, os processos de F&A são de grande importância para as corporações, visto que o fracasso deste tipo de investimento geralmente leva a graves perdas financeiras e econômicas.

De acordo com Erickson e Wang (1999), as F&A têm sido frequentemente identificadas como transações com potencial para gerenciamento oportunista de resultados. Para Zhang (2015), quando os controladores percebem que a sub ou supervalorização da corporação pode contribuir para o sucesso do negócio, eles têm fortes incentivos para manipular os lucros relatados antes da aquisição na esperança de aumentar o preço das ações, reduzindo assim, o custo de compra da empresa alvo com ações da adquirente.

A investigação da administração de ganhos por meio de gerenciamento de resultados por accruals antes do anúncio de aquisições de ações em empresas de telecomunicações norte-americanas adquirentes durante o período de 1990 a 2006 foi realizada por Lee (2008). Nessa investigação foi adotado o Modelo Jones (1991) para estimar os accruals não discricionários, discricionários e totais com base nos 4 trimestres anteriores ao anúncio de uma aquisição. Os resultados mostraram que as empresas evidenciaram lucros superiores antes das aquisições. Além disso, foi constatado que o GR das adquirentes induziu a redução nos valores de mercado das ações, dado que o mercado reconheceu o gerenciamento da adquirente e, assim, antecipou o reajuste do preço das ações.

No mesmo sentido, Botsari e Meeks (2008) analisaram o GR por accruals em 42 empresas de capital aberto do Reino Unido que realizaram F&As durante o período de 1997 a 2001. Esses autores investigaram se as empresas adquirentes gerenciaram os lucros declarados para cima nos períodos antes do anúncio de uma aquisição. Eles utilizaram o Modelo de Jones Modificado para calcular os accruals em dados anualizados 2 anos anteriores ao anúncio da F&A. O desfecho da pesquisa mostrou que as empresas adquirentes se envolveram em GR para aumentar a receita no ano imediatamente anterior ao anúncio. Ademais, perceberam que o GR ocorria principalmente no capital de giro e concluíram que as aquisições por ações são utilizadas especialmente por empresas adquirentes supervalorizadas que reconhecem a possibilidade de retornos negativos de suas ações em decorrência de o mercado corrigir a sobrevalorização, portanto, podem tentar, por meio do GR, suavizar resultados desfavoráveis.

No estudo realizado por Campa e Hajbaba (2016), os autores investigaram se o retorno anormal pós aquisição dos adquirentes também era atribuído ao gerenciamento. Utilizaram os Modelos de Roychowdhury (2006) para calculá-lo

por meio de atividades operacionais em uma amostra com 461 processos de F&As nos EUA entre os anos de 2001 e 2011. O resultado do estudo apresentou evidências que indicaram gerenciamento por meio de atividades reais, em especial, nas vendas, e, concluíram que as empresas gerenciaram lucros para cima por meio da manipulação de vendas no ano anterior à aquisição.

A gestão da empresa procura aumentar os lucros contábeis antes da aquisição de ações, pois o reporte de lucros maiores influencia a valorização das ações, portanto, quanto mais alto for o preço das ações da empresa adquirente na data do contrato, menor será o número de ações que devem ser emitidas para comprar a empresa alvo. A relação entre o preço das ações da empresa adquirente e as ações emitidas na transação fornecem vários incentivos para a empresa adquirente tentar aumentar o preço de suas ações antes da efetivação da negociação (Erickson & Wang, 1999).

Uma F&A pode causar impacto significativo nos resultados reportados, na medida em que pode criar a aparência de crescimento dos lucros, por exemplo, se os ativos forem aumentados desnecessariamente, é possível que isso se reflita em despesas maiores com depreciação, amortização ou exaustão e, também, custos maiores com produtos vendidos caso os estoques tenham seus valores inflados. Estas modalidades de gerenciamento exemplificadas podem fazer com que investidores pensem que a empresa vale mais do que seu valor justo (Brigham & Ehrhardt, 2016; Ross et al., 2015).

A investigação da administração de ganhos por meio de gerenciamento de resultados por accruals antes do anúncio de aquisições de ações em empresas de telecomunicações norte-americanas adquirentes durante o período de 1990 a 2006 foi realizada por Lee (2008). Nessa investigação foi adotado o Modelo Jones (1991) para estimar os accruals não discricionários, discricionários e totais com base nos 4 trimestres anteriores ao anúncio de uma aquisição. Os resultados mostraram que as empresas evidenciaram lucros superiores antes das aquisições. Além disso, foi constatado que o gerenciamento de resultados das adquirentes induziu a redução nos valores de mercado das ações, dado que o mercado reconheceu o gerenciamento da adquirente e, assim, antecipou o reajuste do preço das ações.

No mesmo sentido, Botsari e Meeks (2008) analisaram o gerenciamento de resultados por accruals em uma amostra com 42 empresas de capital aberto do Reino Unido que realizaram F&As durante o período de 1997 a 2001. Esses autores investigaram se as empresas adquirentes gerenciaram os lucros declarados para cima nos períodos antes do anúncio de uma aquisição. Eles utilizaram o Modelo de Jones Modificado para calcular os accruals em dados anualizados 2 anos anteriores ao anúncio e a data de conclusão do processo. O desfecho da pesquisa mostrou que as empresas adquirentes se envolveram no gerenciamento de resultados para aumentar a receita no ano imediatamente anterior ao anúncio.

Além disso, Botsari e Meeks (2008) identificaram que a manipulação concentrou principalmente no capital de giro dos ativos e concluíram que as aquisições por ações são utilizadas especialmente por empresas adquirentes supervalorizadas que reconhecem a possibilidade de retornos negativos de suas ações em decorrência do mercado corrigir a sobrevalorização. Dessa forma,

podem tentar, por meio do gerenciamento, tornar esses retornos menos negativos ao suavizar resultados desfavoráveis.

Empiricamente, Mendes et al. (2019) buscaram identificar o impacto do anúncio de F&As no aumento do nível de gerenciamento de resultados das empresas abertas listadas na B3 envolvidas nos processos de F&A entre os anos de 2015 e 2016. Os autores calcularam os accruals discricionários positivos e negativos pelo Modelo Pae (2005). Os resultados demonstraram que o evento de F&A causou impacto na intensidade do gerenciamento por accruals discricionários positivos. Ademais, concluíram que quanto maior era o crescimento da empresa, verificados pelo volume de ativos totais e pelo ROA, menor era a propensão em constituir accruals positivos.

Com o intuito de examinar o efeito do GR pré-aquisição de empresas privadas, Tutuncu (2019) analisou 291 empresas inglesas no período de 2004 a 2012. O GRs foi estimado por meio de accruals discricionários. Os principais resultados demonstraram que as aquisições foram precedidas de superavaliação de lucros e seguidas de deterioração no desempenho. O autor destacou que empresas de capital fechado que realizavam aquisições envolviam-se menos em gerenciamento de resultados e permaneciam mais rentáveis no decorrer do tempo.

O impacto de F&A transfronteiriças no GR de empresas indianas entre 2000 e 2015 foi verificado por Purayil e Lukose (2021). Esses autores descobriram que F&A internacionais reduzem o incentivo para manipular resultados por meio de accruals. Além disso, observaram que o incentivo para reduzir a manipulação de lucros acumulados era mais acentuado quando as F&A eram realizadas em países com forte estrutura de governança corporativa. Esses resultados apontaram implicações, sobretudo em mercados emergentes, ao reconhecer a fraca proteção ao investidor em ambiente institucional subdesenvolvido.

Ao considerar que os gestores visualizam o processo de F&A como momento oportuno ao GR, situação que é evidenciada por pesquisas é que se busca examinar empiricamente o GR nas empresas adquirentes em processos de F&As, assim como investigar o efeito desse processo na prática de gerenciamento das empresas adquirentes da B3.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atingir o objetivo dessa pesquisa e materializar as análises foram coletadas informações trimestrais na base de dados Refinitiv Eikon das empresas brasileiras adquirentes listadas na B3 que anunciaram processos de F&As. As empresas foram agrupadas em setores conforme Standard Industry Classification (SIC) e National Association of Insurance Commissioners (NAIC). Os dados econômico-financeiros utilizados para os cálculos do GR por accruals e por operações reais foram estruturados em dados em painel e, posteriormente, analisados por meio de regressão linear múltipla no software Stata® versão 17.

3.1 Amostra e Coleta de Dados

Os dados e indicadores foram coletados nas Demonstrações Financeiras de 2010 a 2018. A relação de empresas que efetuaram Fusões e Aquisições (F&As) refere-se ao período de 2011 a 2019. Essa diferença temporal entre a coleta dos dados financeiros e das empresas envolvidas em F&As é explicada pela necessidade de utilizar informações financeiras anteriores para calcular o GR e efetuar a análise no ano que antecede o comunicado da F&A. Segundo Cardoso et al. (2015), há inadequações em análises por accruals em amostras com informações anteriores e posteriores a obrigatoriedade da International Financial Reporting Standards (IFRS), por isso, o período amostral inicia-se com a obrigatoriedade das IFRS e o ano limite está relacionado ao último ano com dados disponíveis a época da execução dessa pesquisa.

Empresas financeiras e do setor elétrico foram retiradas da amostra em função das especificidades de regulação e legislação. Para Gunny (2010), empresas que realizam operações em setores altamente regulados tendem a relatar informações que dificultam a identificação das variáveis de gerenciamento. Dessa forma, registros mais antigos foram excluídos para evitar o uso de dados sobrepostos conforme orientações de Botsari e Meeks (2008).

Empresas com dados indisponíveis ou insuficientes foram excluídas, o que acarretou um painel desbalanceado. Outliers foram tratados estatisticamente por meio de winsorização a 1% nos limites inferior e superior. Dessa forma, o conjunto de dados é composto por 429 observações, 44 empresas distribuídas em 8 setores conforme Tabela 1. A amostra de Botsari e Meeks (2008) era composta por 48 empresas do Reino Unido; já a de Campa e Hajbaba (2016) tinha 461 empresas norte-americanas; estudos nos quais essa pesquisa se baseia.

Tabela 1

Classificação das Empresas por Setor

Setor	Quantidade	Setor	Quantidade	Setor	Quantidade
Bens de consumo	7	Materiais	7	Alta Tecnologia	2
Saúde	6	Mídia e Entretenimento	1	Indústria	9
Imóveis	6	Varejo	6		

3.2 Modelo de Gerenciamento de Resultados (GR) por Accruals Discricionários

A fim de investigar se há evidências de GR em empresas que realizaram algum processo de F&A foi utilizada como uma das variáveis dependentes a proxy de GR: accruals discricionários. Preliminarmente faz-se necessário estimar os accruals totais como medida do gerenciamento. Dessa forma, esses accruals foram mensurados a partir do método de resultado feito com o uso do Modelo Pae que, devido ao incremento da variável fluxo de caixa operacional, melhora a predição em relação aos accruals conforme Equação 1 (Pae, 2005):

$$TA_{it} = LLit - FCOit \quad (1)$$

Em que:

TA_{it}: Accruals Totais da Entidade i no Período t;

LLit: Resultado Contábil da Entidade i no Período t;

FCOit: Fluxo de Caixa Operacional da Entidade i no Período t.

Nessa equação os accruals discricionários são obtidos pelos resíduos da regressão (Equação 2) e os valores estimados para o gerenciamento foram utilizados em módulo:

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{FCO_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_5 \left(\frac{FCO_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_6 \left(\frac{TA_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

Δ : Variação;

TAit: Accruals Totais da Entidade i no Período t, Conforme Equação 1;

ΔREC_{it} : Receitas (REC) da Entidade i no Período t+1 em Relação ao Período t-1;

IMBit: Ativo Imobilizado para Entidade i no Período t;

ATt-1: Ativo Total para Entidade i no Período Anterior (t-1);

FCOit: Fluxo de Caixa Operacional da Entidade i no Período t;

FCOit-1: Fluxo de Caixa Operacional da Entidade i no Período Anterior (t-1);

α , β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 : Coeficientes Estimados da Regressão;

ε_{it} : Erro (resíduos) da Regressão.

3.3 Modelo de Gerenciamento de Resultados (GR) por Atividades Operacionais

O modelo de GR por atividades operacionais utiliza resíduos de três regressões (REMcxo, REMProd e REMDesp) para explicar os movimentos anormais e estimar o gerenciamento. Um desses modelos analisa a manipulação de vendas, a qual pode originar da tentativa dos gestores em aumentar temporariamente as vendas durante um período, promovendo a flexibilização nas políticas de crédito e a utilização de descontos que acabam não refletindo no fluxo de caixa e terminam por ser prejudicial para a organização (Roychowdhury, 2006). A Equação 3 abaixo estima os resíduos para a variável REMFcxo:

$$\frac{FCO_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{VEN_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta VEN_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

FCOit: Fluxo de Caixa Operacional da Entidade i no Período t;

ATit-1: Ativo Total da Entidade no Início do Período i;

VENit: Vendas da Entidade i no Período t;

ΔVEN_{it} : Variação nas Vendas da Organização i no Período t - (t-1).

O modelo seguinte está relacionado aos custos dos produtos e serviços, no qual o acréscimo anormal da produção possibilita a redução de custos unitários, uma vez que os custos fixos são diluídos por uma maior quantidade de unidades e potencializa as margens, mas que implicam em maior volume de recursos aplicados em estoques de maneira desnecessária (Roychowdhury, 2006). Na Equação 4 os resíduos foram estimados e se transformaram na variável REMProd:

$$\frac{PROD_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{VEN_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta VEN_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta VEN_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que:

PRODit: Custo de Produção Somado aos Estoques (t-(t-1)) da Organização i;
 ATit-1: Ativo Total da Organização i no Período t-1;
 VENit: Vendas da Entidade i no Período t;
 Δ VENit: Variação entre as Vendas do Período t - (t-1);
 Δ VENit-1: Variação entre as Vendas do Período (t-1) - (t-2).

O último modelo estima as despesas discricionárias nas variações das contas de despesas de vendas, gerais, administrativas, bem como as despesas comerciais, com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e publicidade e propaganda. Neste caso, os gestores tentam obter determinado nível de lucros por meio do corte de gastos nestas despesas, o que pode comprometer o processo de divulgação, inovação e desempenho futuro da organização (Roychowdhury, 2006). Os resíduos da Equação 5 forma variável REMDesp:

$$\frac{Despit}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{VENit}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Em que:

Despit: Despesas Discricionárias (despesas administrativas, de vendas e gerais) da Organização i no Período t;
 ATit-1: Ativo Total da Entidade i no Período t-1;
 VENit: Vendas da Organização i no Período t.

As variáveis REMFcxo e REMDesp são multiplicados por -1 com o objetivo de potencializar o GR, pois nessas variáveis, o gerenciamento por atividades operacionais é dado nos níveis anormais de fluxos de caixa operacionais baixos em relação às vendas e aos cortes anormais nas despesas discricionárias (Roychowdhury, 2006). Por fim, a soma dos resíduos gerados pelas três regressões (REMFcxo, REMProd e REMDesp) forma a variável REMTotal, a qual representa o gerenciamento por atividades. A Tabela 2 sumariza as variáveis:

Tabela 2

Variáveis Dependentes

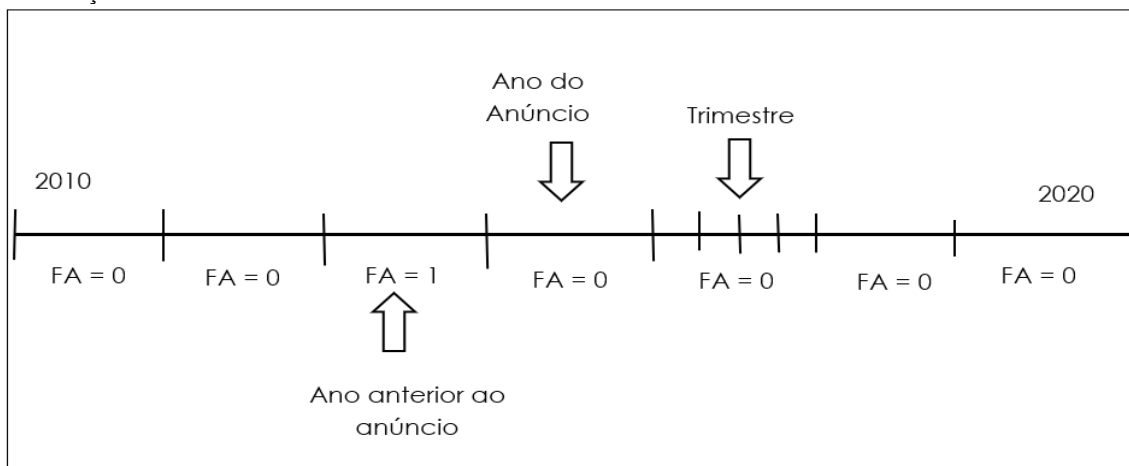
Variáveis	Descrição	Equação	Fonte
AEMPae	GR por Accruals Discricionários	Equação 1	(Pae, 2005)
REMTot	GR por Atividades Operacionais (soma dos resíduos das Regressões 2, 3 e 4)	Equações 2, 3 e 4	(Roychowdhury, 2006)

Nota: GR: Gerenciamento de Resultados. AEMPae: GR por accruals discricionários; REMTotal: Gerenciamento por atividades Operacionais.

3.4 Variáveis: Dependentes e Independentes

Com o intuito de estimar a ocorrência de GR nas F&As, considerou-se possíveis diferenças no nível do GR 1 (um) ano antes do anúncio das empresas que realizaram pelo menos uma F&A no período analisado. A variável de interesse é a dummy indicativa do ano anterior ao anúncio da F&A. Dessa forma, se o ano das informações contábeis trimestrais for igual ao ano anterior ao anúncio da F&A, de forma que foi atribuído 1 (um) se houve anúncio de F&A no ano anterior, caso contrário, 0 (zero). A Figura 1 ilustra a construção da variável FA:

Figura 1
Atribuição dos valores 0 ou 1 à variável FA



As variáveis dependentes que representam Gerenciamento de Resultados (GR) são obtidas por meio do Modelo Pae (AEMPae) e pelo Modelo de Roychowdhury que soma o resultado de três regressões: REMFcxo, REMProd, REMDesp e REMTotal, que é a representação do GR. A Tabela 3 ilustra o modelo econométrico, as variáveis analisadas, os estudos referenciados e relação esperada em cada variável.

Para Louis (2004), o tamanho da empresa pode influenciar o salário e outras vantagens recebidas pelos gestores. O autor reforça que, segundo a teoria do fluxo de caixa livre, empresas que possuem caixa não utilizados tendem a realizar F&A em oposição à distribuição de dividendos. Dessa forma, o tamanho da empresa pode ter relação com a realização da F&A, situação na qual o GR surge da possibilidade de o gestor optar por investir em projetos que destroem valor.

Tabela 3
Modelo Econométrico, Descrição das Variáveis e Relação Esperada (continua)

Modelo Econométrico				
$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FA_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 VarACAO_{it} + \beta_6 VNEG_{it} + \beta_7 MSET_{it} + \epsilon_{it}$				
Variável Dependente				
Variável		Fórmula		Fonte
Gerenciamento de Resultado (GR)		GR		(Pae, 2005; Roychowdhury, 2006)
Variável Independente de Interesse				
Variável	Descrição	Fórmula	Relação Esperada	Fonte
Fusões e Aquisições (FA)	Variável <i>dummy</i> : 1 – ano anterior ao anúncio da F&A; 0 – demais anos.	-	Positivo	(Botsari & Meeks, 2008)

Tabela 3

Modelo Econométrico, Descrição das Variáveis e Relação Esperada (continuação)

Variáveis Independentes de Controle				
Tamanho da Empresa (TAM)	Medido pelo Logaritmo Natural do Ativo Total.	Ln (Ativos Totais)	Positivo	(Louis, 2004)
ROA	Retorno sobre os Ativos	ROA = Lucro Líquido / Ativos Totais	Positivo	(Botsari & Meeks, 2008)
Alavancagem (ALAV)	Passivo Oneroso de Curto e Longo Prazo dividido pelo Ativo Total	ALAV = Dívida Onerosa / Ativos Totais	Positivo	(Gioelli et al., 2013)
Var ACAO	Variação no preço da ação	VarACAO = Valor da ação atual / Valor anterior da ação	Positivo	(Botsari & Meeks, 2008)
VNEG	Valor negociado entre as empresas na F&A	-	Positivo	(Campa & Hajbaba, 2016)
MSET	Variável <i>dummy</i> : 1 - empresas do mesmo setor; 0 - empresas de setores diferentes	-	-	(Heron & Lie, 2002)

Notas: GR: Gerenciamento de Resultados; FA: Fusões e Aquisições; TAM: Tamanho da empresa; ALAV: Alavancagem Financeira; VarACAO: Variação preço da ação; MSET: *dummy*.

A variável Rentabilidade dos Ativos (ROA) é utilizada como variável de controle no trabalho de Botsari e Meeks (2008). Na ocasião, os autores identificaram correlação entre o ROA e os *accruals* discricionários dois anos antes do anúncio da F&A. Sobre a alavancagem financeira, pressupõe-se que empresas altamente alavancadas tenham maior nível de GR, conforme afirmado por Gioielli et al. (2013), porém os autores identificaram uma correlação negativa entre a alavancagem e o GR.

Botsari e Meeks (2008) mencionaram que as adquirentes reconhecem a possibilidade de retornos negativos de suas ações em decorrência do mercado corrigir eventual sobrevalorização dos ativos. Dessa forma, utilizou-se a variação do preço da ação (VarACAO) para mensurar a percepção do mercado (Campa e Hajbaba, 2016). Sendo assim, os autores relataram que a variação pode ser uma motivação para o GR, o que justifica o uso da variável valor monetário negociado (VNEG) entre as empresas na F&A. Heron e Lie (2002) não encontraram evidências de que as empresas adquirentes gerenciavam resultados antes de qualquer F&A, porém identificaram correlação positiva entre empresas que faziam F&A dentro do mesmo setor e a melhoria do seu respectivo desempenho operacional. Dessa forma foi utilizada a variável *dummy* (MSET), operacionalizada da seguinte forma: 1 (um) refere-se a F&A de empresas do mesmo setor; 0 para setores diferentes.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

As Tabelas 4 e 5 apresentam a estatística descritiva das variáveis que caracterizam a amostra. Ao comparar GR por Accruals e por Atividades Operacionais observa-se maior GR nas atividades operacionais, dado o maior desvio-padrão e maior diferença entre o valor mínimo e máximo. No valor negociado a maior variação percentual entre o valor mínimo e máximo deve-se ao fato da inclusão de negociações que não utilizaram troca de recursos literalmente monetários. Ao analisar a variável preço das ações observa-se a volatilidade no mercado pela discrepância entre o valor mínimo e máximo. Esse resultado pode estar relacionado ao movimento de antecipação do mercado, conforme descrito por Botsari e Meeks (2008).

Tabela 4

Estatística Descritiva: Variáveis de Controle

Variável	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
GR_PAE	0.001734	0.018441	-0.095284	0.171912
REMTot	-0.027039	0.070680	-0.286705	0.251408
TAM	22.35611	1.495611	19.18109	26.89315
ROA	0.0047214	0.0231569	-0.1058065	0.1768939
VNEG	650.6802	2743.151	0,00	16.899,35
VarACAO	0.032568	0.305257	-0.900000	4.520000
ALAV	0.3327016	0.1602105	0,00	0.8367052

Notas: GR: Gerenciamento de Resultados; GR_PAE: GR por Accruals Discricionários; REMTot: GR por Atividades Operacionais; TAM: Tamanho da Empresa; ROA: Rentabilidade dos Ativos; VNEG: Valor negociado entre as empresas na F&A; VarACAO: Variação no Preço da Ação; ALAV: Alavancagem Financeira.

Na Tabela 5 são apresentados os valores das variáveis dummy. Identificou-se 42 observações de F&A (FA). Quanto a configuração de F&A dentro de um mesmo setor (MSET), verificou-se 3 vezes mais anúncios de F&A entre empresas do mesmo setor, quando comparados às F&A são de setores distintos:

Tabela 5

Estatística Descritiva: Variáveis Dummies

Variável	Obs.	Quantidade com Valor 1	Quantidade com Valor 0
FA	429	42	387
MSET	429	321	108

Notas: FA: Fusões e Aquisições; MSET: dummy: 1 - empresas do mesmo setor; 0 - setores diferentes.

4.2 Análises: Bivariada e Multivariada

A interpretação da correlação determina que se o coeficiente for positivo, quando uma variável aumenta, a outra tende a aumentar, porém, se negativo, a outra tende a reduzir (Fávero & Belfiore, 2017). Constata-se, portanto, que as variáveis não apresentaram correlações significativas altas, pois os valores obtidos são inferiores a 0,60.

Tabela 6
Matriz de Correlação

	TAM	ROA	ALAV	VarACAO	VNEG	MSET	GR_PAE	GR_ROY
TAM	1.000							
ROA	-0.001	1.000						
ALAV	0.307***	-0.265***	1.000					
VarACAO	0.020	0.195***	-0.074***	1.000				
VNEG	0.085***	-0.003	0.149***	0.1524	1.000			
MSET	0.300***	0.028	-0.053**	0.060**	0.152***	1.000		
GR_PAE	-0.018	-0.050 **	0.006	-0.145	0.050	-0.028	1.000	
REMTot	-0.006	-0.000	0.008	0.085	-0.033	-0.013	-0.066	1.000

Notas: * $p < 0.10$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$; TAM: Tamanho; ROA: Rentabilidade dos Ativos; ALAV: Alavancagem Financeira; VarACAO: Variação no preço da ação; VNEG: Valor negociado entre as empresas na F&A; MSET: dummy: 1 - empresas do mesmo setor; 0 - empresas de setores diferentes; GR: Gerenciamento de Resultados; GR_PAE: GR por Accruals Discricionários; REMTotal: GR por Atividades Operacionais.

Para estimar possíveis problemas de multicolinearidade aplicou-se os testes de Variance Inflation Factor (VIF) e de Tolerance. A multicolinearidade é uma questão de grau e não de natureza, pois, quase sempre existirá correlações entre variáveis, assim, deve-se buscar as que apresentam menor grau ou força, o que é representado por valores que variam de -1 a $+1$. Para os modelos testados, o maior VIF foi de 1,28 e o VIF médio de 1,15 demonstrado na Tabela 7.

Tabela 7
Resultados dos Testes de Multicolinearidade

Variáveis	VIF	Tolerance (1/VIF)
FA	1.01	0.99
TAM	1.24	0.80
ROA	1.15	0.86
ALAV	1.28	0.78
VarACAO	1.07	0.93
VNEG	1.19	0.84
MSET	1.13	0.88
VIF Médio	1.15	

Nota: FA: Fusões e Aquisições; TAM: Tamanho; ROA: Rentabilidade dos Ativos; ALAV: Alavancagem Financeira; VarACAO: Variação no preço da ação; VNEG: Valor negociado entre as empresas na F&A; MSET: dummy: 1 - empresas do mesmo setor; 0 - empresas de setores diferentes.

Foram estimadas cinco regressões multivariadas com dados em painel desbalanceado: uma para os accruals discricionários através do Modelo Pae e outras quatro com os modelos de Roychowdhury que consideram resíduos da regressão (REMFcxo), manipulação de vendas (REMTot), acréscimo da produção (REMPProd) e despesas discricionárias (REMDesp). Os testes Shapiro-Francia e Breusch Pagan-White apontaram que os resíduos não seguiam distribuição normal e nem tinham variância constante. Como a hipótese nula de que os termos de erro são homocedásticos é rejeitada em ambos os testes, os modelos foram estimados com erros-padrão robustos clusterizados. Os testes F de Chow, Lagrangian Multiplier de Breusch-Pagan e Hausman foram realizados para definir o modelo de dados em painel mais apropriado: se POLS, de efeitos fixos ou

de efeitos aleatórios. O modelo aleatório foi o mais adequado. Os resultados são evidenciados na Tabela 8.

Com base no pressuposto de que a F&A (variável independente de interesse) promove o aumento do Gerenciamento de Resultados (GR) nas empresas brasileiras listadas na B3, observou-se que a variável de interesse FA apresentou significância estatística tanto em relação a estimativa de GR por accruals, com nível de significância de 1% na variável AEMPae, quanto na variável de GR por atividades operacionais (REMTotal) ao nível de significância de 5%.

Destaque-se que, embora se verifique significância estatística em três dos modelos analisados – por accruals e por atividades operacionais – ocorre maior impacto na REMFcxo ao observar o valor de -0.0221706 obtido no coeficiente quando comparado aos demais. Observa-se, porém, que o coeficiente do GR por accruals - AEMPae é positivo, enquanto o coeficiente de GR por atividades operacionais representados pelas variáveis REMFcxo e REMTotal apresentaram sinal negativo.

Tabela 8

Resultado das Regressões Lineares Múltiplas

Variáveis	AEMPae	REMFcxo	REMProd	REMDesp	REMTTotal
FA	0.0063499*** (0.0021845)	-0.0221706*** (0.0083747)	0.0011665 (0.005868)	-0.0016211 (0.0019994)	-0.0232677** (0.0114763)
TAM	-0.0002428 (0.0007564)	-0.0021594 (0.0029263)	0.0004774 (0.0026766)	0.0017661 (0.0012921)	0.0004341 (0.1213365)
ALAV	-0.0025148 (0.005881)	0.03593 (0.0226575)	-0.0272166 (0.0180345)	-0.0097074 (0.0069652)	-0.0080039 (0.0242026)
VarACAO	0.0054626** (0.0026784)	0.0046261 (0.0102718)	-0.0113595 (0.0072622)	0.0027616 (0.0024908)	-0.003307 (0.138017)
VNEG	8.74e-08 (4.29e-07)	-5.14e-07 (1.66e-06)	1.16e-06 (1.61e-06)	-3.53e-07 (9.50e-07)	3.75e-07 (1.47e-06)
MSET	-0.0024662 (0.0025747)	0.0013896 (0.0099736)	-0.0080844 (0.0096369)	0.0061446 (0.0056553)	-0.0005023 (0.0088624)
Constante	0.0182648 (0.016088)	0.0141516 (0.0622418)	0.0023989 (0.0569097)	-0.0425415 (0.0275697)	-0.0311814 (0.0572199)

Notas: * p < 0.10; ** p < 0.05; *** p < 0.01; Erro padrão entre parênteses.

AEMPae: Resíduos da Regressão (Equação 2) do modelo Pae (2005).

REMFcxo: Resíduos da Regressão (Equação 3) do modelo Roychowdhury (2006);

REMProd: Resíduos da Regressão (Equação 4) do modelo Roychowdhury (2006);

REMDesp: Resíduos da Regressão (Equação 4) do modelo Roychowdhury (2006);

REMTTotal: soma das variáveis REMFcxo, REMProd, REMDesp do modelo Roychowdhury (2006);

FA: Fusões e Aquisições; TAM: Tamanho da empresa; ALAV: Alavancagem Financeira; VarACAO: Variação no preço da ação; VNEG: Valor monetário negociado entre as empresas na F&A; MSET: Variável dummy: 1 - empresas do mesmo setor; 0 - empresas de setores diferentes.

Os resultados da Tabela 8 sugerem que a divulgação de um anúncio relativo a um processo de F&A está associada a um aumento na prática do GR por meio da utilização de procedimentos contábeis sob o regime de competência (AEMPae). Simultaneamente, observa-se uma redução no GR por meio de atividades operacionais (REMTTotal). Tal comportamento no GR por

atividades (REMTotal) é atribuído ao efeito cumulativo das variáveis que investigam os distintos elementos constituintes dessa forma de manipulação. Notadamente, a manipulação das receitas (REMFcxo) e despesas discricionárias (REMDesp) tende a diminuir após o anúncio do processo de F&A, presumivelmente devido aos impactos mais significativos que tal anúncio pode ter sobre o desempenho futuro da organização por meio da redução do fluxo de caixa e das despesas operacionais necessárias para a manutenção adequada da organização. Em contrapartida, a manipulação dos custos de produção (REMProd), evidenciada pelo aumento anormal dos estoques, parece aumentar em decorrência dos processos de combinação de negócios. Todavia, o impacto dessa última forma de manipulação é superado pela combinação dos efeitos das outras duas modalidades.

4.3 Discussão dos Resultados

As estimações forneceram evidências de que 1 (um) ano antes do anúncio da F&A as empresas analisadas tenderam a elevar o nível de GR por accruals – Modelo Pae (AEMPae), contudo, ao analisar o GR por atividades operacionais, observou-se que as empresas tenderam a reduzir o nível de gerenciamento (Modelos por Atividades Reais: REMFcxo e REMTotal). Embora essa constatação seja contrária ao observado por Campa e Hajbaba (2016), frise-se que esses autores realizaram a pesquisa em empresas norte-americanas, as quais estão situadas em mercado mais desenvolvido onde prepondera maiores níveis de governança corporativa, o que difere das empresas analisadas por esta pesquisa. Isso vai ao encontro dos argumentos defendidos por Purayil e Lukose (2021) ao mencionarem que o incentivo para reduzir o GR era mais acentuado quando as F&A eram realizadas em países com forte estrutura de governança corporativa. No entanto, em mercados emergentes, ainda ocorre fraca proteção ao investidor.

Ao discorrer sobre o mercado nacional, Assaf Neto (2021) discute algumas características que influenciam sobremaneira o andamento do ambiente empresarial analisado nesta pesquisa, tais como: concentração acionária ou de capital das empresas abertas e o alto índice de emissão de ações preferenciais sem direito a voto. Essas características fazem com que a separação entre propriedade e controle acarretem conflitos de agência entre sócios majoritários e o abandono dos minoritários. O autor destaca, ainda, que parte considerável da literatura e de pesquisas em finanças foca em ambientes econômicos externos, os quais possuem realidades distintas do mercado brasileiro, portanto, estudos devem ser realizados em outros contextos econômicos.

Em apoio a argumentação mencionada, Assaf Neto (2021) complementa que em países onde há normas de governança corporativa mais consistentes ocorre maior credibilidade e transparência das informações reportadas, o que minimiza os percalços da assimetria informacional entre gestores, investidores, acionistas majoritários e minoritários. Ademais, empresas com boas práticas de Governança Corporativa e estrutura de capital mais pulverizada tem menores riscos e, conseqüentemente, menores custos de capital. Os resultados de Sloan (1996) já pontuavam indiretamente a importância da governança corporativa, pois práticas sólidas de governança auxiliam a garantir que as empresas

forneçam informações transparentes e de alta qualidade, reduzindo, portanto, a possibilidade de GR agressivo que tendenciam decisões dos usuários.

A relação positiva entre o GR por accruals e as F&A pode ser entendida à luz dos incentivos que empresas adquirentes têm em reportar lucros elevados. Isso ocorre porque, conforme Erickson e Wang (1999), há um reflexo direto dos resultados operacionais no preço das ações. Empresas que reportam maiores lucros tendem a ser percebidas pelo mercado como mais saudáveis e bem-sucedidas, o que, por sua vez, pode elevar a avaliação de suas ações. Em contextos de F&A, isso é particularmente relevante, pois a valorização das ações influencia diretamente a negociação, possibilitando que a empresa adquirente utilize menos ações na aquisição de outra empresa, um mecanismo benéfico na otimização de custos de transação.

Sob os mesmos argumentos, Zhang (2015) reforçou a ideia de que as empresas possuem incentivos para manipular os lucros relatados antes da aquisição na esperança de aumentar o preço das ações, reduzindo-se assim, o custo de compra da empresa alvo. Seus argumentos caminham no sentido de que a gestão da empresa pode fazer uso de GR como mecanismo para tentar elevar o preço das ações da empresa adquirente até a data do contrato, pois quanto maior o valor das ações, menor será o número de ações emitidas para se comprar a empresa alvo.

Dentre as variáveis de controle, o ROA foi a única que apresentou resultados estatisticamente significativos, tanto no modelo por accruals quanto em alguns dos modelos por atividades operacionais. O ROA com coeficiente negativo pode indicar que as empresas com maior rentabilidade nos ativos tendem a ter menor gerenciamento de resultados no período anterior ao anúncio em comparação aos demais anos analisados. Campa e Hajbaba (2016) também identificaram o mesmo comportamento nessa variável utilizada como controle.

Em relação a variação do valor das ações (VarACAO), identificou-se resultados estatisticamente significantes, o que sugere que exista uma relação positiva entre a variação do preço das ações e o gerenciamento de resultados accruals. Esse resultado corrobora os resultados dos trabalhos de Erickson e Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), Zhang (2015) e El Diri (2018). Segundo Zhang (2015), quando a empresa adquirente percebe subvalorização ou supervalorização pode contribuir para a efetivação de uma possível F&A, ela é incentivada a manipular os lucros relatados antes da aquisição conforme seu interesse na esperança de aumentar o preço das ações, reduzindo-se assim, o custo de compra da empresa alvo.

Esse comportamento pode ser explicado pelo fato de que os ajustes realizados por meio de accruals, conforme preconizado pelo regime de competência contábil, têm o potencial de modificar o resultado financeiro reportado pela entidade, sem gerar consequências imediatas nos seus fluxos de caixa, uma vez que tais ajustes normalmente são revertidos em períodos subsequentes (Pae, 2005). No entanto, um eventual aumento no gerenciamento por meio de atividades operacionais (REMTot) impacta diretamente os fluxos de caixa da empresa, podendo comprometer seu desempenho financeiro real em períodos subsequentes ao processo de F&A. Essa circunstância pode influenciar a percepção dos investidores sobre a eficácia do próprio processo de F&A,

podendo, por conseguinte, afetar a avaliação do desempenho do gestor responsável pelo referido processo.

Nesse contexto, a preocupação em não comprometer o desempenho financeiro real relatado pela entidade em decorrência de processos de F&A parece sugerir uma inclinação para a adoção da estratégia de gerenciamento por accruals em detrimento do gerenciamento por atividades operacionais. Essa inclinação implica que os gestores podem optar por manipular as informações contábeis por meio de ajustes de accruals, em vez de influenciar diretamente as atividades operacionais da empresa. A constatação de um efeito positivo para AEMPae e um efeito negativo para REMTotal parece corroborar a ideia de que as estratégias de gerenciamento são selecionadas e utilizadas pelos gestores de acordo com as oportunidades que se apresentam, com diferentes intensidades dependendo das circunstâncias específicas. Isso pode ocorrer tanto quando as estratégias são utilizadas de forma complementar, ou seja, quando ambas têm o mesmo impacto direcionado, quanto quando são usadas como substitutos, isto é, quando seus efeitos são opostos, como observado no contexto dos processos de F&A analisados nesta pesquisa, o que corrobora os achados de Zang (2012) e Cupertino et al. (2017) sobre a relação entre essas duas estratégias de manipulação de resultados.

As justificativas e resultados identificados fortalecem as declarações apontadas por Liu et al. (2014) ao argumentarem que o aumento do GR por accruals e a redução do gerenciamento por atividades operacionais ocorrem conforme o objetivo da empresa adquirente. Os gerenciamentos por accruals são mais suscetíveis às contabilizações que os revertem em períodos futuros, pois envolvem contas contábeis não monetárias, enquanto o gerenciamento por atividades operacionais envolve contabilizações que afetam o caixa diretamente, por conseguinte, as empresas o utilizam com menor frequência. No gerenciamento por accruals há o reconhecimento dos lucros sem gerar efeito sobre a receita total, custo de capital e risco. Em contrapartida, caso a empresa adquirente realize o gerenciamento por atividades operacionais, pode ter consequências negativas para os negócios após a F&A ao envolver contas contábeis que impactam receitas, custo de capital e risco da empresa.

Dentre as variáveis de controle, o ROA apresentou resultados estatisticamente significativos, tanto no modelo por accruals quanto em alguns dos modelos por atividades operacionais. O ROA com coeficiente negativo pode indicar que empresas mais rentáveis operacionalmente tendem a ter menor GR no período anterior ao anúncio em comparação aos demais anos analisados. Campa e Hajbaba (2016) também identificaram o mesmo comportamento nessa variável utilizada como controle.

Em relação a variação do valor das ações (VarACAO), identificou-se resultados estatisticamente significantes, o que sugere que exista uma relação positiva entre a variação do preço das ações e o gerenciamento de resultados accruals. Esse resultado corrobora os resultados dos trabalhos de Erickson e Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), e El Diri (2018). Segundo Zhang (2015), a empresa é incentivada a manipular os lucros relatados antes da aquisição conforme seu interesse na esperança de aumentar o preço das ações, reduzindo-se assim, o custo de compra da empresa alvo.

Dadas as evidências observadas nesta pesquisa de que as empresas listadas na B3 gerenciaram resultados - mensurados por meio do modelo de Roychowdhury (2006) - um ano antes de efetivarem processos de F&A, infere-se com base na Teoria da Agência de que os ganhos podem ser negativos, visto que os gestores podem aderir às F&A em interesse próprio ao invés de priorizar os interesses empresariais. Esclarecimentos adicionais desta teoria também defendem que, como o tamanho da empresa aumenta com as F&A, os gestores estão mais propensos a concretizá-las mesmo com destruição de valor ao ter investimentos com valor presente líquido negativo (Jensen e Meckling, 1976; Ross et al., 2015).

Diante das evidências verificadas, sobretudo no GR por Accruals, observa-se que as questões relacionadas às assimetrias informacionais se fazem presentes como foi especificado por Seth et al. (2000), dado que os gestores da adquirente podem focar na manutenção da negociação com o preço supervalorizado de suas ações. Pelo exposto, isso pode levar a perdas reais de eficiência nos investimentos, o que prejudica investidores. Isto é, as perdas ocorrem porque os gestores utilizam da discricionariedade nas escolhas contábeis, conforme o que melhor aprover e, também, no uso dos fluxos de caixa operacionais (Phillips et al., 2003).

Ao gerenciarem intencionalmente os resultados, os gestores alteram a essência das transações econômicas evidenciadas e o reporte de informações que delas decorrem nos relatórios financeiros enviam análises e tomadas de decisões. Esse gerenciamento retira o foco das partes interessadas sobre o real desempenho econômico-financeiro da empresa, o que configura conflito de interesses entre as partes e prejuízo para os usuários externos das informações reportadas (Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989).

Dessa forma, as explicações de conflitos de interesses que decorrem das reflexões da Teoria da Agência, as quais definem que, no caso de F&A, os ganhos podem ser negativos porque os gestores agem em interesse próprio em detrimento dos interesses empresariais Kloeckner (1994). Nesse sentido, os gestores estariam dispostos a concretizar F&A mesmo com valor presente líquido negativo (Jensen e Meckling, 1976; Ross et al., 2015). Em essência, ocorre assimetria informacional quando os gestores da adquirente têm acesso às informações sobre as perspectivas da empresa alvo, informações estas que investidores externos não têm acesso. Ao terem maior acesso às informações, agem de forma oportunista e não priorizam a maximização de resultados empresariais e muito menos visam a eficiência dos contratos firmados entre acionistas e gestores. Assim, interesses pessoais dos gestores podem ser colocados em detrimento dos interesses empresariais (Jensen & Meckling, 1976).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou identificar evidências de Gerenciamento de Resultados (GR) estimados por meio dos accruals discricionários via Modelo Pae e por atividades operacionais estimados via Modelos de Roychowdhury. Os dados econômico-financeiros referem-se ao período de 2010 a 2020; já os dados sobre anúncios de Fusões e Aquisições (F&A) englobam de 2011 a 2019. Para

operacionalizar as análises em busca de evidências fez uso de regressões lineares múltiplas com dados em painel.

Isso posto, os principais resultados indicaram evidências de que as empresas adquirentes analisadas elevaram o nível de GR por atividades reais 1 (um) ano antes do anúncio da F&A. O resultado da elevação no modelo que envolve accruals alinha-se com o demonstrado nos trabalhos de Erickson e Wang (1999), Louis (2004), Botsari e Meeks (2008) e Lee (2008). No entanto, o resultado da redução do GR por atividades reais / operacionais diverge do observado por Campa e Hajbaba (2016). Os resultados analisados conjuntamente contribuem para reforçar as constatações de Zang (2012) e Cupertino et al. (2017) de que as estratégias de gerenciamento são ferramentas utilizadas conforme oportunidades que favoreçam ao gestor, porém com intensidades diferentes de acordo com as circunstâncias, seja de forma complementar ou substituta, dado que foi constatado evidências durante os processos de F&A.

Ademais, verificou-se que, no contexto da bolsa de valores brasileira (B3), ratificando as argumentações de El Diri (2018) de que processo de F&A está entre os fatores que impulsionam o GR quando considerado pelos dois modelos: de accruals de Pae (2005) e de Roychowdhury (2006). Outro resultado identificado nesta pesquisa é a associação entre a variação do preço das ações em período imediatamente anterior ao anúncio da F&A, ponto particularmente importante para os operadores de F&A e investidores, tanto na influência exercida sobre a variação do preço das ações no mercado de capitais, quanto na assimetria informacional que impacta decisões e acarreta consequências no processo (El diri, 2018).

Em síntese, há uma linha tênue entre a otimização dos recursos e o GR nos processos de F&A, visto que levantam questões éticas e, em muitos casos, cruzam a fronteira e passam a ser fraudes. Essas constatações contribuem com evidências de possíveis conflitos de interesses entre os objetivos dos gestores e os objetivos empresariais. De forma complementar, os resultados e constatações identificados auxiliam de forma empírica para a compreensão da relação entre as F&A e o GR, bem como chamam a atenção de normatizadores para se atentarem ao tema, dado que evidencia possíveis comportamentos oportunistas de gestores diante de F&A.

Como limitações, aponta-se a falta de informações sobre a forma de pagamento das empresas nos processos de F&As, visto que o pagamento em ações pode ter maior influência sobre o GR, o que indicaria a elevação artificial do preço das ações para que, possivelmente, reduza o custo de aquisição. Sugere-se que pesquisas posteriores enriqueçam a compreensão desse fenômeno com a realização de análises comparativas entre os diversos períodos que antecedem aos anúncios das F&As, assim como a investigação de evidências de efeitos do GR nas empresas alvo. Outras possibilidades de pesquisa seriam usar regressão logística para estimar a probabilidade de as empresas que fazem F&A se envolverem em GR ou considerar um intervalo temporal mais extenso e com maior número de empresas.

REFERÊNCIAS

- Anand, M., & Singh, J. (2008). Impact of merger announcements on shareholders' wealth: Evidence from Indian private sector banks. *Vikalpa*, 33(1), 35-54. *Vikalpa*. <https://doi.org/33.10.1177/0256090920080103>
- Aggarwal, P., & Garg, S. (2022). Impact of mergers and acquisitions on accounting-based performance of acquiring firms in India. *Global Business Review*, 23(1), 218-236. <https://doi.org/10.1177/0972150919852009>.
- Bao, S. R., & Lewellyn, K. B. (2017). Ownership structure and earnings management in emerging markets - An institutionalized agency perspective. *International Business Review*, 26(5), 828-838. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.02.002>.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (3), 347 - 362. <https://doi.org/10.2307/2331418>
- Bispo, O. N. A., Maia, S. C., Barros, L. E. V., & de Melo Carvalho, F. (2017). Fusões, aquisições e gerenciamento de resultados: uma revisão sistemática envolvendo diferentes categorias analíticas. *Revista Organizações em Contexto*, 13(25), 51-98. <https://doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v13n25p51-98>
- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), 633-670. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02091.x>
- Camargos, M. A., & Camargos, M. C. S. (2015). Mapeamento da produção científica sobre fusões e aquisições na literatura nacional, 1994 a 2014. *Revista Gestão & Tecnologia*, 15(3), 101-137. <https://doi.org/10.20397/2177-6652/2015.v15i3.509>
- Campa, D., & Hajbaba, A. (2016). Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings management. *International Review of Financial Analysis*, 44, 56-64. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.008>
- Campbell, J. T., Sirmon, D. G., & Schijven, M. (2016). Fuzzy logic and the market: A configurational approach to investor perceptions of acquisition announcements. *Academy of Management Journal*, 59(1), 163-187. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0663>
- 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. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015212>
- Cupertino, C. M., Martinez, A. & Costa Jr., N. (2017). Earnings management strategies in Brazil: Determinant costs and temporal sequence. *Contaduría y Administración* 62 (2017) 1460–1478. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2016.11.002>

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- El Diri, M. (2018). Definitions, activities, and measurement of earnings management. *Introduction to earnings management*, 5-44. https://doi.org/10.1007/978-3-319-62686-4_2
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Formigoni, H., Antunes, M. T. P., & Paulo, E. (2009). Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 6(1), 44-61.
- Gioielli, S. O., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *Brazilian Business Review*, 10(4), 32-68.
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary accounting research*, 27(3), 855-888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Heron, R., & Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 37(1), 137-155. <https://doi.org/10.2307/3594998>
- Jensen, M. C.; Meckling, W. (1976). The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Kalra, N., Gupta, S., & Bagga, R. (2013). A wave of mergers and acquisitions: are Indian banks going up a blind alley? *Global Business Review*, 14 (2), 263 - 282. <https://doi.org/10.1177/0972150913477470>
- KloECKner, G. O. (1994). Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *RAUSP Management Journal*, 29 (1), 42 - 58.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

- Lee, H., Kim, S., Nam, C., & Han, S. H. (2008). Earnings management of acquiring firms in stock-for-stock takeovers in the telecommunications industry. *Journal of Media Economics*, 21(4), 217-233. <https://doi.org/10.1080/08997760802541117>.
- Liu, J., Uchida, K., & Gao, R. (2014). Earnings management of initial public offering firms: Evidence from regulation changes in China. *Accounting & Finance*, 54(2), 505-537. <https://doi.org/10.1111/acfi.12006>
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of financial economics*, 74 (1), 121 - 148. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.004>
- Mendes, L. P., Pimenta, M. M., & Sousa, G. A. (2019). Fusões e Aquisições Versus Gerenciamento de Resultados: Análise da Qualidade da Informação Contábil das Companhias Listadas na B3. *Pensar Contábil*, 21 (74), 11 - 19.
- 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 (50), 77 - 100. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>
- Neto, A. A. (2021). *Finanças Corporativas e Valor*. Gen-Atlas.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5-22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>
- Phillips, J., Pincus, M., & Rego, S. O. (2003). Earnings management: New evidence based on deferred tax expense. *The Accounting Review*, 78(2), 491-521. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.2.491>
- Purayil, P. V., & Lukose, P. J. J. (2021). Does cross-border acquisition reduce earnings management of emerging market acquirers? Evidence from India. *International Review of Finance*, 22(1), 143-168. <https://doi.org/10.1111/irfi.12346>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Lamb, R. (2015). *Administração financeira*. AMGH Editora.
- Phillips, J., Pincus, M., & Rego, S. O. (2003). Earnings management: New evidence based on deferred tax expense. *The Accounting Review*, 78(2), 491-521. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.2.491>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3 (4), 91.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of*

international business studies, 31, 387 - 405.
<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490913>

Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, 289-315.
<https://www.jstor.org/stable/248290>

Sunder, S. (2014). *Teoria da Contabilidade e do Controle*. São Paulo: Atlas.

Tutuncu, L. (2019). Earnings management and performance of management buyouts. *Managerial Finance*, 45 (10/11), 1363 - 1381.
<https://doi.org/10.1108/MF-01-2018-0007>

Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*. 43 (4), 445 - 481. <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.785823>

Zang, A., (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review* 87, 675-703. <https://www.jstor.org/stable/23245619>

Zhang, Z. (2015). Under-performance of listed companies, real earnings management and M & A: Chinese empirical evidence. *Journal of Industrial Engineering and Management (JIEM)*, 8(2), 322-334.
<http://dx.doi.org/10.3926/jiem.1330>

Planilha de Contribuição dos Autores				
Contribuição	Sílvio Miranda Filho	Juliana de Carvalho	Ilírio Rech	Carlos do Carmo
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X			
2. Definição do problema de pesquisa	X			
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X		X	X
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	X			X
5. Coleta de dados	X			
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X	X		X
7. Conclusões da pesquisa	X	X		X
8. Revisão crítica do manuscrito			X	X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X	X		
10. Orientação			X	X