



OSCAR NETO DE ALMEIDA BISPO

**EFEITO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E DO
EXCESSO DE CONFIANÇA NO DESEMPENHO
ECONÔMICO DAS ADQUIRENTES EM FUSÕES E
AQUISIÇÕES**

**LAVRAS – MG
2019**

OSCAR NETO DE ALMEIDA BISPO

**EFEITO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E DO EXCESSO DE
CONFIANÇA NO DESEMPENHO ECONÔMICO DAS ADQUIRENTES EM
FUSÕES E AQUISIÇÕES**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Doutor.

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho
Orientador

Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto
Coorientador

**LAVRAS – MG
2019**

**Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca
Universitária da UFLA, com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).**

Bispo, Oscar Neto de Almeida.

Efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de
confiança no desempenho econômico das adquirentes em fusões e
aquisições / Oscar Neto de Almeida Bispo. - 2019.

118 p. : il.

Orientador(a): Francisval de Melo Carvalho.

Coorientador(a): Gideon Carvalho de Benedicto.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Lavras, 2019.

Bibliografia.

1. Fusões e Aquisições. 2. Desempenho Econômico. 3.
Gerenciamento de Resultados e Excesso de Confiança. I. Carvalho,
Francisval de Melo. II. Benedicto, Gideon Carvalho de. III. Título.

OSCAR NETO DE ALMEIDA BISPO

**EFEITO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E DO EXCESSO DE
CONFIANÇA NO DESEMPENHO ECONÔMICO DAS ADQUIRENTES EM
FUSÕES E AQUISIÇÕES**

**EFFECT OF EARNINGS MANAGEMENT AND OVERCONFIDENCE ON THE
ECONOMIC PERFORMANCE OF ACQUIRERS IN MERGERS AND
ACQUISITIONS**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Doutor.

APROVADA em 28 de fevereiro de 2019.

Prof. Dr. André Luiz Ribeiro Lima	UFLA
Prof. Dr. Antônio Carlos dos Santos	UFLA
Prof. Dr. Fabrício Molica de Mendonça	UFSJ
Prof. Dr. Vagner Antônio Marques	UFES

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho
Orientador

Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto
Coorientador

**LAVRAS – MG
2019**

*Aos meus pais, meus irmãos, meus
sobrinhos e minha esposa.
Dedico*

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, meus irmãos, meus sobrinhos e minha esposa, os quais me mostraram que, com perseverança, honestidade e humildade pode-se realizar sonhos e romper paradigmas. Obrigado pelo carinho, amor, dedicação e confiança concedidos a mim.

Ao Prof. Francisval que, com generosidade, paciência e dedicação me conduziu com suas orientações e conselhos durante todo o doutorado. Sua colaboração foi indispensável para a consecução dos resultados alcançados na tese.

Aos Professores Vagner, Fabrício, Gideon, Antônio Carlos e André, pelas críticas e contribuições sugeridas desde o projeto de pesquisa. Ao Professor Vagner também deixo minha gratidão pelos conselhos e apoio em nossa passagem pela Universidade Federal dos Vales do Jequitinhonha e Mucuri.

Aos demais professores e funcionários da UFLA, em especial aqueles do Programa de Pós-Graduação em Administração.

Aos amigos Saulo, Leandro, José Willer, Kennedy, João Kalil, Mário, Marcello e Thor. Serei eternamente grato a todos vocês, pois foram essenciais nessa jornada. Agradeço imensamente pelo apoio providencial dedicado durante todo o doutorado.

Ao Departamento de Ciências Administrativas e Contábeis (DECAC) da Universidade Federal de São João del-Rei (UFSJ). Sem o apoio do DECAC e da UFSJ esse sonho não estaria se realizando. Externalizo minha imensa gratidão.

Agradeço, significativamente, à Universidade Federal de Lavras por sempre procurar ser uma instituição de excelência no ensino, pesquisa e extensão e, além disso, conseguir transformar sonhos em realidade.

RESUMO

Esta tese objetivou verificar qual o efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho econômico das adquirentes em fusões e aquisições no Brasil. Especificamente, o estudo buscou: (i) verificar se as adquirentes elevam os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais no ano anterior às fusões e aquisições; (ii) verificar o efeito do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais na probabilidade de ocorrência de fusões e aquisições; e (iii) avaliar se o desempenho econômico das adquirentes, pós fusões e aquisições, pode ser explicado em função do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais. O objeto de estudo compreendeu 31 fusões e aquisições realizadas no Brasil entre os anos de 2008 e 2014. O tratamento e análise dos dados utilizou técnicas de regressão múltipla, regressão logística e análise de diferença de médias e medianas. Os resultados obtidos, em geral, indicaram que as médias e medianas da *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* são diferentes entre empresas adquirentes e não adquirentes no ano anterior às fusões e aquisições. No entanto, o mesmo resultado não foi constatado ao considerar as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais. Comparando-se adquirentes e não adquirentes, a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* foi, em média, mais elevada nas adquirentes no ano que antecedeu transações de fusões e aquisições. Para as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais, em média, somente o fluxo de caixa anormal foi mais elevado nas adquirentes no mesmo período. Os achados não sustentam qualquer inferência sobre os custos de produção anormais e as despesas gerais, de vendas e administrativas anormais, tendo em vista que essas variáveis foram estatisticamente não significativas nas regressões econométricas utilizadas. Desse modo, relativamente ao *trade-off* entre as duas estratégias de gerenciamento de resultados, por *accruals* ou atividades reais, as adquirentes foram mais inclinadas ao uso de gerenciamento de resultados por *accruals* e reconhecimento anormal de fluxo de caixa operacional no ano que antecedeu fusões e aquisições. Sob o entendimento do efeito do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais na probabilidade de ocorrência de fusões e aquisições, os resultados apontaram que somente a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* exerce influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente. Por fim, ao avaliar se o desempenho econômico das adquirentes, pós fusões e aquisições, poderia ser explicado em função do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais, o estudo não constatou qualquer relação, seja em conjunto ou separadamente, entre essas variáveis e o desempenho econômico futuro. Assim, respondendo ao problema de pesquisa proposto, os resultados não encontraram evidências para afirmar que o gerenciamento de resultados e o excesso de confiança têm efeito no desempenho econômico das adquirentes em fusões e aquisições no Brasil.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Desempenho Econômico. Gerenciamento de Resultados. Excesso de Confiança.

ABSTRACT

This thesis aimed to verify the effect of earnings management and overconfidence on the economic performance of acquirer companies in mergers and acquisitions in Brazil. Specifically, the study aimed to: (i) verify whether acquirers raise accruals and real activities earnings management levels in the year before mergers and acquisitions; (ii) verify the effect of overconfidence and accruals and real activities earnings management on the probability of mergers and acquisitions occurrence; and (iii) evaluate whether post mergers and acquisitions economic performance, of the acquirers, can be explained due to overconfidence and earnings management by accruals and real activities. The study object comprised 31 mergers and acquisitions in Brazil between 2008 and 2014. The data treatment and analysis used multiple regression and logistic regression techniques, and means and medians difference analysis. The results obtained, in general, indicated that means and medians of the proxy by accruals earnings management are different between acquiring and non-acquiring companies in the year before merges and acquisitions. However, the same result has not been when considering the proxies of earnings management by real activities. When compared acquirers and non-acquirers, the accruals earnings management proxy has been, on average, higher in acquirers in the year preceding merger and acquisition transactions. For the proxies by earnings management real activities, on average, only the abnormal cash flow has been higher in the acquirers during the same period. The findings do not support any inference about abnormal production costs and abnormal general, sales and administrative expenses, given that these variables were not statistically significant on the econometric regressions used. Thus, regarding the trade-off between earnings management strategies, by accruals or real activities, the acquirers were more inclined to use accruals earnings management and abnormal recognition of operational cash flow in the year preceding mergers and acquisitions. About the understanding of the effect of overconfidence and earnings management by accruals and real activities on the probability of mergers and acquisitions occurrence, the results pointed out that only the earnings management proxy by accruals has a positive influence on the probability of a company become an acquirer. Finally, when evaluated whether post mergers and acquisitions economic performance, of the acquirers, could be explained due to overconfidence and earnings management by accruals and real activities, the study found no relation, either jointly or separately, between these variables and future economic performance. Thus, responding to the proposed research problem, the results did not find evidence to affirm that earnings management and overconfidence affect the economic performance of the acquirers in mergers and acquisitions in Brazil.

Keywords: Mergers and Acquisitions. Economic Performance. Earnings Management. Overconfidence.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fatores que influenciam a qualidade da informação contábil.	32
Figura 2 – Gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por atividades reais.	35
Figura 3 – Influência do GR e do excesso de confiança em transações de F&A.	47
Figura 4 – Efeito do GR e do excesso de confiança no desempenho econômico.	66

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Médias e medianas de ACCD ao longo de t_{-2} a t_{+2}	72
Gráfico 2 – $ACCD_{aj}$ ao longo de t_{-2} a t_{+2}	72
Gráfico 3 – $GRAR_1$ ao longo de t_{-2} a t_{+2}	80
Gráfico 4 – $GRAR_2$ ao longo de t_{-2} a t_{+2}	81
Gráfico 5 – $GRAR_T$ ao longo de t_{-2} a t_{+2}	81
Gráfico 6 – $GRAR_{1aj}$ ao longo de t_{-2} a t_{+2}	82
Gráfico 7 – $GRAR_{2aj}$ ao longo de t_{-2} a t_{+2}	82
Gráfico 8 – $GRAR_{Taj}$ ao longo de t_{-2} a t_{+2}	82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição dos dados com nº de F&A e adquirentes por setores.	49
Tabela 2 – Estimativas com o modelo de gerenciamento por <i>accruals</i>	69
Tabela 3 – Estatísticas descritivas para ACCT e ACCD em t_{-1} e t_{-2}	71
Tabela 4 – Regressões em t_{-1} para $ACCD_{aj}$ em função de $D_{F\&A}$	74
Tabela 5 – Estimativas com os modelos de GRAR.	77
Tabela 6 – Estatísticas descritivas para as <i>proxies</i> de GRAR em t_{-1} e t_{-2}	79
Tabela 7 – Regressões em t_{-1} para as <i>proxies</i> de GRAR em função de $D_{F\&A}$	84
Tabela 8 – Correlações (Painel A) e estatísticas descritivas (Painel B) em t_{-1}	89
Tabela 9 – Estimativas obtidas com os modelos <i>logit</i> em t_{-1}	91
Tabela 10 – $\Delta FCD_{aj,t+1}$ em função de ACCD, $GRAR_1$, $GRAR_2$, $GRAR_T$ e D_{EXC}	97

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Tipos e características das F&A.	23
Quadro 2 – Motivações para F&A e conexão com o desempenho econômico da adquirente.	25
Quadro 3 – Principais características da TCT e TA.	27
Quadro 4 – Evidências de gerenciamento de resultados por atividades reais.	37
Quadro 5 – Pesquisas relacionadas ao gerenciamento de resultados.....	38
Quadro 6 – Pesquisas direcionadas ao excesso de confiança.....	44
Quadro 7 – Estudos que justificam a delimitação do período pós F&A.	48
Quadro 8 – Bases de dados utilizadas na pesquisa.	48
Quadro 9 – Premissas econométricas para estimação utilizando MQO.	52
Quadro 10 – Diagnósticos utilizados para atendimento das premissas de MQO.....	53
Quadro 11 – Medidas para avaliar o ajuste do modelo de regressão logística.....	54
Quadro 12 – Hipóteses testadas e respectivas decisões.	101

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	Contextualização do tema	14
1.2	Problema de pesquisa	17
1.3	Objetivos	18
1.3.1	Geral	18
1.3.2	Específicos	18
1.4	Hipóteses	18
1.5	Justificativa e relevância do estudo	20
2	REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1	Características, motivações e desempenho econômico a partir de F&A	23
2.2	Custos de transação, custos de agência e conflitos de interesses	26
2.3	Relevância e qualidade da informação contábil	29
2.4	Gerenciamento de resultados contábeis	33
2.5	Excesso de confiança	40
3	METODOLOGIA	46
3.1	Técnicas de pesquisa	46
3.2	Objeto de pesquisa e período de estudo	47
3.3	Coleta de dados	48
3.4	Tratamento e análise dos dados	51
3.4.1	Análise de regressão múltipla	51
3.4.2	Análise de regressão logística	53
3.4.3	Procedimentos para testes de média e mediana	55
3.4.4	Níveis de gerenciamento de resultados nos relatórios contábeis	55
3.4.4.1	Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>	55
3.4.4.2	Gerenciamento de resultados por atividades reais	59
3.4.5	Inter-relações entre ACCD, GRAR e D_{EXC} e a probabilidade de influenciar F&A	62
3.4.6	Medida para apontar empresas suspeitas de excesso de confiança	63
3.4.7	Avaliação do desempenho econômico pós F&A	64
3.4.8	Efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho	66
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	69
4.1	F&A e gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>	69
4.2	F&A e gerenciamento de resultados por atividades reais	76
4.3	Inter-relações entre F&A, gerenciamento de resultados e excesso de confiança	87
4.4	F&A, ACCD, GRAR, excesso de confiança e desempenho econômico	96
5	CONCLUSÃO	102
	REFERÊNCIAS	106

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do tema

Dado o número de atividades de fusões e aquisições (F&A)¹, em âmbito internacional e também nacional, o mercado tem cada vez mais se preocupado com o efeito dessas transações. Em geral, a preocupação centra-se nos conflitos e forças que levaram as empresas a optarem por esse tipo de transação, e quais são as expectativas sobre o futuro após estes complexos eventos corporativos. Para Camargos e Barbosa (2010, p. 71), “devido ao elevado grau de complexidade e incerteza que as permeiam, as operações de F&A não devem ser encaradas como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas”.

Campbell, Sirmon e Schijven (2016) afirmam que F&A representam uma das estratégias chave que os gestores podem empreender na esperança de melhorar ou sustentar o desempenho econômico de suas empresas. Consequentemente, pesquisadores têm focado esforços significativos em revelar quais são os determinantes do desempenho econômico em empresas optantes por F&A e, também, os efeitos dessas transações para os acionistas.

Autores como, Jensen (1986), Roll (1986), Bradley, Desai e Kim (1988), Kogut (1988), Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000), Weston, Siu e Johnson (2001), Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), Ma, Whidbee e Zhang (2011) e Nguyen, Yung e Sun (2012) se empenharam em entender os motivos para a realização de F&A e os determinantes do desempenho econômico de empresas envolvidas nessas transações.

O fortalecimento da posição de mercado, resposta a choques setoriais, transferência de conhecimento organizacional, economias de escala, exploração da informação assimétrica e eficiência nos custos de transação são fortes direcionadores para a realização de F&A e melhorias no desempenho econômico das adquirentes (ECKBO, 1983; KOGUT, 1988; SETH, 1990a; SETH, 1990b; WATTS, 1992; COFF, 1999; KOHERS; KOHERS, 2000; PENROSE, 2006). No entanto, outros fatores tanto podem influenciar a realização de F&A, quanto impactar o desempenho econômico das adquirentes tais como, gerenciamento de resultados (ERICKSON; WANG, 1999; HIGGINS, 2013; ZHU et al., 2015; VASILESCU;

¹ Tanto nacional quanto internacionalmente, grande parte das pesquisas considera que no rol das **F&A** (em inglês, *mergers and acquisitions* – M&A) estão as transações que envolvem combinações de negócios, aquisições, compras, *joint ventures*, fusões e incorporações. Além disso, para que uma transação seja caracterizada como F&A, os ativos adquiridos e os passivos assumidos devem constituir um negócio, conforme o Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011). Portanto, nesta tese, também serão utilizadas tais conceituações.

MILLO, 2016; LOUIS; SUN, 2016) e excesso de confiança (RAU; VERMAELEN, 1998; BEN-DAVID; GRAHAM; HARVEY, 2007; MALMENDIER; TATE, 2008; SUDARSANAM; SORWAR, 2010; AKHTAR, 2016).

Por esse ângulo, em consequência da incompletude dos contratos, natureza dos indivíduos (JENSEN; MECKLING, 1994; AGHION; BOLTON, 1992) e flexibilidade das normas, aliados aos incentivos econômicos individuais, os gestores podem escolher determinados procedimentos contábeis em substituição a outros (WATTS, 1992) para, com o uso do gerenciamento de resultados e o excesso de confiança, obterem ganhos privados.

Para Reis, Lamounier e Bressan (2015), o emprego de julgamentos pela gestão cria oportunidades para o gerenciamento de resultados utilizando-se escolhas contábeis que não refletiriam adequadamente a realidade econômica e financeira da empresa. Ou seja, os gestores, ao buscarem por interesses específicos (oportunismo, custos políticos, entre outros), estariam dispostos a quebrar a fidedignidade das informações contábeis com a possibilidade de incorrer em expropriação dos acionistas. O propósito primário dessas escolhas contábeis seria influenciar a preparação e a divulgação das demonstrações financeiras, afetando, assim, os resultados contábeis reportados, segundo Fields, Lys e Vincent (2001). No entanto, Dechow e Skinner (2000) esclarecem que o gerenciamento de resultados ocorre quando há manipulação das informações no âmbito das normas contábeis, não se tratando de fraude. Fraude seria uma manipulação que violasse essas normas.

Em alguns casos os gestores – em busca de mascararem os resultados que serão evidenciados aos usuários das informações contábeis, estariam dispostos a reduzirem de forma anormal, por exemplo, despesas operacionais (com pessoal, materiais, serviços, entre outras) para demonstrar melhoria na geração de caixa e eficiência operacional. Também, buscando apresentar melhores margens operacionais, as empresas poderiam produzir mais produtos do que o necessário para atingir a demanda esperada (ROYCHOWDHURY, 2006) e, com isso, reduzir o custo do produto por unidade produzida. Dessa forma, a margem bruta seria influenciada diretamente pela relação Custos dos Produtos ou Serviços Vendidos (CPSV) sobre a receita de vendas.

Por consequência, geralmente, as pesquisas são pautadas em duas maneiras de gerenciamento de resultados contábeis: por *accruals* ou por atividades reais. Apesar da grande maioria dos autores pesquisarem uma ou outra dessas estratégias de gerenciamento, estudos evidenciaram (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; COHEN; ZAROWIN, 2010; ZANG, 2012; BRAAM et al., 2015) que empresas têm optado em utilizar concomitantemente essas duas estratégias. Assim, se os gestores utilizam gerenciamento de resultados por

atividades reais e por *accruals* como substitutos um do outro, examinar esse ou aquele tipo de gerenciamento isoladamente não levará a conclusões definitivas (ZANG, 2012).

Dentro dessa perspectiva, Dechow e Skinner (2000) afirmam que o gerenciamento por *accruals* seria aquele em que as empresas executam escolhas contábeis tentando camuflar o verdadeiro desempenho econômico das empresas, alterando métodos contábeis ou estimativas dentro de normas. Por exemplo, as empresas podem ajustar políticas contábeis que envolvem (i) perdas por redução ao valor recuperável do *goodwill* (*goodwill impairment losses*) em combinações de negócios; (ii) Perdas Estimadas com Créditos de Liquidação Duvidosa; (iii) reconhecimento da depreciação; e (iv) ajustes a valor presente; entre outras.

Gunny (2010) aponta que o gerenciamento por atividades reais ocorre com base em ações empreendidas para alterar o momento ou a estruturação de uma transação, investimento e/ou financiamento em um esforço para influenciar os *outputs* contábeis. Essa estratégia de gerenciamento é definida como a manipulação de atividades que se desviam das práticas comerciais normais, realizadas com o objetivo principal de atingir determinadas metas de lucro (ROYCHOWDHURY, 2006). A título de exemplo, Roychowdhury (2006) encontrou evidências de que as empresas tentam evitar perdas oferecendo descontos temporariamente para elevar as vendas, engajando em superprodução para reduzir os custos dos produtos vendidos e reduzindo agressivamente despesas com vendas, gerais e administrativas.

Além do exposto, alguns estudos (AHMED; DUELLMAN, 2012; SCHRAND; ZECHMAN, 2012) têm demonstrado a existência de conexões entre o gerenciamento de resultados e a confiança apresentada pelos gestores quanto à expectativa de desempenho econômico futuro dos investimentos realizados por suas empresas. Schrand e Zechman (2012) apontam que essa confiança, às vezes excessiva, tenderia a refletir um julgamento contábil intencional para superestimação dos lucros. Para estes autores, gestores com excesso de confiança são mais confiantes sobre suas capacidades e, por conseguinte, engajariam em práticas de gerenciamento de resultados por acreditarem que o desempenho econômico futuro, procedente dos investimentos, seria suficiente para cobrir a reversão do gerenciamento de resultados ou que a distorção dos lucros não seria detectada.

Sob esse entendimento, a superestimação do desempenho econômico pode induzir os gestores ao excesso de confiança, tornando-os mais otimistas para o reconhecimento de valores distorcidos de ativos tais como, estoques, recebíveis e imobilizados, conforme Ahmed e Duellman (2012). Schrand e Zechman (2012) corroboram que é importante investigar os efeitos do comportamento de excesso de confiança nas decisões corporativas que incluem políticas contábeis, haja vista que esse comportamento pode induzir a decisões que destroem

valor. Conforme estes autores, análises demonstram que distorções em relatórios contábeis estão associadas ao excesso de confiança dos gestores e, especificamente, o excesso de confiança tem relação positiva com a probabilidade de fraude contábil.

Perante a perspectiva de excesso de confiança, por confiarem mais em suas próprias habilidades analíticas e instintos, os gestores podem cometer equívocos ao superestimarem a sinalização de ganhos com F&A. Logo, verifica-se a importância em avaliar as motivações por trás das transações de F&A e, também, entender as incertezas que circundam essas transações do ponto de vista do desempenho econômico de adquirentes pós F&A. Ainda, interessa compreender se o gerenciamento de resultados e excesso de confiança incentivam a realização dessas transações.

Seria proveitoso entender os processos de F&A de forma holística sob a perspectiva de múltiplos fatores. Campbell, Sirmon e Schijven (2016) corroboram essa visão ao afirmarem que o mercado de capitais reage a partir do resultado agregado das percepções de investidores e interpretações de complexas configurações de múltiplos fatores que envolvem as transações de F&A. Para Nguyen, Yung e Sun (2012), as pesquisas já publicadas levam a resultados conflitantes dificultando o entendimento e comparações de resultados, muitas vezes por não considerar as F&A como transações complexas e dependentes de vários fatores voltados à maximização de valor. Ironicamente, fazer aquisições é, muitas vezes, a maneira mais rápida para os gestores expandirem o escopo de seu controle, direcionando os fluxos de caixa da empresa para novos empreendimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1988).

Assim, nesse esboço de incertezas, aprofunda-se em saber como o desempenho econômico das empresas se comporta diante da complexidade inerente às decisões relacionadas ao gerenciamento de resultados e excesso de confiança. Especificamente, buscou examinar a capacidade do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança em explicar – seja em conjunto ou separadamente – o desempenho econômico de adquirentes em F&A.

1.2 Problema de pesquisa

Considerando-se que o comportamento oportunista dos gestores e suas expectativas em atingir determinados objetivos influenciam as tomadas de decisões econômico-financeiras dentro das organizações, impactando diretamente no desempenho econômico das empresas no mercado de capitais, compreende-se que é relevante responder o seguinte questionamento: **qual o efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho econômico das adquirentes em fusões e aquisições no Brasil?**

1.3 Objetivos

1.3.1 Geral

Verificar qual o efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho econômico das adquirentes em fusões e aquisições no Brasil.

1.3.2 Específicos

- Verificar se as adquirentes elevam os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais no ano anterior às fusões e aquisições;
- Verificar o efeito do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais na probabilidade de ocorrência de fusões e aquisições;
- Avaliar se o desempenho econômico das adquirentes, pós F&A, pode ser explicado em função do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais.

1.4 Hipóteses

Estudos internacionais (ERICKSON; WANG, 1999; HIGGINS, 2013; ZHU et al., 2015; VASILESCU; MILLO, 2016; LOUIS; SUN, 2016) têm ressaltado que as empresas elevam os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais para influenciar os resultados contábeis em períodos que antecedem transações de F&A. Portanto, verificou-se a necessidade de testar as seguintes hipóteses para as adquirentes brasileiras que se envolveram em transações de F&A:

- **H_{0A}**: as médias e medianas da *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* são diferentes entre empresas adquirentes e não adquirentes no ano anterior às fusões e aquisições.
- **H_{0B}**: as médias e medianas das *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais são diferentes entre empresas adquirentes e não adquirentes no ano anterior às fusões e aquisições.

- **H_{0C}**: a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* é, em média, mais elevada para empresas adquirentes no ano que antecede às fusões e aquisições.
- **H_{0D}**: as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais são, em média, mais elevadas para empresas adquirentes no ano que antecede às fusões e aquisições.

Além da influência do gerenciamento de resultados, autores (RAU; VERMAELEN, 1998; BEN-DAVID; GRAHAM; HARVEY, 2007; MALMENDIER; TATE, 2008; SUDARSANAM; SORWAR, 2010; AKHTAR, 2016) têm revelado que o excesso de confiança também seria uma importante característica que poderia influenciar as transações de F&A. Buscando trazer novas evidências para os estudos que envolvem F&A, gerenciamento de resultados e excesso de confiança, a pesquisa optou por considerar testes de hipóteses que pudessem aferir se o gerenciamento de resultados – por *accruals* e por atividades reais – e o excesso de confiança exerceriam influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente. Logo, as seguintes hipóteses também foram testadas:

- **H_{0E}**: a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* exerce influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.
- **H_{0F}**: as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais exercem influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.
- **H_{0G}**: a *proxy* de excesso de confiança exerce influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.
- **H_{0H}**: existem evidências estatisticamente significativas para afirmar que as *proxies* de gerenciamento de resultados e excesso de confiança exercem, positivamente, influência simultânea na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.

Por fim, tendo em vista que as F&A constituem uma das maiores decisões de investimentos e mudanças de reestruturação corporativa (AKHTAR, 2016), optou-se por testar hipóteses para aferir as interrelações entre o desempenho econômico pós F&A e as estratégias de gerenciamento de resultados – por *accruals* e por atividades reais (ZHAO et al., 2012; CHEN; LIU; CHEN, 2014; LOUIS; SUN, 2016; LEHMANN, 2016), e o excesso de confiança (BEN-DAVID; GRAHAM; HARVEY, 2007; HODGKINSON; PARTINGTON, 2008; AKHTAR, 2016). Assim, as seguintes hipóteses foram testadas:

- **H_{0I}**: a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* exerce influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A.
- **H_{0J}**: as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais exercem influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A.
- **H_{0K}**: a *proxy* de excesso de confiança exerce influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A.
- **H_{0L}**: o desempenho econômico das adquirentes, pós F&A, pode ser explicado em função do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais.

1.5 Justificativa e relevância do estudo

Transações de F&A submersas em contexto de incertezas podem limitar a percepção do investidor à verdadeira realidade por trás da transação. Assim, estudar as características das F&A no mercado brasileiro poderá contribuir para a formação de opiniões sobre a sinalização de ganhos ou perdas de empresas envolvidas. Avaliar nas empresas proponentes a existência de relações significativas – entre os motivos pela adesão às F&A e o desempenho econômico proporcionado, importa aos acionistas e ao mercado, pois pode aperfeiçoar as escolhas sobre investir ou desinvestir em determinadas empresas.

Fatores como, expectativas artificiais sobre sinergias e desempenho econômico futuro, gerenciamento de resultados e excesso de confiança podem ser grandes fomentadores para a miopia sobre a verdadeira realidade que motivou as F&A, estimulando que os investidores tomem decisões adversas a essa realidade. Seguindo essa linha, e almejando contribuir com a fronteira do conhecimento para as teorias relacionadas aos objetivos gerenciais que direcionam as F&A e teorias da maximização de valor em processos de F&A, o estudo verifica se o gerenciamento de resultados e excesso de confiança influenciam o desempenho futuro de empresas adquirentes em F&A.

Tendo em vista que esse assunto tem despertado o interesse de analistas, reguladores, investidores e outros profissionais ligados às finanças corporativas, uma pesquisa que investigue o desempenho de longo prazo, quanto ao potencial de criação ou destruição de valor em empresas adquirentes, revela-se uma importante contribuição para o mercado de capitais, pois reforça a discussão frente a esses eventos corporativos. Torna-se importante para

o investidor saber quais variáveis podem interferir no potencial de geração de bom desempenho econômico que as transações de F&A proporcionarão.

A pesquisa é conveniente para o fortalecimento da linha de pesquisa em contabilidade e finanças, pois os conceitos acadêmicos abordados no trabalho visaram estudar fatores que impactam os resultados das organizações, podendo contribuir para a melhoria das normas que mitiguem os riscos de expropriação decorrentes de processos de F&A, bem como reduzindo a assimetria informacional e melhorando o processo decisório dos investidores e outras partes interessadas. O tema está inserido no escopo de pesquisas que envolvem as questões relativas aos modelos financeiros e econômicos em cenários de incerteza e criação de valor.

No plano teórico-prático, a pesquisa justifica-se pelas contribuições ao conhecimento acadêmico e por fornecer aos investidores informações sobre as F&A. Nesse contexto, o poder informacional contido nas demonstrações contábeis das organizações tem sido de grande discussão, tanto em ambiente acadêmico quanto em ambiente de mercado. Tendo em vista a importância do provimento de subsídios aos usuários dessas demonstrações para a tomada de decisões econômico-financeiras, torna-se relevante aprofundar os estudos organizacionais em pontos voltados a essa temática.

No quesito ineditismo a pesquisa proporciona uma nova perspectiva para o tema F&A no mercado de capitais brasileiro. Por utilizar conceitos de gerenciamento de resultados e excesso de confiança, é possível ligar diversas variáveis num conjunto de configurações para explicar o desempenho de longo prazo de empresas adquirentes em F&A. Pesquisas internacionais (BRADLEY; DESAI; KIM, 1988; BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993; SETH; SONG; PETTIT, 2000; RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004; MA, WHIDBEE; ZHANG, 2011; NGUYEN; YUNG; SUN, 2012) têm focado nessa perspectiva para verificar como o desempenho econômico-financeiro das empresas reage às transações de F&A, em face à existência de um entrelaçamento entre diversos fatores interdependentes que influenciam as decisões inerentes a essas transações.

Pesquisas que pautam as duas formas de gerenciamento de resultados, por *accruals* e por atividades reais em conjunto, são pouco difundidas no campo de F&A no mercado de capitais brasileiro. Além disso, estudos relacionando essas duas estratégias com o excesso de confiança também são limitados. A grande maioria das pesquisas brasileiras voltadas a essa temática se preocupou em retratar outras questões, as quais não envolvem, em conjunto, gerenciamento de resultados, excesso de confiança e desempenho futuro pós-F&A. Por exemplo, encontram-se no mercado brasileiro pesquisas envolvendo relação entre F&A e desempenho econômico-financeiro (CAMARGOS; BARBOSA, 2009; MOTTA et al., 2013;

BOMFIM; CALLADO, 2016; VIEIRA et al., 2017), motivações para a realização de F&A (CAMARGOS; BARBOSA, 2003), governança corporativa e F&A (TOIGO; HEIN; KROENKE, 2018), *value relevance* e F&A (SOUZA; BORBA, 2016), efeitos colaterais proporcionado por F&A (BRUHN et al., 2017), dentre outras.

Consequentemente, desenvolver estudos que auxiliem o mercado a verificar qual o efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho econômico das adquirentes em F&A, que pela natureza de suas razões influenciam F&A de sucesso e de insucesso, pode ser de alta relevância para o mercado de capitais brasileiro.

Com o estudo será possível propor *insights* sobre os temas gerenciamento de resultados e excesso de confiança, contribuindo, por exemplo, para apoiar os órgãos reguladores a estimularem as companhias na divulgação de informações contábeis coerentes, visando à transparência e à igualdade no relacionamento com os investidores e o mercado. Além disso, o trabalho contribuirá para fomentar a divulgação de informações transparentes e abrangentes sobre às transações de F&A em si, municiando o mercado com dados para compreender as adquirentes sob a perspectiva dos fatores que influenciam estas transações e, principalmente, quando tais fatores possam influenciar a tomada de decisões dos agentes econômicos usuários das informações contábeis.

Sob a perspectiva de evolução da área, a literatura tem trabalhado separadamente as duas estratégias principais de gerenciamento de resultados, por *accruals* e por atividades reais, mas não discutindo o efeito de suas interações. Ademais, o efeito conjunto do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança nas transações de F&A é pouco difundido, notadamente, um *gap* a ser explorado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Características, motivações e desempenho econômico a partir de F&A

Fusões e aquisições (F&A) têm levantado importantes questões para a tomada de decisões corporativas, a julgar por serem críticas para a vigorosa expansão dos negócios na medida em que as empresas se envolvem em sucessivos estágios de crescimento e desenvolvimento (WESTON; SIU; JOHNSON, 2001).

De acordo com Castro (2010), as F&A são operações cada vez mais presentes no cenário econômico mundial e, por meio destas, importantes grupos são criados, alterando de forma relevante a dinâmica dos setores e a realidade das empresas. Bruhn et al. (2017) acrescentam que as F&A representam um movimento de riqueza, pessoas e, muitas vezes, a transferência de ideias, tecnologias e até mesmo a cultura, estando inerentes à concorrência capitalista e consideradas como importantes ferramentas estratégicas para a competitividade em ambientes globalizados – representando um dos mecanismos mais importantes subjacentes ao processo de globalização.

Grinblatt e Titman (2005) e Ehrhardt e Brigham (2012) sublinham que, apesar de existir distinção formal entre fusões e aquisições, os dois termos são muitas vezes usados de maneira intercambiável. Destaca-se que as partes envolvidas nessas transações são classificadas como empresa compradora (realiza a oferta) e empresa-alvo (será adquirida).

Do ponto de vista econômico as F&A se enquadram nos seguintes tipos e características (QUADRO 1):

Quadro 1 – Tipos e características das F&A.

TIPOS	CARACTERÍSTICAS
Horizontal	Envolve empresas dentro da mesma linha de negócios; os principais benefícios são economias de escala na produção e distribuição; maior concentração do setor.
Vertical	Envolve empresas dentro da mesma cadeia produtiva, seja em sentido montante (em direção aos fornecedores) ou jusante (em direção aos distribuidores); tem-se a possibilidade de simplificação de controles; maior facilidade de coordenação; estruturação de cadeias eficientes de logística.
Conglomerados	Envolve empresas não relacionadas; setores econômicos diferentes; melhoria na sinergia financeira.

Fonte: elaborado a partir de Weston, Siu e Johnson (2001), Grinblatt e Titman (2005), Camargos e Barbosa (2009), Castro (2010) e Ehrhardt e Brigham (2012).

Weston, Siu e Johnson (2001) apontam que o crescimento interno e externo podem ser complementares na evolução de longo prazo das empresas e, em algum estágio de desenvolvimento das empresas a F&A poderá ser necessária. Para Akhtar (2016), quando as empresas tomam decisões orientadas à produtividade, escolher entre o crescimento orgânico (interno) ou crescimento via F&A, conforme o Quadro 1, tem-se importantes implicações para a sobrevivência no longo prazo.

Penrose (2006, p. 351) assinala que, independente dos tipos e características envolvidas nas transações, “a taxa máxima de crescimento das firmas é imensamente aumentada quando as F&A se tornam possíveis métodos de expansão” para alcançar bom desempenho econômico futuro.

Acrescentando, Shleifer e Vishny (1988) e Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) presumem que as F&A ocorrem durante picos de valorização das companhias e, aproveitando-se de momentos em que a economia experimenta altas taxas de crescimento, as empresas são mais propensas a realizarem F&A, surgindo, dessa forma, ambientes de negócios propícios à criação de valor.

No Brasil, as F&A estão inseridas no rol das reorganizações societárias permitidas por lei e são transações realizadas pelas companhias para reordenar sua estrutura de capital, operações e ativos, com o objetivo de melhorar a eficiência operacional, aumentar a percepção de valor que o público tem da empresa, entre outras características (CVM, 2014). Essas transações podem transcorrer por meio da compra de ações ou ativos da empresa-alvo, mediante pagamento em dinheiro, ações ou títulos, via bolsa de valores; oferta privada da adquirente à empresa-alvo; ou mediante Oferta Pública de Aquisição (OPA), feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da empresa-alvo (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

A título de exemplo, por meio das F&A as empresas buscariam criar sinergias operacionais, proporcionar o crescimento da empresa adquirente, permitir que a empresa atinja desempenho operacional mais estável, diversificação, economia de custos de transação, transferir conhecimento organizacional, fortalecer posições de mercado, entre outros (KOGUT, 1988; SHLEIFER; VISHNY, 1988; BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993; SETH; SONG; PETTIT, 2000; LAVIE, 2006; HODGKINSON; PARTINGTON, 2008; NGUYEN; YUNG; SUN, 2012; BRIGHAM; EHRHARDT, 2012). Porém, ainda que as intenções das companhias estejam voltadas à busca das características citadas por meio de F&A, Copeland, Thomas e Murrin (2006) advertem que, apesar de existirem muitas transações de F&A bem sucedidas, há também muitas destas operações que não elevam o valor para os acionistas.

Moeller, Schlingemann e Stulz (2004) e Rosen (2006) reportam que após F&A empresas adquirentes têm experimentado fracos retornos em relação ao preço das ações. Assim, avaliar se as F&A criam ou destroem valor passa diretamente pelo entendimento dos motivos que levam as empresas a se unirem ou adquirirem outras empresas (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993). Roll (1986), Shleifer e Vishny (1988), Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000) e Hodgkinson e Partington (2008) enumeram três motivações principais pelas quais as empresas buscam F&A e suas conexões com o desempenho econômico proporcionado na adquirente (QUADRO 2):

Quadro 2 – Motivações para F&A e conexão com o desempenho econômico da adquirente.

SINERGIA	EXCESSO DE CONFIANÇA	CONFLITOS DE AGÊNCIA
Ocorrem em função de ganhos econômicos que resultarão da combinação dos recursos das companhias envolvidas. Podem surgir do aumento na eficiência operacional, ganhos financeiros, acesso a novos mercados etc.	Ocorrem em função dos gestores sentirem-se certos sobre suas próprias habilidades, realizando transações de F&A na certeza de que suas pressuposições irão ocorrer da forma esperada.	Ocorrem em função do objetivo de melhoria da utilidade própria dos gestores, notadamente em detrimento dos ganhos dos acionistas.
RESULTADO PROPORCIONADO NA ADQUIRENTE		
Positivo	Negativo	Negativo

Fonte: elaborado a partir de Roll (1986), Shleifer e Vishny (1988), Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000) e Hodgkinson e Partington (2008).

Logo, diante ao exposto no Quadro 2, torna-se importante ter uma visão clara das motivações subjacentes às F&A, haja vista que motivos de sinergia, agência e excesso de confiança coexistem frequentemente em empresas adquirentes, conforme ressalta Nguyen, Yung e Sun (2012). Ainda, apesar dos processos de F&A constituírem uma maneira rápida de uma firma crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento, também pode ser fonte para alguns participantes desses processos lucrarem às expensas de outros (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

O gestor será guiado por uma série de objetivos na escolha das empresas a serem adquiridas em F&A, além da busca pela maximização de valor ao acionista. Shleifer e Vishny (1988) mencionam que em determinadas F&A² é provável que o gestor pague valor em excesso quando comparado ao que de fato a aquisição vale para os acionistas. Mas, para estes autores, é claro que alguns gestores podem aumentar a lucratividade das empresas que adquirem, mesmo quando a maximização de valor não é sua principal motivação.

² Shleifer e Vishny (1988) citam os seguintes exemplos de F&A, provavelmente, motivadas com objetivo de não criação de valor: aquisição da Marathon Oil pela U.S. Steel; aquisição da Montgomery Ward pela Mobil; aquisição da Reliance Electric pela Exxon; e aquisição da Hughes Aircraft pela GM.

Ao considerar as possibilidades de oportunismo que envolve as transações de F&A, é importante pesquisar os fatores que influenciam os seus resultados estudando os comportamentos dessas transações no mercado de capitais brasileiro. Existem várias possibilidades para que o gestor utilize a discricionariedade de forma oportunista visando atingir benefício próprio; podendo resultar em destruição de valor de empresas que passaram por operações de F&A. Esse entendimento requer especial atenção quanto ao valor econômico (valor intrínseco ou de longo prazo) da empresa (HARFORD, 2005).

2.2 Custos de transação, custos de agência e conflitos de interesses

A marca de uma sociedade capitalista é que os recursos são considerados propriedade e alocados por firmas, famílias e mercados. Os proprietários dos recursos aumentam a produtividade por meio da especialização cooperativa e isso leva à demanda por organizações econômicas que facilitam essa cooperação (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972). Nesse cenário, Alchian e Demsetz (1972) enfatizam a importância dos contratos e, conseqüentemente, o monitoramento destes como meio de preservar essa cooperação e mitigar os conflitos de interesses entre os indivíduos.

Jensen e Meckling (1976, p. 310) corroboram as relações contratuais como “a essência das firmas, não somente com empregados, mas com fornecedores, clientes, credores, entre outros”. Estes autores abordam que

a especificação dos direitos individuais define como os custos e as recompensas serão distribuídos entre os participantes em qualquer organização. Pelo fato de a determinação dos direitos ser, em geral, afetada pelos contratos firmados (tanto os implícitos quanto os explícitos), o comportamento individual nas organizações, incluindo o comportamento dos administradores, dependerá da natureza desses contratos (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 307-308).

Williamson (1988) discute as relações contratuais à luz da Teoria dos Custos de Transação e Teoria da Agência, esclarecendo que essas duas teorias lidam com problemas semelhantes, pois ambas funcionam a partir de configurações que levam em conta a natureza do ser humano, necessitando, portanto, que sejam adotadas orientações contratuais eficientes.

Assim, tendo em vista que a Teoria dos Custos de Transação (TCT) considera a empresa como uma estrutura de governança, e a Teoria da Agência (TA) considera a empresa como um conjunto de contratos (WILLIAMSON, 1988), percebe-se que as transações de F&A estão conectadas com tais teorias.

Resumidamente, o Quadro 3 expõe as reflexões de Williamson (1988) sobre as principais características da TCT e TA.

Quadro 3 – Principais características da TCT e TA.

TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO	TEORIA DA AGÊNCIA
Discrição Gerencial	
Supõe expressamente que os agentes humanos estão sujeitos à racionalidade limitada (incompletude dos contratos) e são inclinados ao oportunismo (riscos contratuais) ³ .	O oportunismo é atribuído ao <i>moral hazard</i> (risco moral) e aos custos de agência; diferenças meramente de terminologia.
Eficiência dos Contratos	
Examina formas alternativas da organização econômica em referência à sua capacidade para reduzir racionalidade limitada, enquanto, simultaneamente, protege as transações em questão contra os riscos do oportunismo. Preocupada com a elaboração de estruturas de governança <i>ex post</i> , dentro da qual a integridade do contrato é decidida.	Embora esteja mais preocupada com o risco moral e custos de agência – oportunismo, também se preocupa com a incompletude dos contratos. Preocupada com os contratos, predominantemente, <i>ex ante</i> do ponto de vista do alinhamento de incentivos.
Diretoria Endógena	
Sustentam que o conselho de administração surge endogenamente como um instrumento de controle. O conselho de administração é um instrumento pelo qual os gestores controlam os outros gestores. Logo, se há competição entre os próprios gestores, então, talvez eles sejam os melhores para controlar o conselho.	

Fonte: elaborado a partir de Williamson (1988).

Ainda, com base no estudo de Williamson (1988), a TCT considera a transação como unidade básica de análise; em contraste, a TA considera o agente individual como unidade elementar para análise. Ambas são unidades micro analíticas dentro dessas teorias e implicam o estudo de contratos e a relação de conflito de interesses, no entanto, com diferenças no que se considera como custos de agência e custos de transação.

Jensen e Meckling (1976) definem custos de agência como a soma (*ex ante*) das despesas de monitoramento por parte do principal (investidor), das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente (gestor) e do custo residual⁴. Em contraste, os custos de transação incluem os custos *ex post* de má adaptação incorridos quando as transações estão desalinhadas em relação aos contratos, os custos de negociação incorridos se

³ A racionalidade limitada é definida como um comportamento que é intencionalmente racional, mas apenas limitado; o oportunismo é a busca do interesse próprio com astúcia (WILLIAMSON, 1988).

⁴ Na maioria das relações de agência, o principal e o agente incorrerão em custos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais e, além disso, haverá algum nível de divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal. O equivalente monetário da redução do bem-estar vivenciada pelo principal devido a essa divergência também representa um custo da relação de agência e nos referimos a este último custo como “custo residual” (JENSEN; MECLING, 1976).

esforços bilaterais forem feitos para corrigir desalinhamentos, os custos de instalação e execução associados às estruturas de governança para os quais as disputas ocorrem, e os custos de vinculação para efetuar compromissos seguros (WILLIAMSON, 1988).

Cabe recapitular que os custos de transação e agência são intrínsecos aos estudos dos conflitos de interesses existentes entre os indivíduos, principalmente, aqueles conflitos entre acionistas e gestores. Estes conflitos podem ocasionar perdas substanciais ao mercado de capitais. Sunder (2002) afirma que o comportamento dos gestores e, conseqüentemente, a divulgação de seus atos e decisões, pode ser conflitante com o interesse dos *stakeholders*, uma vez que a divulgação pode privilegiar os interesses daqueles e não destes.

Os conflitos de interesses surgem quando os agentes ligados à empresa possuem interesses divergentes dos acionistas (TRAPP, 2009). Por exemplo, quando há uso da prática de *insider trading*, os gestores utilizam, mediante compra ou venda de valores mobiliários, de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, com a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros (CVM, 2016). Outro exemplo pode ser explanado quando os gestores, buscando atender aos seus objetivos pessoais, estão dispostos a pagar em excesso por F&A mesmo sabendo que tal decisão poderá reduzir a riqueza dos acionistas (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1990). Ou seja, práticas muitas vezes impulsionadas por problemas de agência e incompletude dos contratos.

Grinblatt e Titman (2005, p. 536) ressaltam:

Os problemas de agência surgem, em parte, devido a informações imprecisas e à aversão ao risco. Desse modo, os custos de agência podem ser reduzidos melhorando-se o fluxo de informações e reduzindo-se o risco. Para minimizar o risco suportado pelos administradores, contratos ótimos de compensação devem eliminar o máximo de risco extrínseco (ou risco não-relacionado aos esforços do administrador) quanto for possível.

Shleifer e Vishny (1988, p. 7) fortalecem a linha de que, “como o resto de nós, os gestores corporativos têm muitos objetivos e ambições pessoais. A maneira como eles tentam administrar suas empresas reflete esses objetivos pessoais”. Sob o ponto de vista de Morck, Shleifer e Vishny (1990, p. 31), “quando uma empresa faz aquisições ou qualquer outro tipo de investimento, seus gestores consideram tanto os benefícios pessoais do investimento quanto as conseqüências para o valor de mercado”. Os acionistas, ao contrário, privados dos prazeres de administrar a empresa, se importam em enriquecer com as ações que possuem. Assim, quando os gestores ignoram os lucros para manter as linhas tradicionais dos negócios, os conflitos estão fadados a surgir (SHLEIFER; VISHNY, 1988).

De acordo com Jensen e Meckling (1976), se uma empresa é administrada integralmente pelo gestor, ele tomará decisões operacionais que maximizarão a utilidade para si próprio e estas decisões não envolverão somente os benefícios que ele terá a partir dos retornos pecuniários, mas também a utilidade gerada pelos vários aspectos não pecuniários de suas atividades empreendedoras. Conforme estes autores, se acionistas e gestores forem maximizadores de utilidade, há boas razões para acreditar que o gestor nem sempre agirá de acordo com os interesses dos acionistas.

Alguns investimentos são particularmente atraentes do ponto de vista dos gestores, pois contribuirão para o crescimento de longo prazo da empresa, permitindo ao gestor diversificar o risco em seu capital humano e melhorar sua segurança no emprego (SHLEIFER; VISHNY, 1988). Dessa forma, quando um investimento fornece ao gestor determinados benefícios pessoais, este estará disposto a sacrificar o valor de mercado da empresa para perseguir esse investimento (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1990).

Trapp (2009, p. 15) mostra que devido a isso “o acionista deve ter o maior número possível de instrumentos para evitar que os interesses pessoais dos administradores prejudiquem a organização”. Atividades desse tipo, em que os interesses pessoais dos administradores se sobreponham ao interesse geral podem ser limitadas, alocando-se recursos para monitoramento dos gestores pelos acionistas externos (JENSEN; MECKLING, 1976). Logo, torna-se importante buscar instrumentos que venham maximizar a eficiência dos contratos e minimizar a discricção que envolve a tomada de decisão dos gestores.

Alguns dos instrumentos disponíveis aos acionistas – e investidores em geral, são as demonstrações financeiras. Estas demonstrações compreendem informações contábeis necessárias para auxiliar o mercado em suas tomadas de decisões. Porém, ao mesmo tempo que a contabilidade é um mecanismo de governança, ela também pode ser utilizada como instrumento de manipulação (BEAVER, 1968; BALL, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976). Quando os relatórios anuais, os balanços e as declarações operacionais se destinam tanto a ocultar como a revelar as verdadeiras condições da firma, os investidores externos a ela têm menos possibilidades de estimarem o real valor de suas ações (PENROSE, 2006).

2.3 Relevância e qualidade da informação contábil

Diversos usuários da informação contábil, dentre eles, acionistas, investidores, administradores, reguladores, fornecedores, clientes e competidores, possuem diferentes

demandas que a contabilidade poderia suprir; para atender todas essas demandas as firmas devem produzir informações que atendam ao maior número de usuários (ALMEIDA, 2010).

Uma forma de produzir informações e atender aos objetivos daqueles usuários é por meio da elaboração das demonstrações contábeis. As demonstrações contábeis são os principais meios para disseminar informações sobre os eventos econômicos das empresas. Essas informações são definidas como aquelas com capacidade para mudarem, suficientemente, o comportamento dos tomadores de decisões e, também, as expectativas sobre os resultados de algum evento em análise (BEAVER, 1968).

Segundo o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011), as demonstrações contábeis devem fornecer informações acerca da entidade que reporta essa informação. As informações devem ser úteis a investidores existentes e em potencial, a credores por empréstimos e a outros credores, quando da tomada de decisão ligada ao fornecimento de recursos para a entidade. Nesse cenário, Raffaelli et al. (2017) ressaltam que as demonstrações contábeis são gêneros de discurso com conteúdo informacional que permite a comunicação entre organização e as partes interessadas nos seus resultados. O conteúdo dessas demonstrações pode ser utilizado como estratégia discursiva de legitimação organizacional, uma vez que por meio deles a organização descreve como suas ações econômicas estão ligadas aos valores da sociedade (RICHARDSON, 1987; GRAHAM, 2013).

Como as demonstrações contábeis são utilizadas para diversas finalidades, um conjunto bem definido de regras foi estabelecido para reger os métodos de mensuração/divulgação. Essas regras visam medir os dados contábeis com consistência para permitir que todos os usuários interpretem e atuem adequadamente em relação aos eventos que estão sendo relatados (KAPLAN; ROLL, 1972).

O desenvolvimento e a implementação de um conjunto de padrões contábeis internacionalmente aceitos estimularam o crescimento na literatura envolvendo a qualidade das informações contábeis. Kohlbeck e Warfield (2010) ressaltam que entender como os padrões contábeis afetam a qualidade das informações torna-se importante para avaliar o processo de definição das normas de contabilidade. Para DeFond (2010), o objetivo explícito do *International Accounting Standard Board* (IASB) – em desenvolver um conjunto de padrões de contabilidade de ‘alta qualidade’, focalizou naturalmente a atenção dos pesquisadores em questões fundamentais relacionadas à qualidade das informações contábeis, principalmente, à qualidade do lucro.

De acordo com Ball (2006), a função econômica fundamental dos padrões contábeis é fornecer um ajuste sobre a importância das transações comerciais a serem implementadas.

Para o autor, a especificação dos métodos de mensuração/divulgação contábil a serem seguidos constitui um acordo sobre como implementar conceitos financeiros importantes para a manutenção da qualidade do lucro e das informações contábeis a serem reportadas.

Dada a subjetividade na elaboração do lucro, por ser resultado de diversas escolhas, políticas e estimativas contábeis, a análise da sua qualidade torna-se relevante para a compreensão dos incentivos que influenciam os executivos e acionistas controladores a interferirem na sua mensuração e como esses agentes são influenciados por tais incentivos (ALMEIDA, 2010). Ball (2006) reforça que as forças econômicas e políticas determinam como gestores, auditores, reguladores e outras partes envolvidas influenciam a implementação dos padrões contábeis, afetando, assim, a qualidade do lucro que será reportado – historicamente, essas forças exerceram influência substancial na prática de elaboração/divulgação das informações contábeis.

Dechow, Ge e Schrand (2010, p . 344) definem que os “lucros de maior qualidade fornecem mais informações sobre o desempenho financeiro das empresas, os quais serão relevantes para a tomada de decisões específicas”. Para Dichev et al. (2013), o conceito de qualidade do lucro é fundamental em contabilidade e finanças e existem amplas divergências sobre como medir essa qualidade. Beaver (1968) ressalta que o conteúdo informacional dos lucros é uma questão de importância e ponto focal para muitas discussões sobre formas de mensuração contábil, escolhas de políticas alternativas, padrões contábeis, entre outros.

Kaplan e Roll (1972) reconhecem que a complexidade e diversidade das transações comerciais, juntamente com a flexibilidade das normas e políticas contábeis, permitem que a empresa tenha controle considerável sobre os números que aparecem em suas demonstrações financeiras reportadas. Mas, apesar disso, o *Financial Accounting Standards Board* – FASB (1978) alerta que o processo de elaboração/divulgação das informações contábeis deve proporcionar informações úteis à tomada de decisões de investidores e credores, presentes e futuros, bem como outros usuários, mantendo-se a qualidade das demonstrações financeiras.

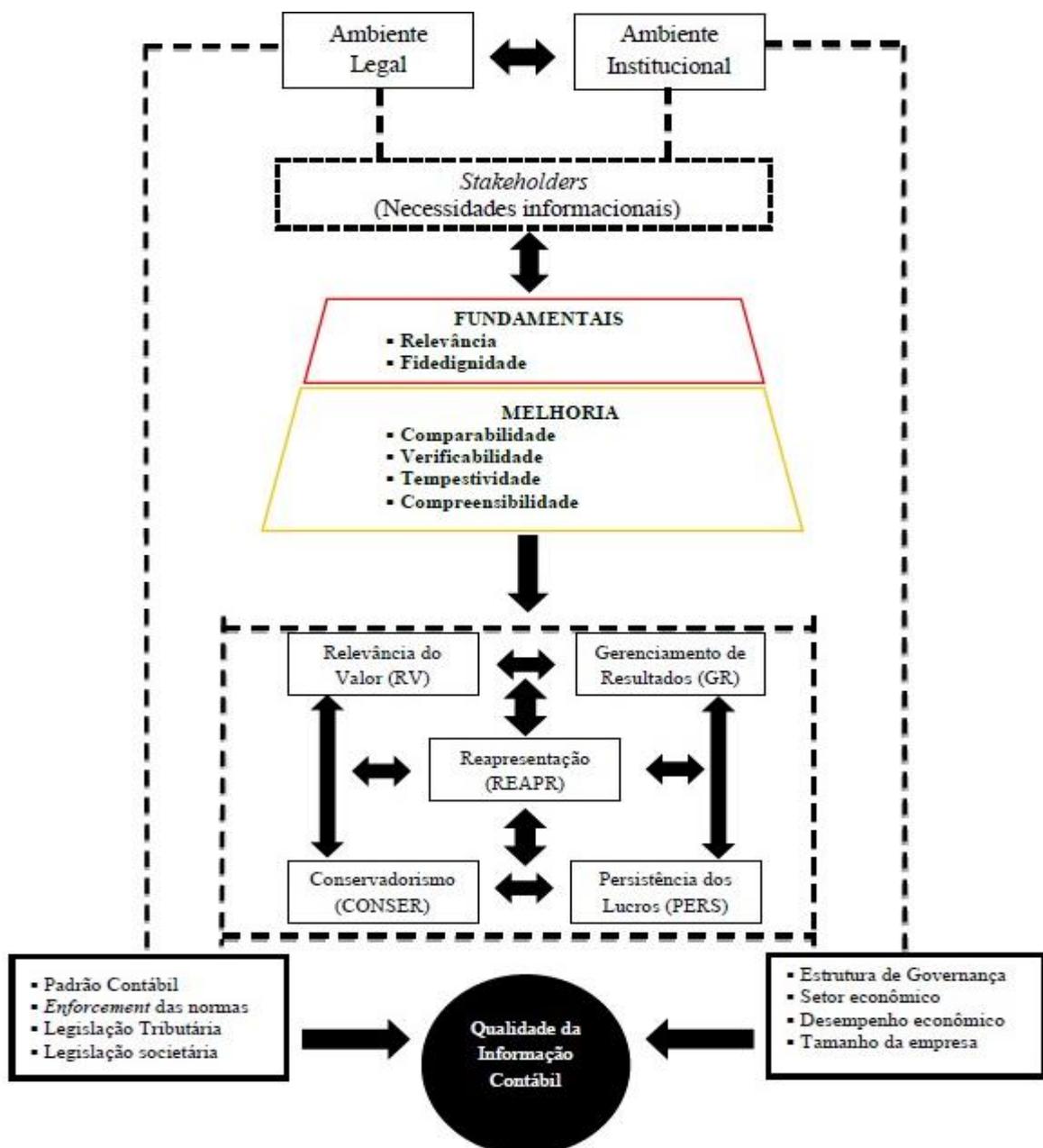
No entanto, pretendendo representar um bom desempenho econômico-financeiro da empresa e suprir os usuários das demonstrações contábeis com as informações necessárias à sua tomada de decisão, os gestores – aproveitando da assimetria informacional e existência de critérios múltiplos nas normas e políticas contábeis, podem estar propensos a gerenciar os resultados que serão reportados nas demonstrações financeiras. Acredita-se que

as mudanças nas políticas contábeis enganam o mercado de ações. O lucro de uma empresa pode aumentar ou diminuir devido a mudanças em eventos “reais” que afetam suas operações ou, alternativamente, porque a empresa adota uma nova política contábil para mensurar o lucro. Se o mercado de

ações não consegue distinguir as duas fontes de mudança no lucro, isso pode ser enganoso. Ou seja, o mercado pode reagir às mudanças no lucro devido a eventos subjacentes e mudanças em políticas contábeis de maneira semelhante (BALL, 1972, p. 343).

Apesar de o papel da contabilidade visar reduzir a assimetria informacional entre os gestores e as diversas partes interessadas, o ambiente legal e institucional exercem influência sobre esse papel e, conseqüentemente, sobre a qualidade da informação contábil reportada (MARQUES, 2016). Marques (2016) assinala que a qualidade da informação contábil é dependente da seguinte estrutura de fatores (FIGURA 1):

Figura 1 – Fatores que influenciam a qualidade da informação contábil.



Fonte: Marques (2016).

Sob a perspectiva da Figura 1, a qualidade da informação contábil sofre influência de vários condicionantes, inclusive do gerenciamento de resultados. Dichev et al. (2013) expõe que a qualidade da informação contábil poderia ser aferida por meio dos níveis de gerenciamento de resultados, dentre outras abordagens, utilizando-se a magnitude dos *accruals*. Para Ball (2006), todos os *accruals* envolvem julgamentos sobre lucros e fluxos de caixa futuros. Consequentemente, há muita margem de manobra na utilização de normas e políticas contábeis alternativas.

Roychowdhury (2006) acrescenta evidências substanciais de que não só os *accruals* exercem influência na qualidade das informações contábeis. Segundo este autor, os gestores também optam por influenciarem essas informações alicerçando-se em mudanças nas atividades operacionais (atividades reais) ao decorrer do ano para atingir metas, afetando diretamente a qualidade dos lucros e fluxos de caixa reportados.

Penman e Zhang (2002) revelam que a qualidade das informações contábeis depende da interação entre atividades reais (operacionais) e políticas contábeis, e não apenas das mudanças nos métodos e estimativas contábeis (*accruals*). Os argumentos sugerem que os gestores podem usar o efeito conjunto das atividades reais e das políticas contábeis para gerenciar os lucros reportados. Nesse entendimento, Kohlbeck e Warfield (2010, p. 64) mostram que “maior qualidade da informação contábil está associada a um menor nível de gerenciamento de resultados”.

Portanto, analisar as transações de F&A sob a luz da qualidade da informação contábil e do gerenciamento de resultados torna-se importante para o mercado de capitais.

2.4 Gerenciamento de resultados contábeis

DeFond (2010) salienta que, especialmente pelo fato de empenhar-se em entender o relacionamento entre o comportamento dos gestores e os incentivos fornecidos para a busca de lucros, a área de gerenciamento de resultados é um dos principais impulsionadores do crescimento de estudos que envolvem essa temática.

Para Healy e Wahlen (1999, p. 368), o gerenciamento de resultados ocorre

quando gestores usam do julgamento na divulgação financeira e na estruturação das transações para alterar os relatórios financeiros, com a finalidade de enganar alguns usuários da informação contábil sobre o desempenho econômico subjacente da companhia ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados.

Corroborando essa definição, Matsumoto e Parreira (2007, p. 146) explicam o gerenciamento de resultados como “a manipulação formal das contas de resultado ou da atividade operacional, mediante escolhas discricionárias de práticas e estimativas contábeis com implicações no resultado financeiro e em acordo com as normas contábeis”. O objetivo é interferir – intencionalmente – na informação contábil reportada. No entanto, Healy e Wahlen (1999) afirmam que não está se referindo a questões que envolvam fraudes contábeis, mas antes à intenção, ao exercício do julgamento dos gerentes para influenciar as informações financeiras reportadas. DeFond (2010) aborda que os gestores, usualmente, estarão envolvidos em gerenciamento oportunista de resultados visando atender às expectativas do mercado.

Para Martinez (2001), o gerenciamento de resultados compromete a qualidade da informação contábil reportada, podendo afetar a forma pela qual os investimentos são alocados entre empresas. Dye (1988) evidencia que a existência de informações assimétricas entre gestores e acionistas é uma condição necessária para existir o gerenciamento de resultados, porque acionistas não podem observar perfeitamente o desempenho e os prospectos futuros de uma empresa em um ambiente no qual eles possuem informações piores que a dos gestores. Nesse ambiente, a administração poderia agir oportunisticamente para gerenciar os resultados contábeis.

Utilizando-se de informações assimétricas, os gestores têm incentivos para colocarem em prática o gerenciamento de resultados em períodos que antecedem decisões econômico-financeiras importantes, abastecendo o mercado com perspectivas falsas, que não poderão ser sustentadas no longo prazo. Esses incentivos restringem a qualidade da informação contábil reportada, na medida em que a flexibilidade das normas possibilitam aos gestores (e contadores) realizarem escolhas contábeis e operacionais que atendam aos objetivos próprios, não visando completamente a geração de valor ao acionista.

Entende-se que os gestores praticam o gerenciamento de resultados desejando atingir determinados *benchmarks* nos resultados para influenciar a qualidade do lucro reportado (PENMAN; ZHANG, 2002; ROYCHOWDHURY, 2006; DEFOND, 2010), por exemplo: visando atender as previsões do desempenho futuro; atender as expectativas dos analistas; atingir resultados positivos ou metas que proporcionem maiores compensações; entre outros. Diante disso, geralmente, as pesquisas são pautadas em duas estratégias de gerenciamento de resultados: por escolhas contábeis (*accruals*) e/ou por atividades reais (FIGURA 2).

Figura 2 – Gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por atividades reais.



Fonte: elaborada a partir de Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Roychowdhury (2006) e Marques (2016).

No gerenciamento por *accruals*, as empresas podem ajustar políticas contábeis envolvendo, por exemplo: i) o uso de discricionariedade pelos gestores na determinação de perdas por redução ao valor recuperável do *goodwill* (*goodwill impairment losses*) em combinações de negócios; ii) as mudanças nas políticas de crédito e gestão de caixa; iii) as Perdas Estimadas dos Créditos de Liquidação Duvidosa acima (abaixo) do que era exigido; iv) os critérios de valoração de estoque PEPS (primeiro a entrar, primeiro a sair) ou Média Ponderada Móvel; v) os métodos alternativos para reconhecimento da depreciação (linha reta, saldos decrescentes, unidades produzidas, entre outros), tendo em vista que a entidade seleciona, discricionariamente, o método que melhor reflita o padrão do consumo dos benefícios econômicos futuros esperados incorporados no ativo; vi) as perdas por desvalorização quando o valor contábil de um ativo ou de uma unidade geradora de caixa excede seu valor recuperável; vii) os critérios para ajustes ao valor presente, dentre outros.

Lopes e Martins (2007, p. 72) mencionam que “é nos *accruals* que reside o conteúdo informativo da contabilidade”, haja vista que eles fornecem informações importantes ao mercado. Os *accruals* ajustam o reconhecimento dos fluxos de caixa no tempo para que o lucro melhor mensure o desempenho da empresa (GALDI, 2008) e, os gestores podem manipulá-los com a finalidade de antecipar ou postergar resultados positivos ou negativos.

Mohanram (2003) esclarece que os *accruals* são a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido operacional do período. De acordo com Teoh, Welch e Wong (1998), os lucros e fluxos futuros de caixa serão impactados pelos ajustes nas políticas contábeis ligadas aos *accruals*, embora esses ajustes não representem acréscimos imediatos de dinheiro em caixa. Ou seja, os *accruals* resultam de eventos que afetaram o resultado do período e não geraram efeito financeiro, somado às diferenças intertemporais de eventos que afetaram os ativos/passivos operacionais do período anterior e o caixa atual – efeito patrimonial.

Consistente com Chan, Jegadeesch e Lakonishok (2001), quanto maior o valor dos *accruals*, maior será a diferença entre o lucro contábil e o caixa gerado nas operações. Assim, os acionistas e potenciais investidores devem ter atenção especial quanto a aumentos inesperados e em proporções substancialmente desiguais no valor dos *accruals* em relação aos períodos anteriores. De acordo com Braga e Marques (2001), em razão de o fluxo de caixa se referir a entradas e saídas de dinheiro e representar somente a movimentação financeira, sem considerar a competência, é possível antecipar recebimentos e/ou postergar pagamentos para demonstrar maiores fluxos de caixa operacionais em determinado ano.

No que tange ao segundo tipo de gerenciamento – por atividades reais (GRAR) – Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015) mostram que esse tipo de gerenciamento é realizado por meio de ações que se desviam das práticas operacionais normais. Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015, p. 312) ao relatarem, “no Brasil, o tema tem recebido quase nenhuma atenção, com pesquisa limitada a um número muito pequeno de estudos” [...], salientam a concentração dos estudos na manipulação por meio dos *accruals*.

Zang (2012, p. 676) certifica que o gerenciamento de resultados por atividade reais “são ações intencionais para alterar os lucros reportados em determinada direção utilizando-se de mudanças no tempo ou estruturação de operações, investimentos ou transações financeiras, e que têm consequências comerciais abaixo daquilo que é normal”. Ou seja, manipulando-se atividades operacionais relacionadas às vendas, despesas e produção.

Roychowdhury (2006) encontrou evidências (QUADRO 4) que as empresas tentam evitar perdas por meio do gerenciamento por atividades reais, oferecendo descontos nos preços para aumentar temporariamente as vendas, engajam em superprodução para reduzir o custo dos produtos vendidos (CPV) e reduzem as despesas discricionárias agressivamente para melhorar suas margens.

Quadro 4 – Evidências de gerenciamento de resultados por atividades reais.

Manipulação em vendas
Os ganhos totais no período atual serão maiores à medida que as vendas adicionais são registradas, assumindo margens positivas. Margens mais baixas com base em descontos nos preços fazem com que os custos de produção relativos às vendas sejam anormalmente elevados. Em geral, espera-se que as atividades de gerenciamento de vendas levem a um menor Fluxo de Caixa Operacional – FCO no período atual e maiores custos de produção do que o normal em função do nível de vendas.
Redução de despesas discricionárias
As empresas podem reduzir as despesas discricionárias e aumentar os lucros. Isto é mais provável de ocorrer quando tais despesas não geram receitas e lucros imediatos. Se os gestores reduzem despesas discricionárias para atingir os objetivos de lucros, eles exibirão despesas discricionárias anormalmente baixas. A soma das despesas de pesquisa/desenvolvimento, publicidade e despesas de vendas, gerais e administrativas são consideradas discricionárias. Se os desembolsos com despesas discricionárias são geralmente na forma de dinheiro, a redução de tais despesas reduz as saídas de caixa e tem um efeito positivo sobre o FCO anormal no período atual, possivelmente com o risco de menores FCO no futuro.
Superprodução
Para gerenciar lucros para cima, gestores podem produzir mais produtos do que o necessário para atingir a demanda esperada. Com níveis de produção mais elevados, os custos fixos gerais são distribuídos por um número maior de unidades, diminuindo os custos fixos por unidade. Enquanto a redução dos custos fixos por unidade não for compensada por qualquer aumento no custo marginal por unidade, o custo total por unidade diminui. Isso implica que o CPV relatado será menor, e a empresa apresentará melhores margens operacionais. No entanto, a empresa incorreria em custos de produção e manutenção dos itens superproduzidos que não são recuperados no mesmo período por meio de vendas. Como resultado, o FCO seria menor do que os níveis de vendas normais. <i>Ceteris paribus</i> , os custos marginais incrementais incorridos na produção dos estoques adicionais resultam em custos de produção anuais mais altos em relação às vendas.

Fonte: elaborado a partir de Roychowdhury (2006).

Em geral, se os investidores não estão conscientes das implicações do gerenciamento de resultados, eles não serão capazes de fazerem os ajustes necessários à formação de suas expectativas sobre o desempenho futuro de uma entidade. Se os investidores alocam recursos em ativos cujos resultados foram manipulados, eles ficarão frustrados quando o desempenho futuro for diferente de suas expectativas (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR. 2015).

Autores como Christie e Zimmerman (1994), Erickson e Wang (1999), Louis (2004), AbuGhazaleh, Al-Hares e Roberts (2011), Chiu, Teoh e Tian (2013), Chen, Liu e Chen (2014), Zhang (2015), Caruso, Ferrari e Pisano (2016), Irani e Oesch (2016), entre outros, empenharam-se em estudar as interrelações entre as F&A e o gerenciamento de resultados, seja por escolhas contábeis ou por atividades reais (QUADRO 5).

Quadro 5 – Pesquisas relacionadas ao gerenciamento de resultados (continua)

Estudos	Principais características
Erickson e Wang (1999)	Investigaram se companhias adquirentes tentam aumentar o preço de suas ações <i>ex ante</i> às operações de F&A. O foco central da pesquisa foi verificar se os acordos de F&A – realizados na forma de <i>stock-for-stock</i> – estimulam o gerenciamento de resultados a fim de reduzir o custo de compra da companhia-alvo. Os achados são consistentes e mostram que companhias adquirentes envolvidas em F&A do tipo <i>stock-for-stock</i> têm incentivos para práticas de gerenciamento de resultados visando a reduzir o custo total da transação. As adquirentes têm <i>accruals</i> anormais positivos ao longo do ano anterior à F&A.
Christie e Zimmerman (1994)	Estudaram se <i>ex ante</i> às F&A as companhias que subsequentemente se tornam alvos contêm mais propensão à maximização de valor que outras que não foram alvos. Foi encontrado que <i>ex ante</i> as F&A, gestores selecionam mais procedimentos contábeis de aumento de lucro do que naquelas que não foram companhias-alvo. Os gestores estarão propensos a se engajar em atividades oportunistas por duas razões: i) para aumentar a compensação via esquemas formais e informais que estejam lastreados em pagamento de executivos a partir do lucro reportado; ii) para reduzir a probabilidade de o CEO ser removido devido à tomada de decisões errada. Nesse contexto, planos de bônus formais para gestores são exemplos de criadores de incentivos para escolhas contábeis que visam ao aumento de lucro.
Louis (2004)	Avaliou a eficiência de mercado quando há gerenciamento de resultados em F&A realizadas na forma <i>stock-for-stock</i> . Devido ao gerenciamento de resultados as transações de F&A apresentam baixo desempenho após a realização dos acordos. Há fortes evidências de que as companhias adquirentes superestimam os lucros no trimestre que precede o anúncio de F&A <i>stock-for-stock</i> . Há correlação negativa entre <i>accruals</i> anormais e o desempenho no longo prazo das ações de companhias que realizaram F&A <i>stock-for-stock</i> .
AbuGhazaleh, Al-Hares e Roberts (2011)	Revelaram que os gestores exercem discricionariedade no reporte das perdas por redução ao valor recuperável do <i>goodwill</i> após a adoção da IFRS 3, especificamente em casos associados às recentes mudanças de CEO e ao alisamento de resultados. Os resultados também revelam que <i>goodwill impairment losses</i> estão fortemente associados aos efetivos mecanismos de governança, sendo provável que estes, quando eficazes, restringem a capacidade dos gestores de reportar <i>goodwill impairment losses</i> que diferem das perdas econômicas previstas, resultando no reconhecimento de <i>impairment</i> mais oportuno e que melhor reflita os fatores econômicos subjacente da empresa.
Chiu, Teoh e Tian (2013)	Foi testado se o gerenciamento de resultados se “espalha” entre as empresas por meio do compartilhamento de membros do conselho administrativo. Uma companhia tem maior probabilidade de gerenciamento de resultados quando compartilha um diretor comum com outra que atualmente gerencia resultados; e é menos provável que ocorra gerenciamento quando há compartilhamento de diretores comuns com diretores não manipuladores de resultados.

Quadro 5 – Pesquisas relacionadas ao gerenciamento de resultados (conclusão)

Chen, Liu e Chen (2014)	Analisaram o desempenho de longo prazo das ações de adquirentes em F&A e os determinantes das diferenças de desempenho. Foram testadas hipóteses relacionadas ao fluxo de caixa livre, desempenho gerencial anterior, gerenciamento de resultados e governança corporativa. Os resultados mostram que não há diferença entre os adquirentes com alto fluxo de caixa livre e aqueles com baixo fluxo de caixa livre; os adquirentes com desempenho anterior superior têm retornos anormais pós F&A mais fracos do que adquirentes com desempenho inferior; os retornos anormais das ações no longo prazo, pós F&A, são negativamente relacionados a seus <i>accruals</i> anormais; e os retornos anormais das ações no longo prazo de adquirentes com maiores porcentagens de conselheiros independentes e de propriedade institucional são maiores do que aqueles com porcentagens menores.
Zhang (2015)	Analisou se as empresas adquirentes tentam adotar estratégia de gerenciamento de resultados por atividades reais para elevar os lucros no período que antecede F&A. Utilizando a metodologia proposta por Roychowdhury (2006) apontou que as empresas adquirentes usam o GRAR para aumentar os lucros objetivando melhorar a confiança do mercado; também há correlação negativa entre o GRAR e o baixo desempenho pós-F&A.
Caruso, Ferrari e Pisano (2016)	Estudaram aspectos voltados ao <i>goodwill</i> em empresas participantes de F&A. O objetivo foi entender se o comportamento gerencial na redução do <i>goodwill</i> , decorrente da F&A, mudou após a adoção das IAS/IFRS, buscando evidências de práticas de gerenciamento de resultados. As evidências parecem provar que as empresas adquirentes tendem a adotar vários instrumentos para determinar o valor adequado do <i>goodwill</i> gerado pela companhia-alvo, inclusive as práticas complexas de gerenciamento de resultados. Eles ressaltam que o <i>goodwill</i> pode ser usado para o GRAR e/ou por <i>accruals</i> .
Irani e Oesch (2016)	Pesquisaram como os analistas de valores mobiliários influenciam os gestores no uso de diferentes tipos de gerenciamento de resultados. Observou-se que os gestores respondem à perda de cobertura dos analistas decrescendo a manipulação por GRAR enquanto aumentam a manipulação por uso de gerenciamento baseado em <i>accruals</i> . Esses efeitos são significativamente mais fortes entre as empresas com menor cobertura e para as empresas próximas ao limiar de lucro zero. As evidências sugerem que os gestores usam o GRAR para melhorar o desempenho no curto prazo em resposta à pressão do analista, efeitos que não são descobertos quando se focam unicamente nos métodos baseados em <i>accruals</i> .

Fonte: elaborado a partir de Bispo et al. (2017).

A partir dessa síntese de pesquisas, verifica-se a importância em pesquisar a influência do gerenciamento de resultados em transações de F&A no mercado de capitais brasileiro.

2.5 Excesso de confiança

As teorias do comportamento humano, da psicologia, sociologia e antropologia, ajudaram a motivar muitas pesquisas empíricas sobre o comportamento dos mercados financeiros (SHILLER, 1999). Evidências consideráveis sugerem que autoavaliações excessivamente positivas, percepções exageradas de controle ou domínio e otimismo irrealista são características do comportamento humano (TAYLOR; BROWN, 1988).

Gervais, Heaton e Odean (2011) afirmam que uma vasta literatura mostra que, geralmente, os indivíduos são excessivamente confiantes, pois acreditam que o seu conhecimento é mais preciso do que realmente é. Para estes autores, a incidência desse excesso de confiança será maior entre os CEO (*Chief Executive Officer*) do que os indivíduos em geral. Tversky e Kahneman (1974) corroboram que o excesso de confiança é a superestimação das próprias habilidades e dos resultados relativos à própria situação pessoal, em que as pessoas tendem a tratar os sucessos como reflexo de suas próprias habilidades e falhas como má sorte. Para Daniel e Hirshleifer (2015, p. 62), “as pessoas tendem a ser excessivamente confiantes sobre as perspectivas de suas vidas e esse superotimismo afeta diretamente suas decisões financeiras”. Muitas vezes, as pessoas tendem a mostrar confiança excessiva sobre seus próprios julgamentos (SHILLER, 1999).

Hilary et al. (2016, p. 48) esclarecem esse superotimismo relacionando-o ao excesso de confiança, mas esclarecendo que estes são conceitos distintos: o superotimismo envolve a “crença excessiva que os eventos futuros serão positivos, enquanto o excesso de confiança envolve colocar muito peso na acurácia da informação privada e uma crença excessiva em suas próprias habilidades”. Hackbarth (2008) reforça que, os gestores superotimistas são aqueles que superestimam o crescimento dos lucros, enquanto que gestores com excesso de confiança são aqueles que subestimam os riscos relacionados aos lucros.

Um indivíduo otimista tenderá a ser excessivamente confiante e, apesar de alguns tratarem estes vieses como conceitos separados, eles estão estreitamente relacionados entre si e aparecem em conjunto (BARROS; SILVEIRA, 2008). Na visão destes autores, o otimismo e excesso de confiança, às vezes observados em gestores de empresas, podem influenciar as decisões de investimento e de financiamento. Gestores excessivamente confiantes (ou excessivamente otimistas) superestimam os retornos futuros dos projetos de investimentos de suas empresas (MALMENDIER; TATE, 2005; AHMED; DUELLMAN, 2012).

Um dos fatos mais bem estabelecidos na literatura de tomada de decisão é que os indivíduos são superotimistas quanto ao sucesso de algo em relação aos resultados futuros. A

expectativa é de que outras pessoas sejam vítimas de adversidades, mas não elas mesmas (HILARY et al., 2016). Tais ideias implicam não apenas uma visão esperançosa da vida, mas um erro de julgamento que pode ser rotulado de otimismo irreal (WEINSTEIN, 1980). Seguindo esse pensamento, Weinstein (1980) complementa que, se todas as pessoas afirmam que suas chances de experimentar um evento negativo são menores do que a média elas estarão demonstrando esse otimismo não realista.

Tversky e Kahneman (1974) fortalecem que o excesso de confiança pode ser atribuído à “heurística da representatividade”⁵, ou seja, a tendência de as pessoas atribuírem padrões a dados que são completamente aleatórios no intuito de se sentirem confiantes. Pode-se dizer que as pessoas categorizariam eventos como típicos e desconsiderariam os riscos que poderiam ocorrer oriundos desse evento. Pessoas desse tipo cometerão erros ao negligenciar as probabilidades de tal risco ocorrer (SHILLER, 1999).

O excesso de confiança está relacionado à dificuldade em o indivíduo compreender adequadamente a incerteza que envolve determinadas situações específicas. Citando Tversky e Kahneman (1974), caso os gestores sustentem que suas expectativas são aquelas mais prováveis de ocorrerem, eles negligenciarão as incertezas que envolvem as transações e, conseqüentemente, a possibilidade de qualquer risco acontecer decorrente dessas expectativas. Por exemplo, quando o gestor excessivamente confiante opta por enveredar transações corporativas sem destinar a devida importância a todos os riscos implícitos.

Ahmed e Duellman (2012) afirmam que diversas pesquisas em finanças documentam que o excesso de confiança afeta os investimentos corporativos, as políticas de financiamento e de dividendos. Para esses autores, investigar os efeitos do excesso de confiança nas políticas corporativas, incluindo políticas contábeis, é importante porque o excesso de confiança pode induzir às decisões que destroem o valor da firma.

De acordo com Daniel e Hirshleifer (2015, p. 62), “o excesso de confiança parece ser provavelmente um fator chave na tomada de decisões financeiras. Trata-se de um fenômeno psicológico muito difundido e está associado com um conjunto de efeitos relacionados”.

⁵ Indica que os estereótipos e o desprezo de informações relevantes direcionam as tomadas de decisões de investimento. As pessoas normalmente confiam na heurística da representatividade, na qual as probabilidades são avaliadas pelo grau em que A é representativo de B, isto é, pelo grau em que A se assemelha B. Por exemplo, quando A é altamente representativo de B, a probabilidade de que A se origine de B é julgada alta. Por outro lado, se A não é semelhante a B, a probabilidade de que A se origine de B é considerada baixa. Essa abordagem do julgamento da probabilidade leva a sérios erros, porque representatividade, não é influenciada por vários fatores que afetam os julgamentos dessa probabilidade. Os erros surgem, principalmente, de análises que consideram eventos que são parecidos com outros acontecimentos do passado (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974).

Exemplos podem ser: o apego às próprias habilidades para superestimar os retornos futuros das ações, superestimar a criação de valor em projetos de investimento, superestimar as previsões de sinergias em processos de F&A, arrogância na execução de atividades de gerenciamento de resultados para enganar o mercado, dentre outros.

Executivos excessivamente confiantes são mais propensos a desenvolver viés otimista e, portanto, mais prováveis a engajar em falhas intencionais (SCHRAND; ZECHMAN, 2012), superestimando, assim, suas capacidades de criar valor. Esse viés pode resultar em destruição de riqueza aos *shareholders* e, conseqüentemente, impactar todo o mercado por seleções adversas à realidade apresentada pelas empresas, principalmente considerando circunstâncias que envolvem F&A. A seleção adversa ocorre com os gestores (em decorrência do viés) e os investidores (em decorrência do viés e dos conflitos de agência).

Malmendier e Tate (2008, p. 22) complementam: “uma vez que os gestores com excesso de confiança superestimam as sinergias da fusão, eles deixam de perceber algumas oportunidades sem a ocorrência de sinergias”. Como resultado, estes gestores estariam mais propensos a apostarem em projetos destruidores de valor, devido à superestimação das sinergias que podem ser geradas pelas F&A e pela vontade excessiva em adquirir outras empresas – muitas vezes para maximizar sua satisfação pessoal.

A busca por satisfação pessoal, somado ao excesso de confiança, direciona uma série de problemas gerenciais e econômico-financeiros, afetando diretamente as relações contratuais que envolvem as F&A. Entende-se que, quando se tem o excesso de confiança os indivíduos acreditam que os eventos positivos são mais propensos a ocorrer com eles do que com os outros; e, quanto mais desejável é o evento, maior será a tendência em acreditar que as suas chances são maiores (WEINSTEIN, 1980; TAYLOR; BROWN, 1988).

Seguindo a visão de Tversky e Kahneman (1974), se os gestores atuam com insensibilidade e motivações pessoais a não dar importância à previsibilidade de resultados ruins, eles podem abastecer o mercado com informações equivocadas sobre o futuro das adquirentes pós F&A. Por exemplo, os gestores, a partir de suas motivações pessoais, podem descrever como muito boas as expectativas de criação de valor pós F&A, quando na verdade não foi dada a devida atenção à previsibilidade de resultados ruins, ocasionando viés nas informações disponibilizadas ao mercado. Assim, os riscos envolvidos pela opção por F&A podem ser grosseiramente subestimados se as informações viesadas não forem contempladas.

Para Barros e Silveira (2008, p. 300), “naturalmente, os vieses cognitivos de otimismo e excesso de confiança não são diretamente observáveis. É preciso identificar variáveis substitutas plausivelmente correlacionadas com os mesmos”. A título de exemplo e,

consoante ao proposto nesta pesquisa, Nguyen, Yung e Sun (2012) evidenciaram que o valor econômico pode refletir as oportunidades de crescimento de longo prazo das empresas, sendo este um componente adequado para o rastreamento de F&A motivadas por excesso de confiança. O estudo de Nguyen, Yung e Sun (2012) mostrou que as empresas adquirentes que experimentam declínio ou nenhuma mudança no valor econômico de longo prazo tendem a ser aquelas que participaram de F&A com excesso de confiança.

Essa conclusão é consistente com o fato de que altos padrões de valor econômico podem induzir ao excesso de confiança, incentivando o mercado (investidores e conselho de administração) a negligenciar o desempenho passado das empresas adquirentes e aprovar F&A sem a devida diligência. Nesse caso, aquelas empresas adquirentes que têm valor econômico relativamente alto antes das F&A tendem a experimentar perdas nestes valores pós-F&A (MA; WHIDBEE; ZHANG, 2011). Portanto, estudar a influência do excesso de confiança em transações de F&A torna-se relevante para distinguir as empresas adquirentes que são suspeitas desse viés. Soma-se que, o excesso de confiança e o gerenciamento de resultados, pré-F&A, podem influenciar as mudanças no desempenho econômico pós-F&A, criando transações destruidoras de valor.

Cabe ressaltar que, de acordo com Shleifer e Vishny (1988), embora os gestores estejam inclinados a pagarem em excesso por empresas alvo, estes não estariam cometendo erros de avaliação, mas sim optando por pagarem mais tendo em vista os benefícios da aquisição com os quais se importam, em prejuízo aos acionistas. Portanto, em transações de F&A o comportamento não maximizador de valor de alguns gestores exerce papel central nas tomadas de decisões.

Após essa contextualização, é oportuno apresentar algumas pesquisas que citaram a importância do excesso de confiança para a tomada de decisões no mercado (QUADRO 6):

Quadro 6 – Pesquisas direcionadas ao excesso de confiança (continua)

Estudos	Principais características
Ben-David, Graham e Harvey (2007)	Buscando testar se o excesso de confiança se manifesta nas políticas corporativas, a pesquisa mostrou que empresas com CFO (<i>Chief Financial Officer</i>) excessivamente confiantes investem mais, são mais alavancadas financeiramente, pagam menos dividendos, usam volume maior de dívida de longo prazo e são inclinadas a compensarem os executivos por meio de bônus baseados em desempenho. Os anúncios de F&A de empresas com CFO excessivamente confiantes são recebidos negativamente pelos investidores.
Brown e Sarma (2007)	Investigaram o papel do excesso de confiança do CEO (<i>Chief Executive Officer</i>) e sua dominância nas decisões em realizar F&A. A intenção foi verificar a capacidade do CEO de impor seus pontos de vista sobre as decisões da empresa. Os resultados sugerem que tanto o excesso de confiança do CEO quanto o seu domínio são importantes para explicar a decisão de adquirir outra empresa. Os resultados também indicam que a dominância do CEO é pelo menos tão significativa quanto o seu excesso de confiança na decisão de realizar uma aquisição.
Malmendier e Tate (2008)	Verificaram se o excesso de confiança do CEO ajuda a explicar as decisões de F&A. Foi constatado que os CEO com excesso de confiança superestimam suas capacidades de gerar retornos. Como resultado, eles pagam demais por empresas alvo e realizam F&A destruidoras de valor. Os efeitos são mais fortes se os CEO tiverem acesso às fontes de financiamento interno. Foram testadas duas <i>proxies</i> para o excesso de confiança: o excesso de investimento pessoal dos CEO em sua empresa e sua representação na imprensa. As chances da realização de F&A são 65% maiores se o CEO for classificado como de confiança excessiva.
Bressane (2010)	Analisou o impacto do excesso de confiança do CEO sobre as atividades de F&A. Foi argumentado que o excesso de confiança faz com que os CEO se comportem irracionalmente, subestimando os riscos e superestimando as suas avaliações e, portanto, resultando em atitudes mais agressivas em relação às F&A. Quatro variáveis foram criadas para capturar evidências de excesso de confiança, atitudes e oportunidades de desenvolvimento dentro das empresas. Os resultados apontaram que os CEO com excesso de confiança têm chances 22% maiores de se envolverem em F&A do que CEO racionais.
Gervais, Heaton e Odean (2011)	Estudaram a interação entre o excesso de confiança e a compensação dos gestores dentro do contexto da política de investimento das companhias. O excesso de confiança do gestor avesso ao risco torna-o menos conservador. Quando a compensação do gestor se ajusta às oportunidades de investimentos, níveis moderados de excesso de confiança levam as empresas a oferecerem remuneração mais justa aos gestores – tornando-os melhores. Alto grau de excesso de confiança é prejudicial para o gestor, uma vez que os levam expor a empresa a riscos excessivos.
Nguyen, Yung e Sun (2012)	Foram examinados os motivos por trás das atividades de F&A. Apesar de uma gama de pesquisas, as motivações para as F&A são largamente inconclusivas e incomparáveis metodologias adicionam debates na literatura existente. Os achados mostram que 73% das F&A são relacionadas ao momento de mercado; 59% são relacionadas aos motivos de agência e/ou excesso de confiança; e 3% são respostas a <i>shocks</i> da indústria e economia. Aproximadamente, 80% das F&A envolveram múltiplos motivos.

Quadro 6 – Pesquisas direcionadas ao excesso de confiança (conclusão)

Ahmed e Duellman (2012)	Constatou-se que gestores com excesso de confiança superestimam os retornos futuros a partir dos investimentos realizados. Os gestores com excesso de confiança tenderão a retardar o reconhecimento de perdas e, geralmente, utilizarão uma contabilidade menos conservadora. Empregando medidas de conservadorismo condicional e incondicional, respectivamente, tem-se evidências robustas de relação negativa entre o excesso de confiança do CEO e o conservadorismo contábil. Além disso, os autores encontraram que o monitoramento externo não parece mitigar esse efeito. As descobertas aumentam a crescente literatura sobre o excesso de confiança e complementam os achados em que o excesso de confiança afeta o comportamento das demonstrações contábeis.
Schrand e Zechman (2012)	Analisaram-se 49 empresas suspeitas de fraudes, constatando-se que executivos com excesso de confiança são mais propensos a exibir um viés otimista e, portanto, são mais propensos a realizarem distorções intencionais nos lucros. Evidências considerando uma amostra de alta tecnologia e outra com empresas gerais suportam a explicação que o excesso de confiança leva à distorções nos lucros e fraudes.
Silva, Mondini e Silva (2015)	Analisaram a influência do excesso de confiança e otimismo dos gestores no endividamento de empresas de pequeno porte brasileiras e chilenas. Os resultados demonstraram que os gestores das firmas brasileiras apresentam maior excesso de confiança e são mais otimistas quando comparados aos gestores das empresas chilenas.

Fonte: elaborado a partir de Ben-David, Graham e Harvey (2007), Brown e Sarma (2007), Malmendier e Tate (2008), Bressane (2010), Gervais, Heaton e Odean (2011), Nguyen, Yung e Sun (2012), Ahmed e Duellman (2012), Schrand e Zechman (2012) e Silva, Mondini e Silva (2015).

3 METODOLOGIA

Apresentado o escopo da pesquisa quanto à caracterização do tema, problema, objetivos, justificativa e referencial teórico, este tópico apresenta os procedimentos metodológicos a serem utilizados no estudo.

3.1 Técnicas de pesquisa

Para alcançar os resultados pretendidos com este trabalho, foram utilizadas as técnicas de pesquisa documental e descritiva. Documental no que se referiu à pesquisa realizada a partir do exame de documentos considerados cientificamente autênticos não fraudados (CARVALHO, 1988) de natureza diversa, que ainda não receberam um tratamento analítico, ou que podem ser reexaminados, buscando-se novas e/ou interpretações complementares (GODOY, 1995), tais como Balanço Patrimonial, Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração do Resultado do Exercício, Fatos Relevantes, entre outros, tratados como fontes primárias – documentos que “ainda não foram objeto de análise, ou que ainda podem ser reelaboradas de acordo com os propósitos da pesquisa”, segundo esclarecem Martins e Theóphilo (2009, p. 55). Quanto à pesquisa descritiva, o principal objetivo foi descrever características (GIL, 2007) relativas ao fenômeno das transações de F&A, estabelecendo relações com as variáveis de gerenciamento de resultados e excesso de confiança.

No que tange à abordagem, utilizou-se a abordagem dedutiva por meio da pesquisa quantitativa: organizando, caracterizando, quantificando e interpretando os dados numéricos coletados. A abordagem dedutiva foi adequada haja vista que a pesquisa envolveu testes empíricos de modelos teóricos, de modo que sua confiabilidade dependeu da integridade dos métodos quantitativos e estatísticos empregados, conforme determinado por Smith (2017).

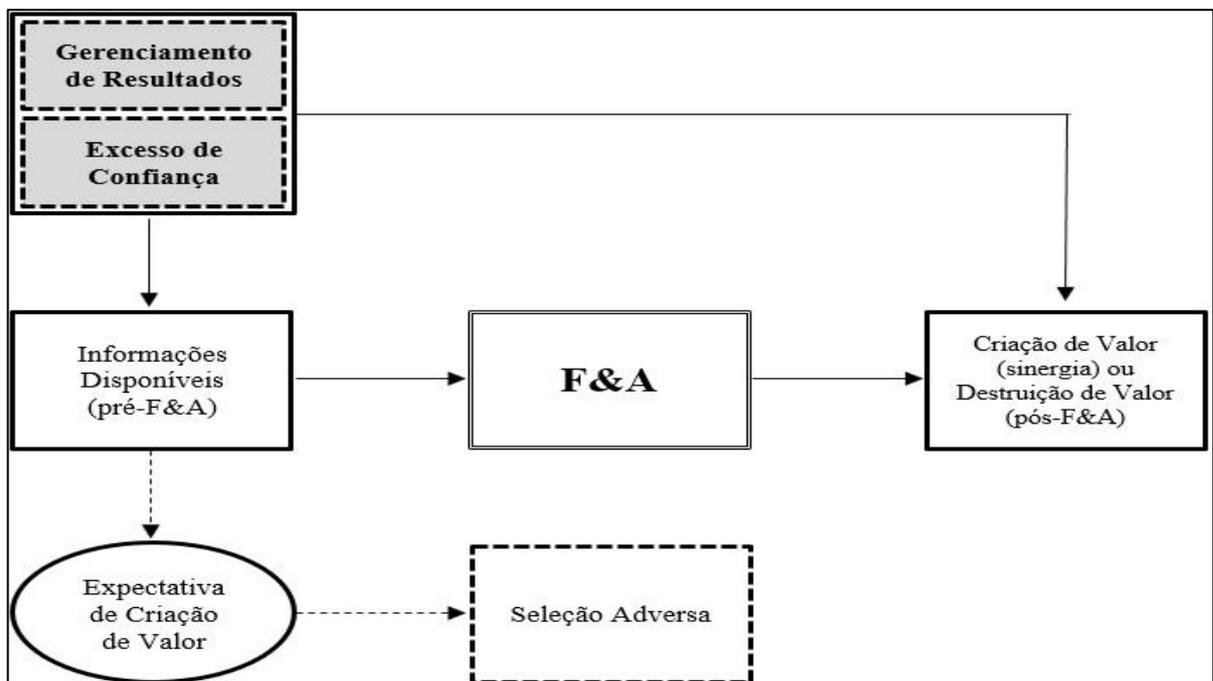
Por meio de procedimentos baseados em estatísticas descritivas – gráficos, medidas de tendência central, medidas de variação e medidas de posição (LARSON; FARBER, 2010), foi possível organizar, sumarizar e descrever o conjunto de dados coletados. A econometria também foi utilizada, tendo em vista o desenvolvimento de métodos estatísticos – análise de regressão – para estimar relações entre o gerenciamento de resultados, o excesso de confiança e o desempenho de longo prazo das adquirentes em F&A no Brasil. A interpretação dos dados, objetivando confirmar ou refutar teorias e/ou resultados encontrados em pesquisas anteriores, teve como alicerce a inferência estatística baseada em teste de hipóteses. Ainda, testes de pressupostos estatísticos foram utilizados, conforme discussões nos tópicos seguintes.

3.2 Objeto de pesquisa e período de estudo

O objeto de estudo do trabalho foram operações de F&A no Brasil entre os anos de 2008 e 2014. Esse período pode ser explicado devido ao fato de tentar expurgar os efeitos das particularidades que resultaram na harmonização contábil às Normas Internacionais de Contabilidade. Esta harmonização proporcionou mudanças significativas (por exemplo, a inclusão de mais informações no processo de *disclosure* contábil) no ambiente da Contabilidade Societária Brasileira com a edição da Lei nº 11.638/07 e Lei nº 11.941/09. Além disso, Campbell, Sirmon e Schijven (2016) sugeriram que estudos futuros relacionados ao tema F&A mergulhassem em períodos de tempo menores, com o objetivo de descobrir novas nuances e contingências, o que pode aumentar o poder explicativo sobre os fatores estudados.

A composição dos dados considerou, primeiramente, a exclusão de empresas pertencentes ao setor “financeiro e outros” da Brasil, Bolsa, Balcão – B3, por terem características distintas, com demonstrações contábeis e planos de contas diferentes das empresas estudadas. Em seguida, interessou estudar os fatores subjacentes às F&A no Brasil e suas influências no desempenho econômico quanto à expectativa de criação ou destruição de valor após essas transações (FIGURA 3).

Figura 3 – Influência do GR e do excesso de confiança em transações de F&A.



Fonte: Do autor (2019).

Conforme esboçado na Figura 3, foi analisado o conteúdo das informações contábeis de empresas adquirentes que concretizaram transações de F&A no Brasil e, a obtenção dos dados teve como foco as empresas que apresentaram relatórios contábil-financeiros publicados respeitando o período de dois anos antes e dois anos após à F&A. A delimitação de dois anos⁶ é justificada a partir dos modelos econométricos propostos, os quais são constituídos de variáveis com defasagem de tempo em pelo menos dois anos. Dentre outros estudos, essa delimitação justifica-se com base em Sloan (1996), Subramanyam e Venkatachalam (2007), Ma, Whidbee e Zhang (2011) e Nguyen, Yung e Sun (2012) (QUADRO 7).

Quadro 7 – Estudos que justificam a delimitação do período pós F&A.

Autores	Objetivo
Sloan (1996)	Investigaram se os preços das ações refletem informações sobre lucros futuros contidos nos componentes dos <i>accruals</i> e fluxo de caixa.
Subramanyam e Venkatachalam (2007)	Reexaminaram a importância relativa dos lucros e fluxo de caixa operacional para explicar os dividendos futuros.
Ma, Whidbee e Zhang (2011)	Examinaram se as mudanças no valor econômico das empresas evidenciaram criação de valor em anos subsequentes à F&A.
Nguyen, Yung e Sun (2012)	Analisaram as motivações subjacentes que levam à F&A decompondo o <i>market-to-book</i> (M/B) em anos subsequentes à transação.

Fonte: elaborado a partir de Sloan (1996), Subramanyam e Venkatachalam (2007), Ma, Whidbee e Zhang (2011) e Nguyen, Yung e Sun (2012).

3.3 Coleta de dados

As técnicas para a coleta de dados seguiram o escopo da pesquisa documental e as bases de dados pesquisadas estão listadas no Quadro 8.

Quadro 8 – Bases de dados utilizadas na pesquisa.

Bases	Dados
Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA	<i>Ranking</i> das empresas que realizaram F&A no Brasil e publicações técnicas sobre as F&A.
Comissão de Valores Mobiliários – CVM	Fatos relevantes, comunicados ao mercado, registros de F&A, legislação e regulamentação.
Brasil, Bolsa, Balcão – B3	Ibovespa, cotações das ações, setores das empresas, governança corporativa e notícias.
Economática	Dados contábil-financeiros, cotações das ações, índices e múltiplos de mercado de capitais.

Fonte: Do autor (2019).

⁶ Apesar de o espaço temporal considerar F&A entre os anos 2008 e 2014, necessitou-se de dados contábeis entre os períodos de 2005 e 2016, pois alguns modelos econométricos utilizaram variáveis defasadas em até três anos e, em certos pontos da pesquisa, as variáveis dependentes foram calculadas considerando dados em até dois anos, por isso a necessidade de utilizar o período de 2005 a 2016.

Fundamentando-se no *Ranking* de F&A fornecido pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) foram divulgados 607 eventos de F&A concretizados entre os anos de 2008 e 2014, já considerando a exclusão daquelas transações realizadas por empresas inseridas no setor “Financeiro e Outros” da B3. Esse total representou transações de F&A realizadas por 389 empresas, que estavam listadas ou não na B3, conforme descrito no Painel A da Tabela 1. Ressalta-se que, o *Ranking* de F&A da ANBIMA contempla as operações de fusão, aquisição, Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPA) e reestruturações societárias, denominadas em conjunto, simplesmente, Fusões e Aquisições (F&A), sendo consideradas as F&A com valor da negociação de, no mínimo, R\$ 20 milhões, conforme divulgado pela ANBIMA.

Tabela 1 – Composição dos dados com nº de F&A e adquirentes por setores.

PAINEL A – Quantitativo de F&A e adquirentes envolvidas no estudo								
Características	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Empresas em Geral								
Quantidade de F&A	69	57	98	105	113	80	85	607
Empresas Adquirentes/ano ⁷	60	51	73	96	94	70	77	
Total de Adquirentes sem repetição								389
Empresas Listadas na B3								
Quantidade de F&A	14	9	25	22	19	10	16	115
Empresas Adquirentes/ano ⁷	12	8	14	18	15	9	13	
Total de Adquirentes sem repetição								54
(-) Empresas Excluídas – falta de dados								17
(-) Empresas Excluídas – sobreposição de F&A								6
Total de Adquirentes – Dados Finais								31
PAINEL B – Frequência de empresas com F&A e respectivos setores de listagem na B3								
Setor – B3	Frequência							
	Por setor	Acumulada		(%)				
Bens industriais	8	8		25,8%				
Consumo cíclico	9	17		29,0%				
Consumo não cíclico	3	20		9,7%				
Materiais básicos	4	24		12,9%				
Utilidade pública	7	31		22,6%				
Total	31			100%				

Fonte: elaborada a partir de ANBIMA (2017).

Constata-se na Tabela 1 que, daqueles 607 eventos, 115 foram executados por 54 empresas listadas na B3. Ou seja, dentre essas 54 empresas, algumas concretizaram mais de uma F&A no período estudado (dentro do próprio ano ou em anos diferentes). Apesar desse quantitativo de 54 empresas, apenas 31 foram utilizadas no estudo. As empresas que estavam nos setores econômicos de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Saúde, Tecnologia da

⁷ Número de empresas adquirentes sem repetição dentro do próprio ano.

Informação e Telecomunicações (totalizando 9 empresas), foram excluídas do estudo, haja vista a quantidade insuficiente de observações para utilização nos modelos econométricos elencados na pesquisa. Entre as 45 empresas restantes, oito delas também não apresentaram dados para composição das variáveis dos modelos econométricos utilizados, sendo assim excluídas da pesquisa. Das 37 empresas restantes, seis apresentaram mais de uma F&A no período estudado, motivando a exclusão para evitar o viés da sobreposição de dados. Portanto, a composição final dos dados compreendeu 31 empresas que concretizaram F&A entre 2008 e 2014, nos setores de Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Materiais Básicos e Utilidade Pública, conforme demonstrado no Painel B da Tabela 1.

Buscando assegurar comparabilidade e confiabilidade nas análises, foi criado um grupo controle contendo 31 empresas não adquirentes e similares em tamanho (\ln do ativo total no ano que antecedeu à F&A), crescimento das vendas (variação das vendas entre o ano que antecedeu à F&A ($t-1$) e dois anos antes ($t-2$), dividido pelas vendas em $t-2$) e *market-to-book*⁸ (razão entre valor de mercado e valor contábil do patrimônio no ano que antecedeu à F&A), conforme sugerido por Kothari, Leone e Wasley (2005) e Higgins (2013).

Utilizando-se a técnica de análise de *clusters*, as empresas adquirentes e não adquirentes foram agrupadas em pares “homogêneos em função do grau de similaridade” (FÁVERO et al., 2009, p. 195), segundo o tamanho, crescimento das vendas e *market-to-book* de cada uma. Para tanto, foi empregado o ranqueamento *Z Score*, dado pelo valor da Distância Euclidiana Quadrática da Matriz de Proximidade da análise *clusters* hierárquica (FÁVERO et al., 2009). Resumidamente, para compor o grupo controle, foram selecionadas companhias no mesmo segmento B3, que não passaram por F&A, e que apresentaram a menor Distância Euclidiana Quadrática em relação à sua parceira (empresa espelho) que passou por F&A. Dessa maneira, obteve-se um grupo controle com características similares e passível comparabilidade.

É necessário destacar que todas as discussões explicitadas ao decorrer das análises de resultados fizeram-se com base em variáveis ajustadas aos respectivos setores de cada empresa, conforme será esclarecido em tópicos seguintes. Utilizando as variáveis ajustadas atenuou-se o efeito tamanho e comportamentos gerais de mercado, normalizando as variáveis em relação aos setores B3 (RAU; VERMAELEN, 1998; KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005; MALMENDIER; TATE, 2005; BEN-DAVID; GRAHAM; HARVEY, 2007; MA; WHIDBEE; ZHANG, 2011; SCHRAND; ZECHMAN, 2012; AHMED; DUELLMAN, 2012;

⁸ Testes também foram realizados utilizando o *book-to-market*, os quais indicaram as mesmas empresas para a composição do grupo controle.

NGUYEN; YUNG; SUN, 2012; HIGGINS, 2013). Portanto, o processo de coleta de dados também envolveu a obtenção de informações contábeis de outras empresas, não somente daquelas 31 adquirentes e 31 não adquirentes. Efetivamente, para subsidiar o cálculo de todas as variáveis, foram obtidas e utilizadas informações contábeis de 181 empresas de capital aberto registradas na B3, consoante ao que será discutido nos próximos tópicos.

3.4 Tratamento e análise dos dados

3.4.1 Análise de regressão múltipla

Essa técnica estatística foi empregada com o objetivo de valer-se de variáveis independentes (explanatórias), cujos valores são conhecidos, para prever os valores das variáveis dependentes selecionadas (GUJARATI, 2006; LEVINE et al., 2008; WOOLDRIDGE, 2008; FÁVERO et al., 2009; HAIR et al., 2009). De modo geral, “análise de regressão múltipla é o estudo de como a variável dependente Y se relaciona com duas ou mais variáveis independentes” (ANDERSON; SWEENEY; WILLIAMS, 2011, p. 488). As equações assumiram a seguinte forma geral para descrever como a variável dependente Y se relacionou com as variáveis independentes X (EQUAÇÃO 1):

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_n X_{ni} + \varepsilon_i \quad (1)$$

A equação acima explica Y (variável dependente) em função de X_1 , X_2 e X_n (variáveis independentes); ε é o termo de erro estocástico, i , a i -ésima empresa e, n , a n -ésima variável explanatória. Nessa equação, β_0 , β_1 , β_2 e β_n são denominados parâmetros da regressão, os quais medem a variação no valor médio de Y por unidade de variação em X_1 , X_2 e X_n , respectivamente. Ou seja, a Equação 1 proporciona o valor esperado ou a média condicional de Y dado os valores de X_1 , X_2 e X_n (GUJARATI, 2006; LEVINE et al., 2008; WOOLDRIDGE, 2008; FÁVERO et al., 2009; HAIR et al., 2009).

Seguindo a proposta da pesquisa, os modelos de regressão foram estimados considerando dados em corte-transversal/ano (SUBRAMANYAM; VENKATACHALAM, 2007; MA; WHIDBEE; ZHANG, 2011; HIGGINS, 2013; ZHANG, 2015; IRANI; OESCH, 2016; LEHMANN, 2016). O Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) foi utilizado como procedimento para encontrar a equação de regressão estimada. Esse método procura estimar os coeficientes da regressão objetivando minimizar a função soma de quadrados dos resíduos, SQ_{res} , a fim de se obter as melhores estimativas para os β . O MQO

escolhe os parâmetros da regressão, $\hat{\beta}_i$, de tal forma que, para qualquer amostra ou conjunto de dados, a soma dos resíduos seja a menor possível (GUJARATI, 2006).

Tornou-se necessário acatar algumas premissas a respeito da maneira como os modelos seriam estimados pelo método MQO. A intenção foi eliminar falhas sistemáticas e, conforme sugerido por Gujarati (2006), Demétrio e Zocchi (2008), Levine et al. (2008), Wooldridge (2008), Fávero et al. (2009), Hair et al. (2009) e Anderson, Sweeney e Williams (2011), as seguintes premissas foram consideradas (QUADRO 9):

Quadro 9 – Premissas econométricas para estimação utilizando MQO.

Linearidade nos parâmetros – os modelos de regressão utilizados são lineares nos parâmetros. Ou seja, a esperança condicional de Y, $E(Y|X_i)$, é uma função linear dos β de cada modelo. Diz-se que uma função é linear no parâmetro se β aparece com expoente 1 e não tiver multiplicado ou dividido por nenhum outro parâmetro.

Variabilidade de valores fixos de X – os valores de X foram fixados em amostras repetidas e há variabilidade de valores.

Média do termo de erro, ε , é zero – dado os valores de X, o valor médio (ou esperado) do termo de erro, ε , foi igual a zero. Fatores não incluídos explicitamente nos modelos e, portanto, agrupados em ε , não afetaram sistematicamente o valor médio de Y.

Normalidade do termo de erro, ε – dada a premissa de que ε segue a distribuição normal, os estimadores de mínimos quadrados ordinários serão não tendenciosos, terão variância mínima (eficientes) e serão consistentes. Seguindo essa premissa os estimadores utilizados foram os melhores estimadores não tendenciosos (*Best Linear Unbiased Estimators* – BLUE).

Ausência de heterocedasticidade – dado os valores de X, a variância de ε foi a mesma para todas as observações. Significa que, a variação em torno da linha de regressão foi a mesma para todos os X; não aumentou nem diminuiu quando X variou.

Ausência de auto correlação serial – os termos de erro apresentaram variância constante, não sendo correlacionados entre si e não correlacionados com as variáveis explicativas.

Micro numerosidade – para atender essa premissa o número de observações foi maior que o número de parâmetros estimados em cada modelo estatístico utilizado.

Ausência do viés de especificação – em geral, desejou-se estabelecer modelos que explicassem bem os dados e que fossem parcimoniosos.

Ausência de multicolinearidade perfeita – isto é, não houve relações lineares perfeitas entre as variáveis independentes.

Fonte: elaborado a partir de Gujarati (2006), Wooldridge (2008), Fávero et al. (2009) e Hair et al. (2009).

Dando seguimento à necessidade de acatar as premissas listadas no Quadro 9, os seguintes diagnósticos foram executados (QUADRO 10):

Quadro 10 – Diagnósticos utilizados para atendimento das premissas de MQO.

Normalidade – verificada com base nos testes de assimetria e curtose (Skewness/Kurtosis) e Shapiro-Wilk.

Ausência de Heterocedasticidade – verificada com base no teste geral de heterocedasticidade de White.

Ausência de viés de especificação – verificada com base em: (i) análise do coeficiente de determinação ajustado para graus de liberdade – R^2 ajustado; (ii) análise pelo Critério de Informação de Akaike – AIC (o modelo preferido será aquele que apresentar o menor valor de AIC); e, (iii) teste Ramsey RESET.

Ausência de multicolinearidade perfeita – verificada com base no Fator de Inflação da Variância (*Variance Inflation Factor* – VIF), que mostra como a variância de um estimador é inflada pela presença da multicolinearidade. Como regra prática, se VIF de uma variável for maior que 10, diz-se que essa variável é altamente colinear.

Fonte: elaborada a partir de Gujarati (2006), Wooldridge (2008), Fávero et al. (2009) e Hair et al. (2009).

Valendo-se das explicações anteriores, a técnica estatística de regressão múltipla foi utilizada para: (i) estimação dos parâmetros dos modelos de gerenciamento de resultados por *accruals* e atividades reais; (ii) estimação dos parâmetros dos modelos que explicaram os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e atividades reais em função da variável dicotômica separando empresas adquirentes e não adquirentes; e, (iii) estimação dos parâmetros dos modelos que explicaram o comportamento do valor econômico em função das *proxies* de gerenciamento de resultados e excesso de confiança.

3.4.2 Análise de regressão logística

A técnica de regressão logística foi utilizada para “descrever o comportamento entre uma variável dependente binária e variáveis independentes métricas ou não métricas” (FÁVERO et al., 2009, p. 440). Trata-se de um modelo de regressão cujo regressando Y é uma variável qualitativa que assume os valores 0 ou 1. Nesse tipo de modelo o objetivo é encontrar a probabilidade de que algum evento de interesse aconteça, ou seja, Y assumir valor igual a 1 (GUJARATI, 2006). Isto é, a regressão logística destina-se a aferir a probabilidade de ocorrência de um evento e a identificar características dos elementos pertencentes a cada grupo determinado pela variável categórica (FÁVERO et al., 2009). A função logística utilizada na pesquisa assumiu a seguinte forma geral (EQUAÇÃO 2):

$$\ln\left(\frac{P}{1-P}\right)_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_n X_{ni} + \varepsilon_i \quad (2)$$

A função destaca que P é a probabilidade de ocorrência de determinado evento de interesse; $\ln (P/(1-P))$ é chamado de *logit*; $(P/(1-P))$ representa a chance de ocorrência do evento de interesse; X_1 , X_2 e X_n são as variáveis independentes; ε é o termo de erro estocástico, i , a i -ésima empresa e, n , a n -ésima variável explanatória (GUJARATI, 2006; FÁVERO et al., 2009). Nessa equação, β_0 , β_1 , β_2 e β_n são denominados parâmetros da regressão, os quais medem a importância de cada variável explicativa, X_1 , X_2 e X_n , para a ocorrência do evento de interesse, bem como calcular a sua probabilidade de ocorrência. Ou seja, utilizando a Equação 2 é possível medir a variação do logaritmo da razão de chances (*logit*) favoráveis à ocorrência de determinado evento, dado em resposta a uma unidade de variação em cada variável explicativa.

De acordo com Gujarati (2006), Wooldridge (2008), Fávero et al. (2009) e Hair Jr. et al. (2009), os modelos baseados em regressão logística não pressupõe normalidade dos resíduos e nem mesmo a homogeneidade de variância. Soma-se que, enquanto a regressão múltipla baseia-se no método de MQO, a regressão logística consiste na utilização do método da máxima verossimilhança para maximizar a probabilidade de que um evento ocorra (FÁVERO et al., 2009). Gujarati (2006), Fávero et al. (2009), Hair Jr. et al. (2009) e Fávero et al. (2014) sugerem que o modelo de regressão logística considere as seguintes medidas de ajustamento (QUADRO 11):

Quadro 11 – Medidas para avaliar o ajuste do modelo de regressão logística.

Pseudo R^2 – poder explicativo do modelo, predominantemente utilizado para se avaliar o ajuste quando da comparação com outros modelos. Interpretado de maneira parecida com o coeficiente de determinação da regressão múltipla.

Estatística Wald – tem a finalidade de verificar se cada um dos parâmetros do modelo é significativamente diferente de 0.

Teste da razão de verossimilhança – similar ao teste F da regressão linear, esse teste utiliza uma estatística com distribuição qui-quadrado para analisar a significância conjunta do modelo.

Teste Hosmer-Lemeshow Goodness-of-fit – testa se as classificações previstas para cada grupo são iguais às observadas. Ou seja, testa a hipótese de associação entre classificações previstas e observadas e, se houver associação, significa que o modelo pode ser considerado ajustado.

Classificação – analisa o poder preditivo do modelo, mostrando quanto o modelo classifica corretamente os eventos.

Receiver Operating Characteristic (curva ROC) – medida de capacidade do modelo discriminar as categorias da variável dependente. Caso a área sob a curva ROC seja acima de 0,8, o modelo possui poder discriminatório excelente.

Fonte: elaborado a partir de Gujarati (2006), Fávero et al. (2009), Hair Jr. et al. (2009) e Fávero et al. (2014).

Com base nessas explicações, a técnica de regressão logística foi utilizada para investigar a razão de chances de uma empresa ser adquirente em função dos valores anormais de *accruals*, dos valores anormais de atividades reais e da variável dicotômica que distinguiu as empresas suspeitas e não suspeitas de excesso de confiança.

3.4.3 Procedimentos para testes de média e mediana

Visando complementar as análises, foram realizados testes de médias e medianas. Por meio desses testes buscou-se determinar se as médias e medianas dos *accruals* discricionários e atividades reais anormais foram significativamente diferentes entre as adquirentes e não adquirentes. Foram utilizados os testes Mann-Whitney, para média e Wilcoxon, para mediana.

Conforme Fávero et al. (2009, p. 163), o teste estatístico de Mann-Whitney é “aplicado para testar se duas amostras independentes foram extraídas de populações com médias iguais”. Esses autores ainda complementam que o teste de Mann-Whitney é um teste não-paramétrico, “sendo uma alternativa ao teste-t para duas amostras independentes quando a amostra for pequena e/ou quando a hipótese de normalidade for violada”. No caso do teste de Wilcoxon, para Fávero et al. (2009), este é uma alternativa ao teste-t de *Student* para comparar duas médias populacionais a partir de amostras emparelhadas.

3.4.4 Níveis de gerenciamento de resultados nos relatórios contábeis

Utilizaram-se os seguintes procedimentos para avaliar o gerenciamento de resultados empreendido pelas companhias estudadas: i) gerenciamento de resultados por *accruals*; e ii) gerenciamento de resultados por atividades reais. A finalidade em utilizar estes dois procedimentos teve base na tentativa de levantar duas formas de gerenciamento de resultados: (a) por meio de componentes do balanço patrimonial; e (b) mediante componentes das decisões operacionais.

3.4.4.1 Gerenciamento de resultados por *accruals*

Autores como, Jones (1991), Christie e Zimmerman (1994), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Erickson e Wang (1999), Louis (2004), Botsari e Meeks (2008), Gong, Louis e Sun (2008), Ball e Shivakumar (2008), Martinez (2008), Dechow et al. (2012) e Marques (2016) utilizaram os *accruals* para apurar o gerenciamento de resultados pelo

balanço patrimonial. Esses autores isolaram os *accruals* em componentes discricionários e não discricionários; considerando os discricionários como *proxy* para medir o nível de gerenciamento de resultados que, nesta pesquisa, foram calculados pelo modelo de Jones (1991) e sua modificação, conforme proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995).

À sombra dessa perspectiva, e tendo em vista estudar as inter-relações entre o gerenciamento de resultados contábeis e transações de F&A, a pesquisa acrescentou ao modelo modificado de Jones (1991) a variável que representa o retorno sobre os ativos, ROA, sugerida por Kothari, Leone e Wasley (2005). Utilizando-se o ROA espera-se controlar vieses inerentes ao conjunto de dados contendo empresas com desempenho financeiro extremo, segundo também indicado por Botsari e Meeks (2008). Assim, o modelo utilizado para estimar os *accruals* discricionários foi dado por (EQUAÇÃO 3):

$$\frac{ACCT_{it-1}}{A_{it-2}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-2}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Rec_{it-1} - \Delta CR_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \beta_3 \left(\frac{Imob_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \beta_4 (ROA_{it-1}) + \varepsilon_{it-1} \quad (3)$$

Em que,

$ACCT_{it-1}$ = *accruals* totais da empresa *i* no período $t-1$;

ΔRec_{it-1} = Receita Líquida $_{it-1}$ – Receita Líquida $_{it-2}$;

ΔCR_{it-1} = Contas a Receber $_{it-1}$ – Contas a Receber $_{it-2}$;

$Imob_{it-1}$ = imobilizados da empresa *i* no período $t-1$;

ROA_{it-1} = razão entre lucro líquido e ativo total da empresa *i* no período $t-1$;

A_{it-2} = ativo total da empresa *i* no final do período $t-2$;

β = coeficientes da regressão;

ε_{it-1} = termo de erro (*accruals* discricionários – ACCD);

t = ano da F&A.

Sendo $ACCT_{it-1}$ dado por (DECHOW et al., 2012):

$$ACCT_{it-1} = (\Delta AC_{it-1} - \Delta DISP_{it-1}) - (\Delta PC_{it-1} - \Delta FCP_{it-1}) - (Dep_{it} \& Amort_{it-1}) \quad (4)$$

Em que

ΔAC_{it-1} = ativo circulante da empresa *i* no período $t-1$ menos o ativo circulante do período $t-2$;

$\Delta DISP_{it-1}$ = disponibilidades da empresa *i* no período $t-1$ menos as disponibilidades do período $t-2$;

ΔPC_{it-1} = passivo circulante da empresa *i* no período $t-1$ menos o passivo circulante do período $t-2$;

ΔFCP_{it-1} = financiamentos de curto prazo da empresa i no período $t-1$ menos os financiamentos de curto prazo do período $t-2$;

Dep_{it} & $Amort_{it-1}$ = despesas de depreciação e amortização da empresa i no período $t-1$;
 t = ano da F&A.

Seguindo Francis et al. (2005), Roychowdhury (2006), Botsari e Meeks (2008), Cohen e Zarowin (2010), Higgins (2013), Irani e Oesch (2013), Baik et al. (2015), Zhu et al. (2015), Lehmann (2016) e Irani e Oesch (2016) os *accruals* discricionários (ACCD) para cada empresa⁹ foram obtidos estimando-se regressões por setores e em corte-transversal/ano – de 2006 a 2016. Para estes autores, a vantagem em utilizar corte-transversal é que isso contribui para sobrepor a severa restrição de dados para o estudo e o viés de sobrevivência que os modelos de séries temporais criariam. Higgins (2013) complementa que, ao estimar ACCD por empresa considerando suas peculiaridades em cada setor/ano tem-se a possibilidade de obter estimativas mais realistas sobre o nível desses *accruals* que, de fato, estariam acima daquele estimado para um parceiro de mesmo tamanho, setor e desempenho.

Nesse ponto da pesquisa utilizou-se o método de Fama e MacBeth (1973) para aferir a significância dos coeficientes estimados em cortes-transversais com uso da Equação 3. Estes autores sugeriram que, quando regressões fossem estimadas em corte-transversal, as estatísticas gerais das regressões deveriam ser acumuladas periodicamente (para o presente caso, anualmente) para que as hipóteses dos coeficientes estimados pudessem ser testadas. Assim, Fama e MacBeth (1973, p. 14) sugeriram a Equação 5 para calcular a estatística-t de cada coeficiente β e realizar o teste da hipótese nula de que $\beta = 0$, levando-se em consideração os níveis de significância adotados.

$$t(\bar{\hat{\beta}}_j) = \frac{\bar{\hat{\beta}}_j}{\sigma(\hat{\beta}_j)/\sqrt{n}} \quad (5)$$

Nessa equação $\bar{\hat{\beta}}_j$ é o valor médio dos coeficientes estimados ano a ano, $\sigma(\hat{\beta}_j)$ é o desvio-padrão dos coeficientes estimados ano a ano e \sqrt{n} é a raiz quadrada do número de cortes-transversais. Com o auxílio de tabelas estatísticas que contenham pontos percentuais da distribuição t é possível aferir a significância de cada um dos coeficientes estimados.

⁹ Para estimar ACCD foram utilizadas 181 empresas de capital aberto com informações contábeis disponíveis na B3 compreendendo os setores de Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Materiais Básicos e Utilidade Pública.

Posteriormente, utilizando os valores de ACCD estimados na Equação 3, foi verificado se as empresas adquirentes apresentaram relação positiva, e em qual magnitude, com o valor dessa *proxy*. Assim, o seguinte modelo (EQUAÇÃO 6)¹⁰ foi adaptado das pesquisas de Roychowdhury (2006), Cohen e Zarowin (2010), Zang (2012), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015) e Irani e Oesch (2016) e, em seguida, estimado em corte-transversal tomando-se como base o ano anterior à ocorrência da F&A.

$$ACCD_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 D_{F\&A} + \beta_2 TAM_{it-2} + \beta_3 MTB_{it-2} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Em que:

$ACCD_{it-1}$ = *accruals* discricionários estimados por meio da Equação 3 para a empresa *i* no ano $t-1$;

$D_{F\&A}$ = variável dicotômica (*dummy*) que assume valor 1 para empresas adquirentes, e valor 0 para não adquirentes (grupo controle);

TAM_{it-2} = tamanho da empresa *i* dado pelo logaritmo natural do ativo total no período $t-2$;

MtB_{it-2} = *market-to-book* da empresa *i* dado pelo valor de mercado da empresa dividido pelo patrimônio líquido, ambos em $t-2$;

ROA_{it-1} = razão entre lucro líquido e ativo total da empresa *i* no período $t-1$;

β = coeficientes estimados nos modelos;

ε_{it-1} = termos de erro das regressões;

t = ano da F&A.

A expectativa é que ao estimar esse modelo o coeficiente β_1 seja positivo e significativo, indicando que, se a empresa foi uma adquirente, $D_{F\&A} = 1$, essa característica explicaria o montante de *accruals* discricionários reconhecido no ano que precedeu à F&A. Ou seja, quanto maior o valor de β_1 , maior será o valor de ACCD.

¹⁰ Todas as variáveis métricas da Equação 3.6 são ajustadas pela mediana dos valores obtidos para cada empresa, considerando-se, para o cálculo da mediana, todas aquelas empresas listadas em seus respectivos setores. Esse ajuste é dado pela diferença entre $ACCD_i$ e $ACCD_{Mediana,Setor}$. Para Francis et al. (2005), ajustando ACCD de cada firma pela mediana de seu respectivo setor pode-se capturar o volume anormal de ACCD em cada empresa e verificar que, quanto mais alto esse volume, maior indicativo de gerenciamento e pior qualidade do lucro. Ainda, ao ajustar as variáveis pela mediana do setor pode-se mitigar (i) as diferenças que afetariam as medidas de desempenho das empresas, (ii) a correlação entre empresas do mesmo setor e (iii) os fatores econômicos não relacionados ao gerenciamento de resultados, que poderiam impactar os valores estimados de ACCD, conforme corroborado por Kothari, Leone e Wasley (2005), Zang (2012) e Higgins (2013).

Além de utilizá-la na Equação 6, a variável ACCD também foi empregada nas Equações 16 e 20 para examinar, respectivamente: (i) se o montante de ACCD reconhecido no ano que precedeu à F&A exerceu influência na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente; (ii) se o montante de ACCD e o montante de atividades reais anormais exerceram influência simultânea na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente; e (iii) se o montante de ACCD e o montante de atividades reais anormais, reconhecidos no ano que precedeu à F&A, exerceram influência na variação do valor econômico.

Por consequência, quanto maior o valor de ACCD reconhecidos em $t-1$, maior seria o indício de gerenciamento de resultados com a finalidade de aumentar lucros e, conseqüentemente, impactando as decisões que envolveram F&A.

3.4.4.2 Gerenciamento de resultados por atividades reais

Semelhante ao estudo do gerenciamento de resultados por *accruals*, foi investigado as particularidades do gerenciamento de resultados por atividades reais, buscando rastrear se empresas adquirentes reconheceram, de forma anormal, custos de produção, despesas de vendas, gerais e administrativas e fluxo de caixa operacional. Para tanto, o estudo se baseou nas pesquisas de Roychowdhury (2006), Cardoso e Martinez (2006), Gunny (2010), Reis, Lamounier e Bressan (2015), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015), Zhang (2015) e Costa (2017). Seguindo esses autores, as seguintes equações (EQUAÇÕES 7 a 9) expressam como foram calculadas as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais (exibidas pelos respectivos termos de erro das regressões).

$$\frac{FCO_{it-1}}{A_{it-2}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-2}} \right) + \beta_2 \left(\frac{Rec_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta Rec_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \varepsilon_{it-1} \quad (7)$$

$$\frac{PROD_{it-1}}{A_{it-2}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-2}} \right) + \beta_2 \left(\frac{Rec_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta Rec_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta Rec_{it-2}}{A_{it-2}} \right) + \varepsilon_{it-1} \quad (8)$$

$$\frac{DESP_{it-1}}{A_{it-2}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-2}} \right) + \beta_2 \left(\frac{Rec_{it-2}}{A_{it-2}} \right) + \varepsilon_{it-1} \quad (9)$$

Em que,

FCO_{it-1} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período $t-1$, dado pela diferença entre lucro líquido e *accruals* totais no mesmo período;

$PROD_{it-1}$ = custo normal de produção da empresa i no período $t-1$, dado por $CPV_{it-1} + \Delta Est_{it-1}$;

$DESP_{it-1}$ = despesas com vendas, gerais e administrativas da empresa i no período $t-1$;
 A_{it-2} = ativo total da empresa i no período $t-2$;
 Rec_{it-1} = receita líquida da empresa i no período $t-1$;
 ΔRec_{it-1} = Receita Líquida $_{it-1}$ – Receita Líquida $_{it-2}$;
 ΔRec_{it-2} = Receita Líquida $_{it-2}$ – Receita Líquida $_{it-3}$;
 CPV_{it-1} = custo dos produtos vendidos da empresa i no período $t-1$;
 ΔEst_{it-1} = Estoque $_{it-1}$ – Estoque $_{it-2}$;
 β = coeficientes estimados nos modelos;
 ε_{it-1} = termos de erro das regressões (*proxies* do gerenciamento de resultados por atividades reais, FCO_{AN} , $PROD_{AN}$ e $DESP_{AN}$)
 t = ano da F&A.

A Equação 7 explica o fluxo de caixa normal operacional como função linear das vendas do período corrente e sua variação em relação ao período anterior; em seguida, a Equação 8 define os custos normais de produção em função das vendas correntes, da variação das vendas correntes em relação ao período anterior e da variação das vendas do período anterior em relação ao período que o antecede; a próxima equação, Equação 9, evidencia as despesas de vendas, gerais e administrativas em função das vendas correntes. Essas equações foram estimadas com regressões por setores e em cortes-transversais/ano – de 2006 a 2016, assim como realizado para ACCD – inclusive utilizando-se o método de Fama e MacBeth (1973) para aferir a significância dos coeficientes estimados em corte-transversal.

Estimadas as *proxies* do gerenciamento de resultados por atividades reais, formaram-se as três medidas seguintes (EQUAÇÕES 10 a 12)¹¹ resultantes do agrupamento de FCO_{AN} , $PROD_{AN}$ e $DESP_{AN}$, quais sejam: $GRAR_1$, $GRAR_2$ e $GRAR_T$ (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN; ZAROWIN, 2010; GUNNY, 2010; ZHAO et al., 2012; ZANG, 2012; CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR., 2015; REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015; IRANI; OESCH, 2016).

$$GRAR_{1it-1} = [(-1) \times DESP_{ANit-1}] + PROD_{ANit-1} \quad (10)$$

¹¹ $DESP_{AN}$ e FCO_{AN} são multiplicadas por -1 , de tal forma que valores mais altos indicam maiores quantidades de atividades reais cortadas em despesas de vendas, gerais e administrativas e fluxo de caixa operacional para aumentar o lucro. $PROD_{AN}$ já indica que, quanto maior o valor do resíduo, maior a quantidade de superprodução de estoques com correspondente aumento nos lucros reportados, tendo em vista a redução do custo dos produtos vendidos.

$$GRAR_{2it-1} = [(-1) \times DESP_{ANit-1}] + [(-1) \times FCO_{ANit-1}] \quad (11)$$

$$GRAR_{Tit-1} = [(-1) \times DESP_{ANit-1}] + [(-1) \times FCO_{ANit-1}] + PROD_{ANit-1} \quad (12)$$

Em seguida, foi verificado se as empresas adquirentes apresentaram relação positiva, e em qual magnitude, com o valor dessas três medidas. Para tanto, os seguintes modelos (EQUAÇÕES 13 a 15)¹² foram adaptados e estimados a partir das pesquisas de Roychowdhury (2006), Cohen e Zarowin (2010), Gunny (2010), Zhao et al. (2012), Zang (2012), Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015), Reis, Lamounier e Bressan (2015) e Irani e Oesch (2016).

$$GRAR_{1it-1} = \beta_0 + \beta_1 D_{F\&A} + \beta_2 TAM_{it-2} + \beta_3 MTB_{it-2} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (13)$$

$$GRAR_{2it-1} = \beta_0 + \beta_1 D_{F\&A} + \beta_2 TAM_{it-2} + \beta_3 MTB_{it-2} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (14)$$

$$GRAR_{Tit-1} = \beta_0 + \beta_1 D_{F\&A} + \beta_2 TAM_{it-2} + \beta_3 MTB_{it-2} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (15)$$

Em que:

$D_{F\&A}$ = variável dicotômica (*dummy*) que assume valor 1 para empresas adquirentes, e valor 0 para não adquirentes (grupo controle);

TAM_{it-2} = tamanho da empresa i dado pelo logaritmo natural do ativo total no período $t-2$;

MtB_{it-2} = *market-to-book* da empresa i dado pelo valor de mercado da empresa dividido pelo patrimônio líquido, ambos em $t-2$;

ROA_{it-1} = razão entre lucro líquido e ativo total da empresa i no período $t-1$;

β = coeficientes estimados nos modelos;

ε_{it-1} = termos de erro das regressões;

t = ano da F&A.

Espera-se que ao estimar esses três modelos o coeficiente β_1 seja positivo e significativo em todas as regressões, indicando que, se a empresa for uma adquirente, $D_{F\&A,it} = 1$, essa característica explicaria o montante de atividades reais anormais reconhecido no ano que precedeu à F&A. Ou seja, quanto maior o valor desse coeficiente, maiores serão os valores de $GRAR_1$, $GRAR_2$ e $GRAR_T$. Igualmente às análises para o gerenciamento de

¹² Igualmente ao gerenciamento por *accruals*, as variáveis métricas das Equações 13 a 15 são ajustadas pela mediana de todas as empresas listadas no setor.

resultados por *accruals*, as Equações 13 a 15 foram estimadas em corte-transversal tomando-se como base o ano anterior à F&A.

Destaca-se, além de utilizá-las nas Equações 13 a 15, $GRAR_1$, $GRAR_2$ e $GRAR_T$ também foram utilizados nas Equações 16 e 20 para examinar, respectivamente: (i) se o montante de atividades reais anormais, reconhecido no ano que precedeu à F&A exerceu influência na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente; (ii) se o montante de atividades reais anormais e o montante de ACCD exerceram influência simultânea na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente; e (iii) se o montante de atividades reais anormais e o montante de ACCD, reconhecidos no ano que precedeu à F&A, exerceram influência na variação do valor econômico.

Por consequência, quanto maiores os valores de atividades reais anormais reconhecidos em $t-1$, maior seria o indício de gerenciamento de resultados com a finalidade de aumentar lucros e, conseqüentemente, impactando as decisões que envolveram F&A.

3.4.5 Inter-relações entre ACCD, GRAR e D_{EXC} e a probabilidade de influenciar F&A

Buscando investigar a probabilidade do gerenciamento de resultados e excesso de confiança terem influenciado a ocorrência das F&A, a pesquisa optou por oferecer uma análise com base em regressão logística para tentar aferir essa relação.

Apoiando-se em Gujarati (2006), Wooldridge (2008), Fávero et al. (2009) e Hair Jr. et al. (2009), o objetivo em estimar os parâmetros da regressão logística foi estabelecer a importância de cada uma das variáveis ACCD, $GRAR_1$, $GRAR_2$, $GRAR_T$ e excesso de confiança, em $t-1$, e como estas impactariam a razão de chances de uma empresa se tornar adquirente. Para tanto, o seguinte modelo *logit* foi proposto (EQUAÇÃO 16):

$$Y = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right)_i = \beta_0 + \sum_{j=1}^3 \beta_j GR_{it-1} + \beta_4 D_{EXC_{it-1}} + \sum_{j=5}^{10} \beta_j CONTROL_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (16)$$

Em que:

$Y = dummy$ que assume valor 1 para empresas adquirentes; valor 0 para não adquirentes;

$GR_{i,t-1}$ = representa o valor de cada *proxy* de gerenciamento de resultados, calculadas no ano $t-1$;

$D_{EXC_{i,t-1}} = dummy$ que assume valor 1 para presunção de excesso de confiança em $t-1$; valor 0 caso contrário;

$CONTROL_{i,t-1}$ = variáveis de controle calculadas em $t-1$.

β = coeficientes estimados no modelo;

ε_{it-1} = termo de erro da regressão em $t-1$;

t = ano da F&A.

Sendo as variáveis de controle (SCHRAND; ZECHMAN, 2012; AKHTAR, 2016):

TAM_{it-1} = tamanho da empresa i , dado pelo \ln do valor do ativo total em $t-1$;

ROA_{it-1} = ROA da empresa i em $t-1$;

FCF_{it-1} = fluxo de caixa livre da empresa i em $t-1$ dividido pelo ativo total do período anterior;

$ENDIV_{it-1}$ = exigível total da empresa i em $t-1$ dividido pelo ativo total do período anterior;

ΔREC_{it-1} = variação nas receitas líquidas de vendas da empresa i entre $t-2$ e $t-1$;

$\Delta ACCD_{it-1}$ = variação no valor dos *accruals* discricionários da empresa i entre $t-2$ e $t-1$;

$\Delta GRAR_{it-1}$ = variação no valor de atividades reais anormais da empresa i entre $t-2$ e $t-1$.

Espera-se que, ao estimar o modelo contido na Equação 16, os coeficientes β estimados para GR_{it-1} e $D_{EXC_{it-1}}$ sejam significativos, indicando que, se $Y = 1$, as variáveis $ACCD_{it-1}$, $GRAR_{1,it-1}$, $GRAR_{2,it-1}$, $GRAR_{T,it-1}$ e $D_{EXC,i,t-1}$ são capazes de explicar a probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.

3.4.6 Medida para apontar empresas suspeitas de excesso de confiança

Utilizando o valor econômico (VE) foi possível aferir se as empresas apresentaram tendência de excesso de confiança nas transações que envolveram F&A. As pesquisas de Rau e Vermaelen (1998), Ma, Whidbee e Zhang (2001) e Nguyen, Yung e Sun (2012) evidenciaram que a expectativa é de que empresas com baixa razão entre o valor de mercado (VM) e VE – $\downarrow VM/VE$ e alta razão entre VE e o valor patrimonial (PL) – $\uparrow VE/PL$, no ano anterior à F&A, experimentam ΔVE negativa pós F&A. Para esses autores, resultados como estes são consistentes com um tipo característico de excesso de confiança dos gestores, o *managerial hubris* proposto por Roll (1986).

Ao decorrer das análise de resultados, para caracterizar as empresas com excesso de confiança, optou-se por inserir uma variável *dummy*, D_{EXC} , assumindo o valor 1 para empresas que apresentaram baixo valor para a razão VM/VE e alto valor para a razão VE/PL ,

e valor 0 para casos contrários. Empresas com baixa razão VM/VE e alta VE/PL foram caracterizadas como aquelas que evidenciaram, simultaneamente, VM/VE abaixo e VE/PL acima do valor da mediana do setor em t_{-1} , conforme Ma, Whidbee e Zhang (2011). Soma-se que, em t_{-1} , empresas com VM/VE abaixo do valor da mediana do setor podem ser aquelas em que os investidores marginais são relativamente menos otimistas do que a própria empresa quanto aos ganhos futuros. No mesmo período, empresas com VE/PL acima da mediana do setor seriam aquelas em que os gestores estariam mais confiantes quanto aos ganhos futuros, mesmo não corroborando com as expectativas dos investidores marginais, o que os levaria com maior confiança às transações de F&A.

3.4.7 Avaliação do desempenho econômico pós F&A

Para fins de avaliar o desempenho econômico das adquirentes, optou-se por analisar o comportamento de VE, dado pelo valor econômico da companhia de acordo com o critério do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Essa medida foi escolhida por considerar o que o mercado de capitais brasileiro emprega como forma mais usual para capturar o valor econômico de companhias. Galdi, Teixeira e Lopes (2008) acrescentam que a metodologia do FCD tem como base o conceito de que o dinheiro tem valor diferente no tempo. Para estes autores, essa metodologia pressupõe que o valor de um ativo é o somatório dos valores presentes dos seus fluxos de caixa futuros. A utilização do FCD considerou o valor presente dos Fluxos de Caixa Livre realizados e disponíveis para a empresa ao longo de dois anos subsequentes à F&A.

Em geral, o mercado de capitais brasileiro utiliza o FCD em laudos de avaliação¹³ para calcular o valor econômico das empresas e definição do preço de transações que envolvam compras de companhias, fusão, cisão, incorporação de ações, ofertas públicas de aquisição de ações, entre outras, amparadas pela Instrução CVM nº 361/2002, Instrução CVM nº 565/2015 e Lei nº 6.404/1976.

Fundamentando-se no exposto, o valor econômico das empresas, VE_i , foi dado pelo FCD e representado pela Equação 17 (DAMODARAN, 2007; ASSAF NETO, 2009; REILLY; NORTON, 2008; EHRHARDT; BRIGHAM, 2012):

¹³ De acordo com a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, o valor econômico por ação da companhia é apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador. O laudo de avaliação é um documento que indica o valor econômico das companhias segundo alguns critérios, dentre eles, o fluxo de caixa descontado (CVM, 2002).

$$FCD_i = \frac{FCF_{it+1}}{(1 + CMPC_i)} + \frac{FCF_{it+2}}{(1 + CMPC_i)^2} + \frac{VR_{i,t2}}{(1 + CMPC_i)^2} \quad (17)$$

Em que:

FCD_i = valor econômico da empresa i dado pelo fluxo de caixa descontado em t ;

FCF_i = fluxo de caixa livre operacional da empresa i no período t ;

$VR_{i,t2}$ = admitindo a perpetuidade, representa o valor residual do fluxo de caixa livre operacional da empresa i no segundo ano de análise;

$CMPC$ = taxa¹⁴ de desconto baseada no Custo Médio Ponderado de Capital da empresa i ;

t = o ano em que ocorreu a F&A.

FCF é dado por (HIGGINS, 2014):

$$FCF_i = (EBIT_i - IR\&CS_i + DEP\&AMORT_i - CAPEX_i +/\Delta CG_i) \quad (18)$$

Sendo:

$EBIT_i$ = resultado antes do resultado financeiro e dos tributos da empresa i ;

$IR\&CS_i$ = imposto de renda e contribuição social sobre o lucro da empresa i ;

$DEP\&AMORT_i$ = depreciação e amortização da empresa i ;

$CAPEX_i$ = despesas de capital (ou investimentos) em bens de capital da empresa i ;

ΔCG_i = variação no capital de giro da empresa i em relação ao ano anterior

Utilizando FCD é possível verificar a magnitude de seus valores médios após as F&A. Ou seja, aferir se FCD após a F&A sofreu variação positiva, negativa ou nula, informando, respectivamente, se a F&A criou, destruiu ou manteve nulo o valor da empresa adquirente no longo prazo. Ma, Whidbee e Zhang (2011) ainda acrescentam um procedimento que considera os setores para filtrar comportamentos gerais de mercado que podem impactar na variação do valor econômico. Foi apurado o valor econômico ajustado (FCD_{aj}) ao respectivo setor em que a empresa i estava inserida, subtraindo o valor de FCD_i pelo valor de sua mediana no setor, ou seja (EQUAÇÃO 19):

$$FCD_{aj_i} = [FCD_i - Mediana_{FCD_{setor}}] \quad (19)$$

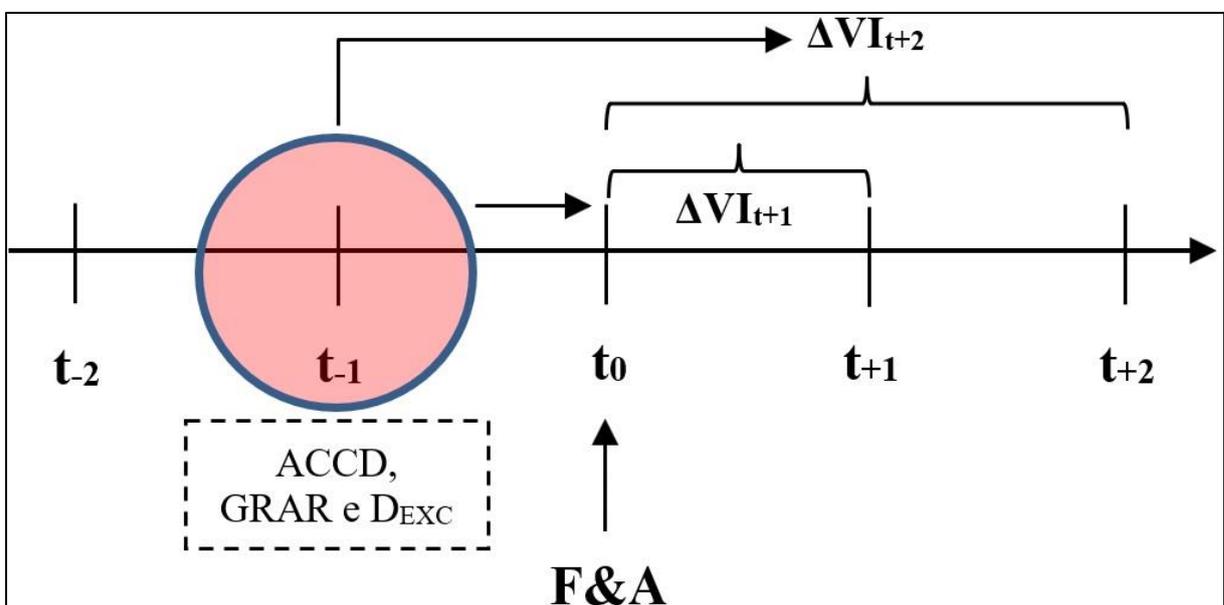
¹⁴ O CMPC foi calculado com base nos custos do capital próprio e de terceiros, retorno do ativo livre de risco (SELIC), risco sistemático (β), prêmio pelo risco de mercado e índice que mede o risco Brasil. Para cálculo do risco sistemático utilizou-se a abordagem baseada em empresas equivalentes (Instrução CVM nº 361/2002, Instrução CVM nº 565/2015 e Lei nº 6.404/1976), sendo o risco sistemático dado pela média do setor que cada empresa estava inserida.

Em seguida, para aferir se a F&A criou, destruiu ou manteve nulo o valor econômico da empresa, Ma, Whidbee e Zhang (2011) calcula a variação de $FCD_{aj,i}$ ($\Delta FCD_{aj,i}$) desde o ano em que a F&A foi concretizada (t_0) até o último ano de análise que o pesquisador esteja interessado. Sendo assim, tomando como base essas explicações, o valor de $\Delta FCD_{aj,i}$ foi considerado como variável dependente para analisar o desempenho futuro de empresas adquirentes pós F&A.

3.4.8 Efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho

A utilização da análise econométrica visou esboçar a dependência da variável $\Delta FCD_{aj,i}$ em função das variáveis $ACCD$, $GRAR_1$, $GRAR_2$, $GRAR_T$ e D_{EXC} , para explicar o efeito no desempenho econômico. O processo de estimação dos parâmetros utilizou a metodologia de corte transversal (HRIBAR; COLLINS, 2002; BOTSARI; MEEKS, 2008; BAIK et al. 2015; ZHU et al. 2015; LEHMANN, 2016), considerando que os dados compreenderam o ano anterior à F&A (variáveis explicativas) e até dois anos pós F&A (variável dependente) (FIGURA 4).

Figura 4 – Efeito do GR e do excesso de confiança no desempenho econômico.



Fonte: Do autor (2017)

A sustentação das investigações se deu pelos estudos de Jensen (1986), Roll (1986), Bradley, Desai e Kim (1988), Kogut (1988), Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000), Weston, Siu e Johnson (2001), Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), Lavie

(2006), Ma, Whidbee e Zhang (2011) e Nguyen, Yung e Sun (2012), em que ambos pesquisaram a criação ou destruição de valor envolvendo transações de F&A.

Diante disso, reunindo informações obtidas nos estudos acima mencionados e, também, em estudos que pesquisaram as peculiaridades relacionadas ao gerenciamento de resultados (JONES, 1991; CHRISTIE; ZIMMERMAN, 1994; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; ERICKSON; WANG, 1999; HRIBAR; COLLINS, 2002; LOUIS, 2004; BOTSARI; MEEKS, 2008; GONG; LOUIS; SUN, 2008; BALL; SHIVAKUMAR, 2008; MARTINEZ, 2008; BAIK et al. 2015; ZHU et al. 2015; LEHMANN, 2016) e excesso de confiança (MALMENDIER; TATE, 2005; BEN-DAVID; GRAHAM; HARVEY, 2007; SCHRAND; ZECHMAN, 2012; AHMED; DUELLMAN, 2012), optou-se pelo seguinte modelo econométrico para estimação dos parâmetros e análise do efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho de longo prazo das adquirentes em F&A no Brasil (EQUAÇÃO 20):

$$\Delta FCD_{i,pós} = \beta_0 + \sum_{j=1}^3 \beta_j GR_{it-1} \times D_{F\&A} + \beta_4 D_{EXC_{it-1}} \times D_{F\&A} + \sum_{j=5}^{12} \beta_j CONTROL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (20)$$

Em que:

$\Delta FCD_{i,pós}$ = variação no valor econômico da empresa i pós F&A;

$GR_{i,t-1}$ = representa o valor de cada *proxy* de gerenciamento de resultados, calculadas no ano $t-1$;

$D_{EXC_{i,t-1}}$ = *dummy* que assume valor 1 para presunção de excesso de confiança em $t-1$; valor 0 caso contrário;

$D_{F\&A}$ = *dummy* que assume valor 1 para empresas adquirentes; valor 0 para não adquirentes;

$CONTROL_{i,t-1}$ = variáveis de controle calculadas em $t-1$.

β = coeficientes estimados no modelo;

ε_{it-1} = termo de erro da regressão em $t-1$;

t = ano da F&A.

Sendo as variáveis de controle:

$ACCD_{it-1}$, $GRAR_{1,it-1}$, $GRAR_{2,it-1}$ e $GRAR_{T,it-1}$ = *proxies* de gerenciamento de resultados para a empresa i em $t-1$;

$D_{EXC_{i,t-1}}$ = assume valor 1 para empresas suspeitas de excesso de confiança; valor 0 para empresas não suspeitas;

TAM_{it-1} = tamanho da empresa i , dado pelo \ln do valor do ativo total em $t-1$;

ROA_{it-1} = ROA da empresa i em $t-1$;

FCF_{it-1} = fluxo de caixa livre da empresa i em $t-1$ dividido pelo ativo total do período anterior;

$CAPEX_{it-1}$ = CAPEX da empresa i em $t-1$ dividido pelo ativo total do período anterior;

$ENDIV_{it-1}$ = exigível total da empresa i em $t-1$ dividido pelo ativo total do período anterior;

ΔREC_{it-1} = variação nas receitas líquidas de vendas da empresa i entre $t-2$ e $t-1$.

Espera-se que, ao estimar o modelo contido na Equação 20, os coeficientes β estimados para $GR_{it-1} \times D_{F\&A}$ e $D_{EXC_{it-1}} \times D_{F\&A}$ sejam significativos, indicando que, se a empresa for uma adquirente, $D_{F\&A} = 1$, as variáveis $ACCD_{it-1}$, $GRAR_{1,it-1}$, $GRAR_{2,it-1}$, $GRAR_{T,it-1}$ e $D_{EXC,i,t-1}$ são capazes de explicar as variações no valor econômico da empresa i pós F&A.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 F&A e gerenciamento de resultados por *accruals*

Uma empresa adquirente pode aumentar o lucro contábil acelerando o recebimento de receitas, adiando despesas ou manipulando procedimentos contábeis. Este último pode ser particularmente atraente para uma empresa adquirente uma vez que, geralmente, tenderá a ser alcançado na ausência de eventos econômicos inesperados e, portanto, pode ser menos dispendioso de implementar (ERICKSON; WANG, 1999). Dentro dessa perspectiva, a Tabela 2 expõe os resultados obtidos com as regressões utilizando-se o modelo proposto por Jones (1991), adaptado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005).

Tabela 2 – Estimativas com o modelo de gerenciamento por *accruals*.

Variáveis Independentes	Variável Dependente = $ACCT_i/A_{i,t-1}$	
	S.E.	Coefficientes (estat. t)
Intercepto	+ / -	- 0,003 (- 0,220)
$1/A_{i,t-1}$	+ / -	1422,11* (1,857)
$(\Delta REC_i - \Delta CR_i)/A_{i,t-1}$	+ / -	0,033 (0,877)
$IMOB_i/A_{i,t-1}$	-	- 0,060*** (- 2,863)
ROA_i	+	0,253*** (6,305)
R ² ajustado		0,258
# obs.		52

Nota: Esta Tabela expõe os parâmetros estimados no modelo proposto por Jones (1991), adaptado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005):

$$\frac{ACCT_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CR_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{IMOB_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

S.E. é o sinal esperado para os coeficientes. $ACCT_{it}$ são os valores dos *accruals* totais da empresa i ; ΔREC_{it} é a variação no valor das receitas da empresa i de um ano para o outro; ΔCR_{it} é a variação no valor dos créditos a receber da empresa i de um ano para o outro; $IMOB_i$ é o valor dos ativos imobilizados da empresa i ; ROA_{it} é o valor do *return on asset*, retorno sobre lucro (LL/AT) da empresa i ; $A_{i,t-1}$ é o valor total dos ativos da empresa i no ano anterior. As regressões foram estimadas para os setores (com dados disponíveis) de Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Materiais Básicos e Utilidade Pública em todos os anos (2006 a 2016, totalizando 52 cortes-transversais). A Tabela informa a média dos coeficientes estimados e suas respectivas estatísticas-t considerando cortes-transversais por setor/ano. As estatísticas-t foram calculadas com base na metodologia proposta por Fama e MacBeth (1973). Obteve-se 52 cortes-transversais considerando os setores/ano e o R² ajustado é dado transversalmente pela média dos R² ajustados obtidos nos cortes-transversais. Todas as regressões foram estimadas considerando erros-padrão robustos à heterocedasticidade e normalidade. Os níveis de significância são dados por *** (1%), ** (5%) e * (10%).

Fonte: Do autor (2019).

A Tabela 2 apresenta os coeficientes e suas correspondentes estatísticas-t, juntamente com a média do R^2 ajustado. Os resultados apresentados evidenciam que, em termos marginais, as variáveis do modelo explicam aproximadamente 25,8% das variações no comportamento dos *accruals* totais entre 2006 e 2016. Erickson e Wang (1999) e Roychowdhury (2006) também encontraram resultados aproximados com R^2 ajustado entre 28% e 29%.

Nota-se que a diferença entre ΔREC e ΔCR , respectivamente, variação nas receitas e variação nos créditos a receber, apresentou efeito positivo e não significativo sobre os *accruals* totais. Apesar desse resultado, optou-se por manter essa variável, haja vista a intenção em utilizar o modelo já desenvolvido por Jones (1991) e adaptado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005), não excluindo qualquer variável, mesmo que não apresentasse significância estatística.

As variáveis IMOB e ROA foram estatisticamente significativas ao nível de 1%. Enquanto Imob afetou negativamente os *accruals* totais, ROA afetou positivamente. O sinal apresentado para o coeficiente da variável IMOB está de acordo com o esperado, já que essa variável é positivamente correlacionada com as despesas de depreciação, amortização e exaustão, sendo este o principal direcionador destas despesas – tais despesas representam uma parte dos *accruals* totais que diminuem o lucro, portanto esperava-se que o sinal desse coeficiente fosse negativo. Quanto ao ROA, o sinal positivo indica que, para dado aumento nessa variável, tem-se um aumento no valor dos *accruals* totais do período. O que também era esperado, pois, aumentando-se o ROA, tem-se o aumento proporcional no lucro líquido e fluxo de caixa operacional do período, impactando positivamente os *accruals* totais.

Após estimados os coeficientes e identificado os valores de ACCD para cada adquirente e não adquirente, comparou-se estes entre os grupos. Essa comparação apurou se existiria diferenças significativas entre as médias e medianas de ACCD das adquirentes e não adquirentes. As estatísticas descritivas relacionadas aos valores de ACCT e ACCD estão na Tabela 3. Para entendimento do comportamento dessas duas variáveis nos dois anos que antecederam a transação de F&A, os resultados do período $t-2$ também foram apresentados.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas para ACCT e ACCD em t_{-1} e t_{-2} .

PAINEL A: resultados referentes ao período t_{-1}										
Variáveis	Empresas Adquirentes: N = 31					Empresas do Grupo Controle: N = 31				
	μ	1Q	Med	3Q	DP	μ	1Q	Med	3Q	DP
ACCT	0,053	-0,047	0,010	0,099	0,140	-0,019	-0,084	-0,029	0,003	0,079
ACCD	0,032	-0,031	0,025	0,070	0,121	-0,036	-0,094	-0,031	0,012	0,087
ACCD _{aj}	0,045	-0,020	0,022	0,081	0,114	-0,024	-0,077	-0,024	0,002	0,071
PAINEL B: resultados referentes ao período t_{-2}										
Variáveis	Empresas Adquirentes: N = 31					Empresas do Grupo Controle: N = 31				
	μ	1Q	Med	3Q	DP	μ	1Q	Med	3Q	DP
ACCT	0,014	-0,052	-0,013	0,080	0,120	-0,010	-0,079	-0,062	0,004	0,141
ACCD	-0,020	-0,069	-0,032	0,037	0,135	-0,029	-0,090	-0,048	0,009	0,112
ACCD _{aj}	0,001	-0,060	-0,013	0,037	0,132	-0,008	-0,051	-0,028	0,013	0,105

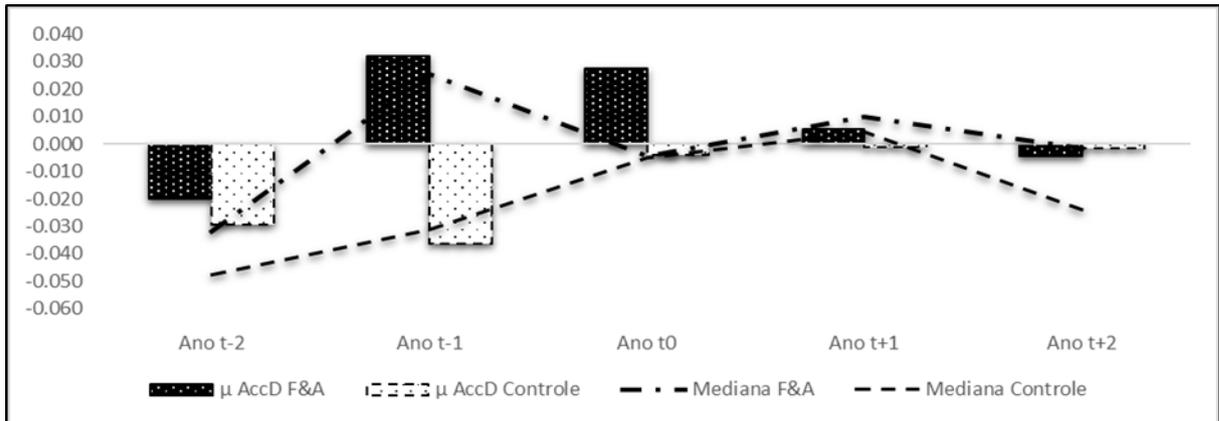
Nota: μ : média; 1Q é o primeiro quartil; Med é a mediana; 3Q é o terceiro quartil; DP é o desvio-padrão amostral; ACCT, ACCD e ACCD_{aj} representam, respectivamente, os *accruals* totais, *accruals* discricionários e *accruals* discricionários ajustados ao setor da empresa *i*.

Fonte: Do autor (2019).

Verifica-se que os valores médios de ACCT foram positivos em t_{-1} (0,053) e t_{-2} (0,014) para as adquirentes, enquanto no grupo controle foram negativos ($t_{-1} = -0,019$ e $t_{-2} = -0,010$). Observa-se, para as adquirentes, medianas e quartis de ACCT tanto em t_{-1} , quanto em t_{-2} , apresentando certa discrepância em relação às empresas do grupo controle e, em ambos os períodos, evidenciando valores em maior magnitude.

Quando analisado os valores médios de ACCD e ACCD_{aj}, as adquirentes mostraram-se mais intensas no reconhecimento desses valores em t_{-1} . A amplitude entre os valores médios foi de 0,068 para ACCD e 0,069 para ACCD_{aj}. Além disso, ao não ser afetada por valores extremos, as medianas positivas em t_{-1} (0,025 para ACCD e 0,022 para ACCD_{aj}) também contribuíram para evidenciar a superioridade dos *accruals* discricionários reconhecidos por empresas adquirentes. ACCD, quando ajustado aos respectivos setores, apresentaram valores médios positivos em t_{-1} (0,045) e t_{-2} (0,001). Assim, comparativamente ao grupo controle, as adquirentes reconheceram maiores níveis de *accruals* discricionários em relação aos seus setores. O contrário ocorreu com as empresas do grupo controle.

Para as medianas, ACCD e ACCD_{aj} apresentaram, respectivamente, diferenças de 0,056 e 0,046 entre os dois grupos. Outro ponto de destaque deve ser dado à dispersão de valores em torno da média, que foi maior para as adquirentes, seja em t_{-1} ou t_{-2} . No período t_{-2} as médias, medianas e quartis relacionados às variáveis ACCD e ACCD_{aj} não apresentaram grande magnitude de diferenças entre os grupos, apesar de o grupo de adquirentes mostrar-se ainda superior ao grupo controle. Graficamente, tem-se o comportamento das médias e medianas de ACCD ao longo de t_{-2} a t_{+2} (GRÁFICO 1).

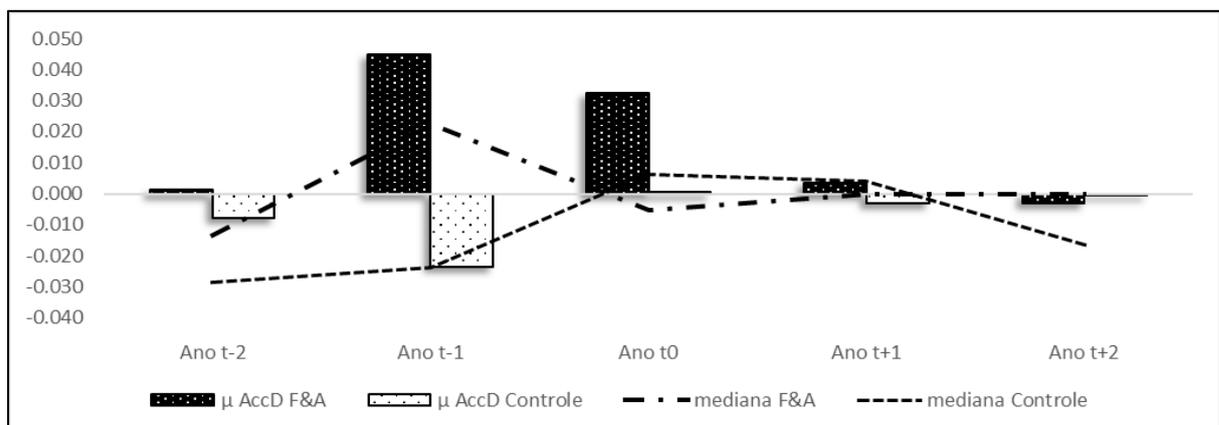
Gráfico 1 – Médias e medianas de ACCD ao longo de t_{-2} a t_{+2} .

Nota: “ μ ACCD” – valor médio dos *accruals* discricionários. O número de observações compreendeu o total de 62 empresas.

Fonte: Do autor (2019).

Nota-se (GRÁFICO 1) que as médias e medianas foram menores e mais persistentes próximas ao valor zero após a F&A, seja para empresas adquirentes ou não adquirentes. Além disso, deve-se destacar que o volume médio de ACCD positivos reconhecidos por adquirentes foi superior às não adquirentes no ano que antecedeu à F&A e, também, no ano da transação. Portanto, ocorreu reversão de comportamento no reconhecimento dos ACCD pós F&A. Ou seja, indicativo de gerenciamento de resultados por *accruals* anterior às transações.

Ressaltando a importância em utilizar os ACCD ajustados às medianas dos setores, o Gráfico 2 expõe o comportamento de $ACCDA_{aj}$ ao longo de t_{-2} a t_{+2} .

Gráfico 2 – $ACCDA_{aj}$ ao longo de t_{-2} a t_{+2} .

Nota: “ μ $ACCDA_{aj}$ ” – valor médio dos *accruals* discricionários ajustados ao setor. O número de observações compreendeu o total de 62 empresas.

Fonte: Do autor (2019).

No Gráfico 2 $ACCD_{aj}$ apresenta-se com comportamento similar quando não ajustado às medianas dos setores. No entanto, é compreensível afirmar que o volume de $ACCD_{aj}$ foi mais expressivo para as adquirentes em t_{-1} . Esse resultado pode estar evidenciando ajustes nas políticas contábeis de reconhecimento de $ACCD_{aj}$, para reter maior volume de forma discricionária no período anterior à F&A. Ou seja, quanto mais elevado esse volume, maior indicativo de gerenciamento de resultados por *accruals* para aumento do lucro.

Martinez (2001) afirma que, apenas nos casos em que os *accruals* discricionários sejam nulos não se constatará o gerenciamento de resultados contábeis. Para *accruals* discricionários positivos haverá indícios de gerenciamento de resultados visando aumentar os lucros. Caso contrário, quando negativos, haverá indícios de gerenciamento de resultados com a finalidade de diminuir lucros. Aliás, o período t_{-1} foi aquele em que pelo menos 19 adquirentes apresentaram $ACCD_{aj}$, enquanto 9 não adquirentes tiveram a mesma característica. Nesse mesmo período, das 31 empresas adquirentes, 21 expressaram valor mais elevado de $ACCD_{aj}$ em comparação à sua empresa espelho no grupo controle.

Higgins (2013) complementa que, se for positivo o sinal da diferença entre a média dos $ACCD_{aj}$ das adquirentes e a média dos $ACCD_{aj}$ de suas respectivas correspondentes no grupo controle, há indicativo de que empresas adquirentes gerenciaram resultados para aumento de lucro. Em média, o valor dessa diferença foi 0,068. Irani e Oesch (2013, p. 403) “interpretam que valores elevados de *accruals* discricionários indicaria diferenças relativamente altas entre o fluxo de caixa e o lucro da companhia”. Assim, valores elevados para os $ACCD_{aj}$ tornaria difícil para os investidores saberem o verdadeiro desempenho econômico de uma companhia, indicando uma menor qualidade na divulgação das demonstrações contábeis. Igualmente a Erickson e Wang (1999), os resultados são consistentes para a tendência de as adquirentes terem apresentado maior volume de $ACCD_{aj}$ em t_{-1} mediante manipulação de *accruals*.

No que tange às diferenças entre médias e medianas dos $ACCD_{aj}$ para os dois grupos, estas foram aferidas por meio dos testes Mann-Whitney e Wilcoxon. Os resultados destes testes evidenciaram p-valor 0,005 para média e 0,009 para mediana, levando à aceitação da hipótese H_{0A} . Isto é, as médias e medianas da *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* são diferentes entre empresas adquirentes e não adquirentes no ano anterior às fusões e aquisições. Já em t_{-2} , t_0 , t_{+1} e t_{+2} , a hipótese de médias e medianas dos $ACCD_{aj}$ diferentes entre os grupos foi rejeitada.

Cabe inserir que, entre os dois grupos, restou observada certa similaridade nos valores médios dos *accruals* **não** discricionários ajustados às medianas dos setores ($ACCND_{aj}$) em t_{-1} ,

haja vista a diferença próxima de zero (0,004)¹⁵. Esperava-se essa similaridade, dado que estes *accruals* não deveriam sofrer grandes oscilações entre os grupos, pois no modelo Jones-modificado as “anormalidades” são capturadas pela utilização discricionária de *accruals*, ou seja, pelo termo de erro do modelo (diferença entre *accruals* totais e *accruals* discricionários).

Em seguida, optou-se por fazer inferências com base na análise de regressão objetivando esboçar se existiria relação de dependência estatisticamente significativa dos $ACCD_{aj}$ em função da empresa ser adquirente. A finalidade foi verificar se, no ano anterior à F&A, o fato de a empresa ser adquirente contribuiu positivamente para elevar os $ACCD_{aj}$ e, conseqüentemente, os resultados reportados nesse mesmo ano ($t-1$). Utilizando-se a Equação 6 – inserida na metodologia, analisou-se a significância estatística do coeficiente relativo à variável $D_{F\&A}$ com o objetivo de saber se esta explicaria $ACCD_{aj}$ em $t-1$. (TABELA 4).

Tabela 4 – Regressões em $t-1$ para $ACCD_{aj}$ em função de $D_{F\&A}$.

Variáveis Independentes	Variável Dependente = $ACCD_{aj,t-1}$	
	S.E.	Coefficientes (estat. t)
Intercepto		-0,013
<u>Variável Interesse</u>		
$D_{F\&A}$	+	0,063 ***
<u>Variáveis de Controle</u>		
TAM_{it-2}	+ / -	-0,008
MtB_{it-2}	+ / -	-0,003
ROA_{it-1}	+ / -	-0,278 *
# Obs.		62
Estatística F		3,66
p_{valor} F		0,010 ***
R^2 ajustado		0,135
p_{valor} S.K.		0,516
p_{valor} H.W.		0,536
p_{valor} RESET		0,630
AIC		-145,56
VIF		1,05

Nota: A Tabela expõe os parâmetros estimados na seguinte equação de regressão:

$$ACCD_{aj,it-1} = \beta_0 + \beta_1 D_{F\&A} + \beta_2 TAM_{it-2} + \beta_3 MtB_{it-2} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it-1}$$

$ACCD_{aj,t-1}$ são os *accruals* discricionários da empresa i ajustados em $t-1$; $D_{F\&A}$ assume valor 1 para empresas adquirentes, e valor 0 para empresas não adquirentes; TAM_{it-2} é dado pelo \ln do Ativo Total da empresa i em $t-2$; MtB_{it-2} é dado pela razão *market-to-book* da empresa i em $t-2$; ROA_{it-1} é dado pelo lucro líquido da empresa i em $t-1$, dividido pelo ativo total do início do período; S.E. é o sinal esperado da variável de interesse. Todas as variáveis de controle estão ajustadas pela mediana dos valores obtidos para cada empresa listada em seus respectivos setores. S.K. é o teste Skewness/Kurtosis para a hipótese nula de normalidade dos resíduos; H.W. é o teste de White para a hipótese nula de homocedasticidade. P_{valor} RESET é o teste de Ramsey RESET para a hipótese nula de variáveis omitidas. AIC é o critério de informação de Akaike. VIF é fator de inflação da variância. Os níveis de significância são dados por *** (1%), ** (5%) e * (10%).

Fonte: Do autor (2019).

¹⁵ Para as empresas adquirentes $ACCND_{aj,F\&A} \rightarrow 0,021$; para as empresas do grupo controle $ACCND_{aj,GC} \rightarrow 0,017$. Logo, $ACCND_{aj,F\&A} - ACCND_{aj,GC} = 0,004$.

Utilizando a $D_{F\&A}$ para separar empresas adquirentes e não adquirentes, a regressão foi capaz de medir a magnitude da presença do efeito categórico F&A no valor de $ACCD_{aj}$ entre os grupos. Para esse caso, a Tabela 4 mostra o coeficiente (β_1) da variável de interesse com sinal positivo e significativo a 1%. Assim, ao comparar as que têm os mesmos padrões de tamanho, razão *market-to-book* e ROA, as adquirentes reconheceram em $t-1$, em média, 6,3% (em relação ao ativo total do início do período) a mais de $ACCD_{aj}$ que as empresas não adquirentes. O fato de ter sido uma adquirente indica que houve relação diretamente proporcional com o volume de $ACCD_{aj}$ em $t-1$.

É adequado salientar que, tendo em vista a regressão ter sido controlada pelas variáveis TAM_{it-2} , MtB_{it-2} e ROA_{it-1} , o diferencial de 6,3% em $ACCD_{aj}$ não pode ser explicado por diferentes padrões médios de tamanho, razão *market-to-book* e ROA entre adquirentes e não adquirentes. Portanto, a diferença de 6,3% entre adquirentes e não adquirentes é devido à F&A ou a fatores pertinentes à F&A que não foram controlados no modelo.

Frente à proximidade da F&A, os gestores têm incentivos para elevar os lucros das adquirentes, utilizando o gerenciamento de resultados por *accruals* para satisfazer as expectativas de resultados contábeis mais saudáveis e alicerçar a concretização da transação. Por exemplo, antecipando o reconhecimento de reversões de perdas por desvalorização de ativos; reduzindo os valores que serão reconhecidos como créditos de liquidação duvidosa; influenciando as taxas de desconto para cálculo de ajustes a valor presente, entre outros. Erickson e Wang (1999) encontraram evidências que empresas adquirentes aumentam os lucros reportados em períodos que antecedem F&A utilizando o gerenciamento de resultados baseado em *accruals*.

No tocante às estatísticas gerais da regressão, observa-se que os resultados foram coerentes para que $D_{F\&A}$ explicasse a proporção das variações de $ACCD_{aj}$ entre os grupos. Uma vez calculado o R^2 ajustado, em termos marginais, as variáveis em conjunto no modelo explicaram, aproximadamente, 13,5% das variações no comportamento de $ACCD_{aj}$. Mesmo que esse valor seja considerado baixo, a estatística F, com p-valor estatisticamente significativo a 1%, mostra que as variáveis em conjunto têm efeito sobre o valor de $ACCD_{aj}$ em $t-1$. Integra-se a estes resultados os valores dos testes White, Ramsey RESET e Skewness/Kurtosis confirmando, aos níveis de significância propostos, respectivamente, as hipóteses de i) homocedasticidade (variância do termo de erro é igual para todas as observações) ii) correta especificação dos modelos e iii) resíduos normalmente distribuídos. As estatísticas de AIC e VIF também somam relevância aos achados.

Em referência às variáveis de controle, somente a variável ROA_{it-1} foi estatisticamente significativa para explicar os valores de $ACCD_{aj}$ em $t-1$. Portanto, dado que o coeficiente da variável ROA_{it-1} é significativo e negativo, pode-se afirmar que, para as companhias estudadas, quanto maior a rentabilidade, menor seria os níveis de $ACCD_{aj}$ em $t-1$. As variáveis TAM_{it-2} e MtB_{it-2} não foram estatisticamente significativas para explicarem $ACCD_{aj}$ em $t-1$.

Assim, em face de todos os resultados apresentados, pode-se afirmar que a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* é, em média, mais elevada para empresas adquirentes no ano que antecedeu às fusões e aquisições, aceitando-se a hipótese H_{0c} . Devido à F&A, em média, as adquirentes elevaram os níveis de *accruals* discricionários em $t-1$.

O tópico seguinte abordou o gerenciamento de resultados sob a perspectiva das atividades reais. Autores como Roychowdhury (2006), Cohen e Zarowin (2010), Reis, Lamounier e Bressan (2015), Campa e Hajbaba (2016), entre outros, demonstraram que as empresas também são capazes de utilizar esse tipo de gerenciamento para inflar lucros.

4.2 F&A e gerenciamento de resultados por atividades reais

Segundo Zang (2012), estudos antecedentes têm evidenciado que as empresas gerenciam resultados, tanto por atividades reais, quanto por *accruals*. Para este autor, o “gerenciamento por atividades reais é uma ação intencional para alterar os resultados reportados em uma determinada direção, o que é conseguido alterando o tempo ou a estruturação de uma operação, investimento ou transação de financiamento” (ZANG, 2012, p. 676). A ideia por trás do gerenciamento de resultados por atividades reais (GRAR) é que as empresas, no propósito de elevar os lucros, por exemplo, reduzam os gastos com pesquisa e desenvolvimento, propaganda e manutenção para atingir determinado lucro alvo, em conformidade com Graham, Harvey e Rajgopal (2005).

Nesse sentido, regressões foram estimadas para capturar os níveis anormais de atividades operacionais relacionadas às despesas de vendas, gerais e administrativas ($DESP_{AN}$), custos de produção ($PROD_{AN}$) e fluxo de caixa operacional (FCO_{AN}) (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN; ZAROWIN, 2010; ZANG, 2012; CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR., 2015; REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015; CAMPA; HAJBABA, 2016) das empresas pertencentes ao grupo de adquirentes e não adquirentes.

A Tabela 5 expõe os resultados médios obtidos para cada um dos coeficientes a partir das regressões estimadas considerando custos de produção (PROD), despesas de vendas, gerais e administrativas (DESP) e fluxo de caixa operacional (FCO). Foram utilizados

procedimentos idênticos àqueles relacionados ao gerenciamento por *accruals*. Ou seja, são apresentados os resultados médios dos coeficientes e suas correspondentes estatísticas-t, juntamente com a média do R² ajustado obtido a partir das estimações dos cortes-transversais.

Tabela 5 – Estimativas com os modelos de GRAR.

Variáveis Independentes	Variáveis Dependentes					
	PROD _{it-1} /A _{it-2}		DESP _{it-1} /A _{it-2}		FCO _{it-1} /A _{it-2}	
	S.E.	(1)	S.E.	(2)	S.E.	(3)
Intercepto	+ / -	-0,028 ** (-1,747)	+ / -	0,024 *** (3,291)	+ / -	0,018 * (1,363)
1/A _{it-2}	+ / -	1020,37 (0,939)	+ / -	1699,24 ** (2,420)	+ / -	-2139,19 ** (-1,721)
REC _{it-1} /A _{it-2}	+	0,749 *** (26,485)			+ / -	0,058 *** (3,598)
REC _{it-2} /A _{it-2}	+		+	0,170 *** (9,037)		
ΔREC _{it-1} /A _{it-2}	+	0,107 ** (2,008)			+ / -	-0,044 (-1,078)
ΔREC _{it-2} /A _{it-2}	+	0,011 (0,235)				
R ² ajustado		0,89		0,40		0,21
# obs.		52		52		52

Nota: Esta Tabela expõe os parâmetros estimados nas seguintes equações de regressão:

$$(1) \frac{PROD_{it-1}}{A_{it-2}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-2}} \right) + \beta_2 \left(\frac{REC_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta REC_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta REC_{it-2}}{A_{it-2}} \right) + \varepsilon_{it-1}$$

$$(2) \frac{DESP_{it-1}}{A_{it-2}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-2}} \right) + \beta_2 \left(\frac{REC_{it-2}}{A_{it-2}} \right) + \varepsilon_{it-1}$$

$$(3) \frac{FCO_{it-1}}{A_{it-2}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-2}} \right) + \beta_2 \left(\frac{REC_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta REC_{it-1}}{A_{it-2}} \right) + \varepsilon_{it-1}$$

S.E. é o sinal esperado para os coeficientes. PROD_{it-1} são os custos normais de produção em t₋₁; DESP_{it-1} são as despesas normais com vendas, gerais e administrativas em t₋₁; FCO_{it-1} é o fluxo de caixa operacional normal em t₋₁; REC_{it-1} é a receita líquida em t₋₁; REC_{it-2} é a receita líquida medida dois anos antes da F&A; ΔREC_{it-1} é a variação no valor da receita líquida entre t₋₂ e t₋₁; ΔREC_{it-2} variação na receita líquida entre t₋₃ e t₋₂; A_{it-2} é o valor do ativo total em t₋₁. As regressões foram estimadas para os setores (com dados disponíveis) de Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Materiais Básicos e Utilidade Pública em todos os anos (2006 a 2016, totalizando 52 cortes-transversais). A Tabela informa a média dos coeficientes estimados e suas respectivas estatísticas-t considerando cortes-transversais por setor/ano. As estatísticas-t foram calculadas com base na metodologia proposta por Fama e MacBeth (1973). Obteve-se 52 cortes-transversais considerando os setores/ano e o R² ajustado é dado transversalmente pela média dos R² ajustados obtidos nos cortes-transversais. Todas as regressões foram estimadas considerando erros-padrão robustos à heterocedasticidade e normalidade. Entre parênteses estão as estatísticas t. Os níveis de significância são dados por *** (1%), ** (5%) e * (10%).

Fonte: Do autor (2019).

Observa-se que as variáveis explicam em conjunto (R² ajustado), aproximadamente, 89%, 40% e 21% das variações no comportamento de PROD, DESP e FCO, respectivamente. Roychowdhury (2006), Zang (2012) e Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015) encontraram resultados parecidos para ambas as regressões listadas na Tabela 5. Roychowdhury (2006) evidenciou que, ao estimar regressões para PROD (equação 1, Tabela 5) e para DESP

(equação 2, Tabela 5), as variáveis independentes dos modelos conseguiram explicar, respectivamente, 89% e 38% das variações no comportamento da variável dependente. O estudo de Zang (2012) mostrou que ao estimar a regressão para PROD as mesmas variáveis conseguiram explicar, aproximadamente, 90% das variações na variável dependente. No caso da regressão para FCO (equação 3, Tabela 5) Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015) encontraram poder explicativo próximo a 25%. Portanto, verifica-se que os resultados observados seguem condizentes com pesquisas relacionadas.

Quanto à significância estatística, com exceção dos coeficientes das variáveis $1/A_{it-2}$ e $\Delta REC_{it-2}/A_{it-2}$ na regressão 1 e $\Delta REC_{it-1}/A_{it-2}$ na regressão 3, todos os outros foram significativos. Tratando-se de pesquisas com empresas pertencentes ao mercado de capitais brasileiro, o estudo de Reis, Lamounier e Bressan (2015) também não encontrou significância estatística para as variáveis $\Delta REC_{it-2}/A_{it-2}$ (regressão 1) e $\Delta REC_{it-1}/A_{it-2}$ (regressão 3). Já, Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015), não encontraram significância estatística para a variável $\Delta REC_{it-1}/A_{it-2}$ na regressão 3. Mesmo não apresentando significância estatística e, seguindo os estudos de Roychowdhury (2006), Reis, Lamounier e Bressan (2015) e Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015), entre outros, optou-se por manter essas variáveis.

No que se refere aos sinais dos coeficientes que apresentaram significância estatística, estes foram condizentes ao esperado, haja vista que: i) para determinado aumento em receitas líquidas no período (REC_{it-1}), espera-se relação positiva com os níveis normais de produção e fluxo de caixa operacional (ROYCHOWDHURY, 2006; REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015); ii) para determinado aumento em receitas líquidas no período anterior (REC_{it-2}), espera-se relação positiva com os níveis normais de despesas gerais, de vendas e administrativas no período seguinte (ROYCHOWDHURY, 2006; CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR., 2015); iii) para determinado aumento na variação das receitas de vendas (ΔREC_{it-1}), espera-se variação positiva no volume de produção normal do período, uma vez que “à medida que aumentam as vendas, a tendência é aumentar a produção para atender a demanda” (REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015, p. 256).

Fato interessante é que, mesmo não apresentando significância estatística, a variável $\Delta REC_{it-1}/A_{it-2}$ na regressão (3) mostra-se em linha com a realidade evidenciada no estudo dos *accruals* (subtópico anterior). Dechow, Kothari e Watts (1998) e Roychowdhury (2006) salientam que, na regressão (3), o coeficiente de $\Delta REC_{it-1}/A_{it-2}$ deveria ser negativo e similar em magnitude ao coeficiente das receitas utilizado no modelo que estimou os *accruals* totais. Ou seja, de acordo com Roychowdhury (2006), qualquer variação nas receitas de vendas ($\Delta REC_{it-1}/A_{it-2}$) que tenha impactado os *accruals* totais deveria ser compensada por um

impacto inverso em FCO. O que de fato ocorreu, pois o sinal positivo que está atrelado às receitas no modelo Jones-modificado foi compensado pelo sinal negativo que está atrelado às receitas no modelo de FCO na Tabela 5. Deve-se ressaltar que no modelo Jones-modificado a variável $\Delta REC_{it-1}/A_{it-2}$ é subtraída da variável $\Delta CR_{it-1}/A_{it-2}$, enquanto nos modelos propostos por Roychowdhury (2006) isso não ocorre.

Após obtidos os níveis anormais de atividades reais relacionadas às despesas de vendas, gerais e administrativas, custos de produção e fluxo de caixa operacional, os valores foram comparados entre adquirentes e não adquirentes em $t-1$ e $t-2$. Os valores de $GRAR_1$, $GRAR_2$ e $GRAR_T$ também foram comparados entre os grupos. Acrescenta-se que, os resultados relativos ao período $t-2$ buscam estender o comportamento dessas *proxies* em até dois anos que antecederam a F&A. As estatísticas descritivas estão resumidas na Tabela 6.

Tabela 6 – Estatísticas descritivas para as *proxies* de GRAR em $t-1$ e $t-2$.

PAINEL A: resultados referentes ao período $t-1$										
Variáveis	Empresas Adquirentes: N = 31					Empresas do Grupo Controle: N = 31				
	μ	1Q	Med	3Q	DP	μ	1Q	Med	3Q	DP
PROD _{AN}	-0,015	-0,070	-0,015	0,030	0,134	-0,026	-0,078	-0,008	0,027	0,084
DESP _{AN}	0,019	-0,014	0,014	0,049	0,095	0,010	-0,011	0,013	0,038	0,067
FCO _{AN}	0,000	-0,063	-0,003	0,041	0,126	-0,053	-0,100	-0,063	0,004	0,110
GRAR ₁	0,004	-0,082	-0,010	0,080	0,200	-0,015	-0,075	0,006	0,050	0,128
GRAR ₂	0,019	-0,047	-0,016	0,084	0,153	-0,043	-0,088	-0,027	0,021	0,124
GRAR _T	0,024	-0,124	-0,024	0,213	0,335	-0,058	-0,191	-0,004	0,081	0,236
GRAR _{1aj}	-0,012	-0,080	-0,027	0,062	0,202	-0,032	-0,090	-0,014	0,024	0,130
GRAR _{2aj}	0,023	-0,052	-0,007	0,082	0,146	-0,039	-0,091	-0,033	0,022	0,120
GRAR _{Taj}	0,011	-0,175	-0,034	0,195	0,330	-0,071	-0,178	-0,008	0,029	0,235

PAINEL B: resultados referentes ao período $t-2$										
Variáveis	Empresas Adquirentes: N = 31					Empresas do Grupo Controle: N = 31				
	μ	1Q	Med	3Q	DP	μ	1Q	Med	3Q	DP
PROD _{AN}	0,012	-0,056	0,010	0,064	0,158	-0,015	-0,059	-0,003	0,041	0,112
DESP _{AN}	0,019	-0,017	0,018	0,037	0,115	0,010	-0,022	0,010	0,053	0,088
FCO _{AN}	-0,022	-0,133	-0,024	0,058	0,137	-0,056	-0,135	-0,083	0,015	0,124
GRAR ₁	0,031	-0,052	0,023	0,107	0,245	-0,005	-0,065	0,008	0,066	0,178
GRAR ₂	-0,002	-0,128	0,012	0,097	0,187	-0,047	-0,125	-0,018	0,040	0,161
GRAR _T	0,029	-0,133	0,044	0,235	0,408	-0,052	-0,190	-0,037	0,087	0,318
GRAR _{1aj}	0,013	-0,049	0,012	0,072	0,241	-0,025	-0,098	-0,014	0,054	0,182
GRAR _{2aj}	-0,004	-0,095	0,014	0,059	0,189	-0,053	-0,158	-0,047	0,026	0,164
GRAR _{Taj}	0,009	-0,159	0,017	0,217	0,409	-0,078	-0,220	-0,097	0,070	0,328

Nota: μ : média; 1Q é o primeiro quartil; Med é a mediana; 3Q é o terceiro quartil; DP é o desvio-padrão amostral; $GRAR_1$ é a soma de PROD_{AN} e DESP_{AN}; $GRAR_2$ é a soma de DESP_{AN} e FCO_{AN}. $GRAR_T$ é a soma de PROD_{AN}, DESP_{AN} e FCO_{AN}. PROD_{AN} são os custos anormais de produção da empresa i ; DESP_{AN} são as despesas anormais de vendas, gerais e administrativas da empresa i ; FCO_{AN} é o fluxo de caixa operacional anormal da empresa i . DESP_{AN} e FCO_{AN} estão multiplicados por -1 .

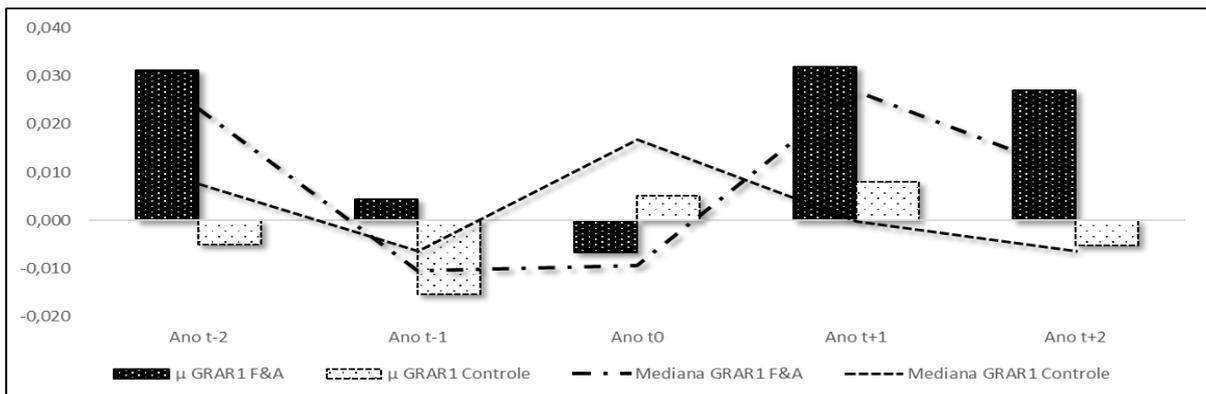
Fonte: Do autor (2019).

A Tabela 6 exibe que as empresas adquirentes apresentaram valores médios positivos em maior quantidade quando comparadas às empresas do grupo controle, seja em t_{-1} ou t_{-2} . Cabe frisar que, para as variáveis elencadas, quanto maior os seus valores, maior a tendência de reconhecimento anormal de DESP, PROD e FCO.

Ao apresentar comportamento médio positivo (0,019), a variável $DESP_{AN}$ sinaliza ter contribuído para aumento do lucro do período por meio do reconhecimento anormal de cortes em despesas de vendas, gerais e administrativas. No caso de FCO_{AN} , esta variável apresentou valor médio negativo em t_{-2} e positivo em t_{-1} , porém, próximo a zero. Mesmo próximo a zero, e com valor superior às empresas do grupo controle, seu valor positivo sinaliza ter contribuído para aumento do lucro por meio do reconhecimento anormal em componentes dos fluxos de caixa operacionais. Quando analisa-se a variável $PROD_{AN}$, o valor médio negativo (-0,015) em t_{-1} indica a existência de baixos custos anormais de produção e, a princípio, parece não ter contribuído de forma anormal para o aumento de lucros.

Quanto às métricas agregadas, verifica-se que $GRAR_1$ das adquirentes decresceu de t_{-2} para t_{-1} , no entanto, mantendo valor médio positivo (0,004) no ano que precedeu às F&A. Essa métrica foi impactada, em maior peso, devido ao valor médio negativo de $PROD_{AN}$, em t_{-1} . É visível que, após a F&A, as adquirentes reconheceram maior volume de $GRAR_1$. Graficamente, observa-se como se comportou $GRAR_1$ entre t_{-2} e t_{+2} (GRÁFICO 3).

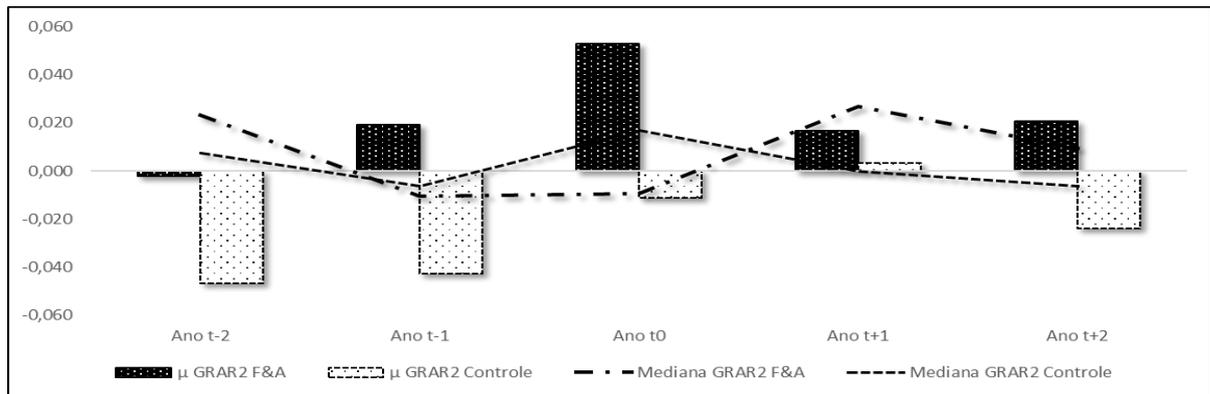
Gráfico 3 – $GRAR_1$ ao longo de t_{-2} a t_{+2} .



Nota: “ μ GRAR₁” – valor médio de $PROD_{AN} + DESP_{AN}$.

Fonte: Do autor (2019).

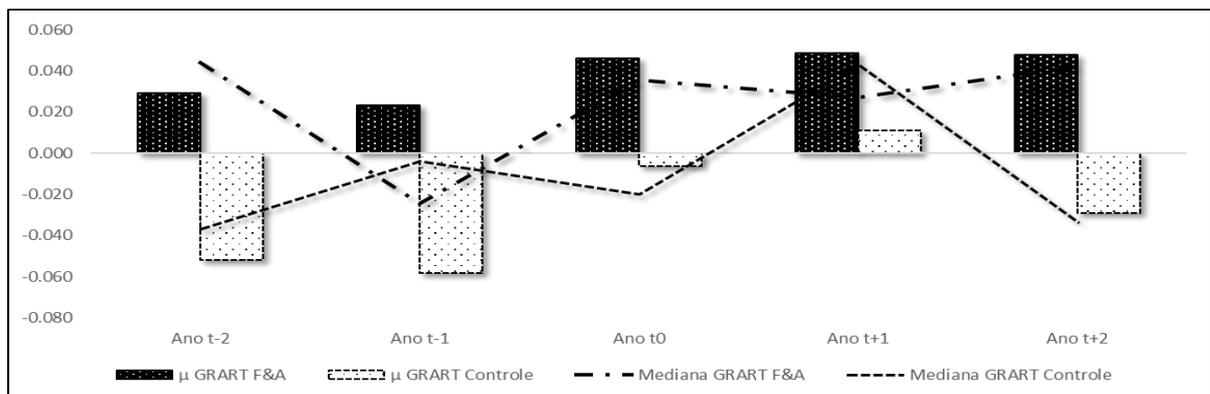
Para $GRAR_2$ das adquirentes, nota-se (TABELA 6) aumento médio de 0,021 entre t_{-2} e t_{-1} , especificamente, em consequência da variação positiva de FCO_{AN} no mesmo período. O Gráfico 4 mostra maior persistência de valores positivos para a métrica agregada $GRAR_2$ das adquirentes ao longo de t_{-2} a t_{+2} . O mesmo não se constatou para as empresas adquirentes, as quais apresentaram maior persistência em valores médios negativos (GRÁFICO 4).

Gráfico 4 – GRAR₂ ao longo de t₋₂ a t₊₂.

Nota: “ μ GRAR₂” – valor médio de $DESP_{AN} + FCO_{AN}$.

Fonte: Do autor (2019).

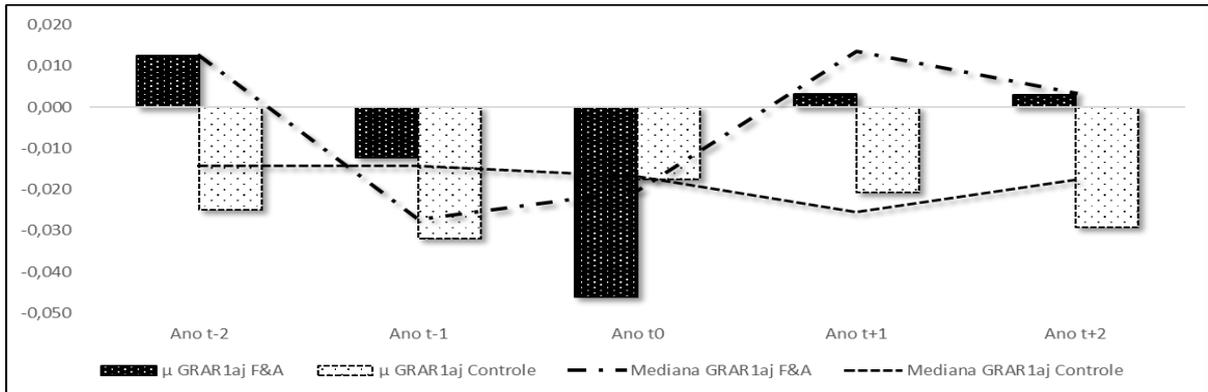
Visualizando o comportamento de $GRAR_T$ (GRÁFICO 5), que é a soma de $PROD_{AN}$, $DESP_{AN}$ e FCO_{AN} , confirma-se que as adquirentes apresentaram valores positivos e mais persistentes ao longo do tempo. No ano da F&A e nos dois anos seguintes, as adquirentes reconheceram, em conjunto, maior volume de atividades reais anormais associadas às despesas de vendas, gerais e administrativas, custos de produção e fluxo de caixa operacional. O Gráficos 5 expõe o comportamento médio dessa métrica ao longo de t₋₂ a t₊₂.

Gráfico 5 – GRAR_T ao longo de t₋₂ a t₊₂.

Nota: “ μ GRAR_T” – valor médio de $DESP_{AN} + PROD_{AN} + FCO_{AN}$.

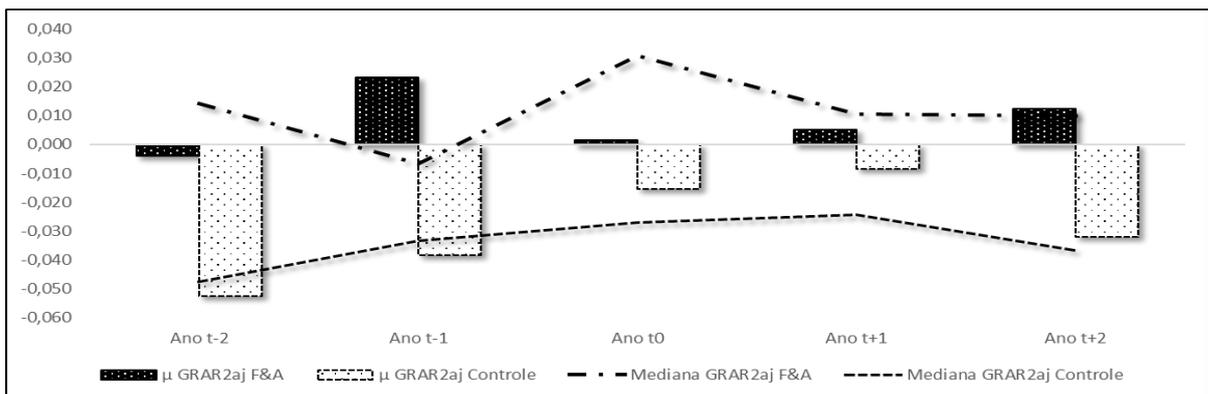
Fonte: Do autor (2019).

No intuito de analisar o comportamento das três métricas anteriores – ajustadas às respectivas medianas dos setores, optou-se por expor graficamente os valores das médias e medianas de $GRAR_{1aj}$, $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$. Os Gráficos 6, 7 e 8 representam os resultados encontrados ao considerar as 62 empresas estudadas – adquirentes e não adquirentes.

Gráfico 6 – GRAR_{1aj} ao longo de t₋₂ a t₊₂.

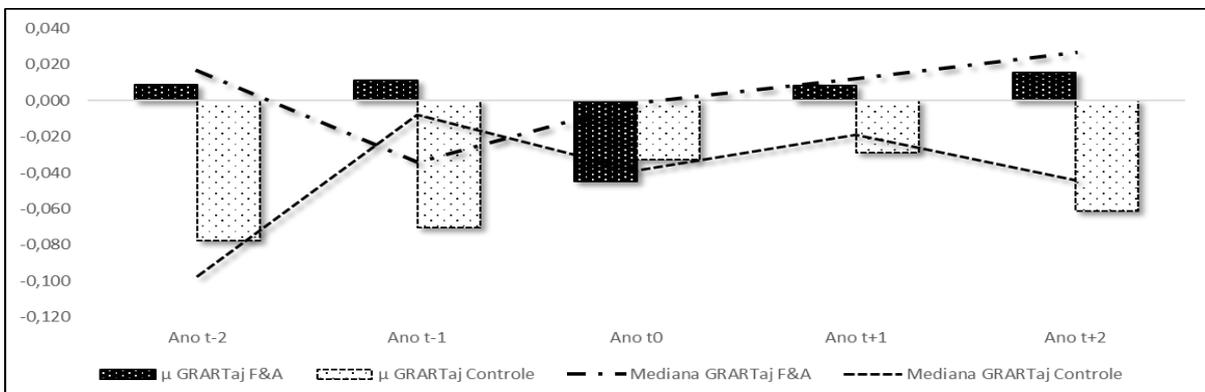
Nota: “ μ GRAR_{1aj}” – valor médio de $PROD_{ANaj} + DESP_{ANaj}$ ajustados à mediana do setor.

Fonte: Do autor (2019).

Gráfico 7 – GRAR_{2aj} ao longo de t₋₂ a t₊₂.

Nota: “ μ GRAR_{2aj}” – valor médio de $DESP_{ANaj} + FCO_{ANaj}$ ajustados à mediana do setor.

Fonte: Do autor (2019).

Gráfico 8 – GRAR_{Taj} ao longo de t₋₂ a t₊₂.

Nota: “ μ GRAR_{Taj}” – valor médio de $DESP_{ANaj} + PROD_{ANaj} + FCO_{ANaj}$.

Fonte: Do autor (2019).

Observa-se nos gráficos anteriores (GRÁFICOS 6, 7 e 8) que, ao ajustar os valores de $DESP_{AN}$, $PROD_{AN}$ e FCO_{AN} às medianas dos setores, ainda assim o comportamento do fluxo de caixa anormal apresentou valores positivos ao longo do tempo (exceto para t_{-2}). Nota-se que, para as adquirentes, os resultados médios e medianos dessas *proxies* foram amortecidos pelo ajustamento aos setores. No entanto, ressalta-se que, mesmo utilizando técnicas para minimizar o efeito tamanho entre as empresas e, conseqüentemente, tentar reduzir a variabilidade dos dados, ainda restou observado a presença de certa dispersão entre os valores. Esse fato deve-se, principalmente, pela utilização de empresas com diferenças significativas em suas características estruturais e operacionais.

Assim como para os *accruals* discricionários, também foram realizados os testes de Mann-Whitney e Wilcoxon para, respectivamente, aferir se as médias e medianas de $GRAR_{1aj}$, $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ seriam diferentes entre os grupos. Apesar de os valores médios e medianos de $GRAR_{1aj}$, $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ mostrarem, matematicamente, diferenças entre os grupos, ao utilizar os testes de Mann-Whitney e Wilcoxon não foram encontradas diferenças estatisticamente significativas para médias e medianas. Portanto, rejeitou-se a hipótese H_{0B} de que as médias e medianas das *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais seriam diferentes entre adquirentes e não adquirentes no ano anterior às F&A.

Dado à necessidade em saber se haveria relação de dependência estatisticamente significativa das *proxies* $PROD_{ANaj}$, $DESP_{ANaj}$, FCO_{ANaj} , $GRAR_{1aj}$, $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ com o fato de a empresa ser adquirente, optou-se, tal como efetuado para o gerenciamento por *accruals*, investigar o efeito marginal da F&A no valor de cada uma das medidas de GRAR. A finalidade foi verificar se o fato de a empresa ser adquirente contribuiu positivamente para elevar – de forma anormal, as despesas com vendas, gerais e administrativas, custos de produção e fluxo de caixa operacional no ano anterior à F&A. Considerando-se os modelos expostos nas Equações 13, 14 e 15 (destacadas na metodologia), a Tabela 7 traz os resultados obtidos com as regressões estimadas.

Tabela 7 – Regressões em $t-1$ para as *proxies* de GRAR em função de $D_{F\&A}$.

Variáveis Independentes	Variáveis Dependentes (<i>proxies</i> para GRAR em $t-1$)						
		PROD _{ANaj}	DESP _{ANaj}	FCO _{ANaj}	GRAR _{1aj}	GRAR _{2aj}	GRAR _{Taj}
	S.E.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercepto		-0,020	-0,004	-0,018	-0,024	-0,020	-0,040
<u>Variável Interesse</u>							
$D_{F\&A}$	+	0,014	0,005	0,053 ***	0,019	0,058 **	0,071 *
<u>Variáveis de Controle</u>							
TAM _{it-2}	+ / -	0,017 **	0,012 *	-0,007	0,029 **	0,004	0,022
MtB _{it-2}	+ / -	-0,004	0,001	-0,010	-0,003	-0,010	-0,013
ROA _{it-1}	+ / -	-0,824 ***	-0,125	-0,630 ***	-0,949 ***	-0,810 ***	-1,604 ***
# Obs.		62	62	62	62	62	62
Estatística F		6,16	1,43	17,69	4,73	6,82	6,85
$p_{\text{valor}} F$		0,000 ***	0,234	0,000 ***	0,002 ***	0,000 ***	0,000 ***
R ² ajustado		0,264	0,028	0,367	0,212	0,321	0,326
$p_{\text{valor}} S.K.$		0,182	0,514	0,204	0,126	0,928	0,610
$p_{\text{valor}} H.W.$		0,086 *	0,009 ***	0,553	0,005 ***	0,241	0,548
$p_{\text{valor}} RESET$		0,421	0,923	0,766	0,986	0,741	0,720
AIC		-124,74	-177,70	-165,04	-81,51	-134,03	-57,33
VIF		1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07

Nota: A tabela expõe os parâmetros estimados na seguinte equação de regressão:

$$Proxies GRAR_{aj,it-1} = \beta_0 + \beta_1 D_{F\&A} + \beta_2 TAM_{it-2} + \beta_3 MtB_{it-2} + \beta_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it-1}$$

Proxies GRAR_{aj,it-1} assume, respectivamente, os valores de PROD_{ANaj}, DESP_{ANaj}, FCO_{ANaj}, GRAR_{1aj}, GRAR_{2aj} e GRAR_{Taj} da empresa i ajustados em $t-1$ em cada uma das regressões 1, 2, 3, 4, 5 e 6; $D_{F\&A}$ assume valor 1 para empresas adquirentes, e valor 0 para empresas não adquirentes; TAM_{it-2} é dado pelo \ln do Ativo Total da empresa i em $t-2$; MtB_{it-2} é dado pela razão *market-to-book* da empresa i em $t-2$; ROA_{it-1} é dado pelo lucro líquido da empresa i em $t-1$, dividido pelo ativo total do início do período; S.E. é o sinal esperado da variável de interesse. Todas as variáveis de controle estão ajustadas pela mediana dos valores obtidos para cada empresa listada em seus respectivos setores. S.K. é o teste Skewness/Kurtosis para a hipótese nula de normalidade dos resíduos; H.W. é o teste de White para a hipótese nula de homocedasticidade. $p_{\text{valor}} RESET$ é o teste de Ramsey RESET para a hipótese nula de variáveis omitidas. AIC é o critério de informação de Akaike. VIF é fator de inflação da variância. Os níveis de significância são dados por *** (1%), ** (5%) e * (10%).

Fonte: Do autor (2019).

Os resultados apresentados na Tabela 7 mostram somente as regressões 3, 5 e 6 com o coeficiente (β_1) da variável $D_{F\&A}$ significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente. β_1 com sinal positivo indica que as adquirentes reconheceram em $t-1$, em média, valores anormais mais elevados de fluxo de caixa operacional, comparativamente às não adquirentes. As regressões 3 e 5 expõem que as adquirentes reconheceram, em média (em relação ao ativo total), 5,3% a mais de FCO_{ANaj} e 5,8% de GRAR_{2aj} que as empresas não adquirentes. O fato de ter sido uma adquirente indica que houve relação diretamente proporcional com os valores reconhecidos dessas duas *proxies* em $t-1$, comparando-se as empresas que têm os mesmos padrões de tamanho, razão *market-to-book* e ROA. Percebe-se que o maior impacto se deu pelo reconhecimento de FCO_{ANaj}, pois os modelos que explicam PROD_{ANaj} e DESP_{ANaj} não apresentaram coeficiente β_1 significativo. Para o gerenciamento de resultados por atividades

reais total (regressão 6), verifica-se que os resultados também demonstraram relação positiva (0,071) e estatisticamente significativa entre $D_{F\&A}$ e $GRAR_{Taj}$.

É oportuno salientar, tendo em vista as regressões estarem controladas pelas variáveis TAM_{it-2} , MtB_{it-2} e ROA_{it-1} , os diferenciais e 5,3% em FCO_{ANaj} , 5,8% em $GRAR_{2aj}$ e 7,1% em $GRAR_{Taj}$ não podem ser explicados por diferentes padrões médios de tamanho, razão *market-to-book* e ROA entre adquirentes e não adquirentes. As diferenças de 5,3%, 5,8% e 7,1% entre adquirentes e não adquirentes são devidas à F&A ou a fatores pertinentes à F&A que não foram controlados no modelo. Em relação ao *trade-off* existente entre as duas estratégias de gerenciamento de resultados, por *accruals* ou atividades reais, as adquirentes foram mais inclinadas ao uso de *accruals* e reconhecimento anormal de fluxo de caixa operacional.

Analisando as variáveis de controle, o tamanho (TAM_{it-2}), quando estatisticamente significativo, indicou relação positiva com o reconhecimento anormal de atividades reais. A ressalva é que esta variável foi significativa somente nas regressões 1, 2 e 4. Para Reis, Lamounier e Bressan (2015, p. 258), “o tamanho das empresas contribuir para o aumento do gerenciamento de resultados utilizando as despesas com vendas, gerais e administrativas”, deve-se, provavelmente, “à capacidade de as empresas maiores conseguirem gerenciar melhor a força de trabalho, reduzindo as despesas administrativas, pagando menores comissões aos vendedores e representantes, dentre outras estratégias que as favorecem”. Gunny (2010) encontrou resultados indicando que, quanto maior o tamanho das empresas, maior é o gerenciamento de resultados dado por $PROD_{ANaj}$ e $DESP_{ANaj}$. Para este autor, as empresas, quando se dispõem a atingir determinados *benchmarks*, de fato estarão mais predispostas a reduzirem despesas discricionárias, cortarem preços para impulsionar as vendas no período corrente e/ou, também encarar superprodução de estoques para decrescer o custo das mercadorias vendidas. Embora Gunny (2010) e Reis, Lamounier e Bressan (2015) relatem esses resultados, Zhao et al. (2012) esclareceram que a evidência empírica sobre o sinal esperado para o coeficiente da variável TAM_{it-2} é heterogênea.

Em referência ao ROA_{it-1} , seu coeficiente foi estatisticamente significativo – com exceção da regressão 2. O ROA_{it-1} , por ter relação inversamente proporcional com $PROD_{ANaj}$, FCO_{ANaj} , $GRAR_{1aj}$, $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$, indica que empresas com maior rentabilidade tenderiam a apresentar menores valores anormais em custos de produção e fluxo de caixa operacional, consequentemente, reduzindo o gerenciamento de resultados por essa estratégia. Reis, Lamounier e Bressan (2015, p. 257-258) colocam que essa característica pode “estar relacionada ao fato de que, quanto maior o retorno que as empresas possuem, menores as intenções dos gestores em gerenciar os resultados contábeis por essa estratégia”. O contrário

também é realidade, empresas com menor rentabilidade tenderiam a apresentar maiores valores nessas variáveis, estando mais predispostas ao gerenciamento de resultados por atividades reais para melhorar o lucro, conforme proposto por Higgins (2013).

Sobre a variável MtB_{it-2} , nenhuma regressão apresentou coeficiente estatisticamente significativo. Ou seja, a princípio não se pode afirmar que existem relações entre as oportunidades de crescimento das empresas estudadas, medidas pela razão *market-to-book*, e o gerenciamento de resultados por atividades reais. Pesquisas nacionais (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR., 2015; REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015) também encontraram, parcialmente, MtB_{it-2} sem significância estatística.

No tocante às estatísticas gerais das regressões, observa-se que os resultados foram coerentes para que $D_{F\&A}$ explicasse somente a proporção das variações de FCO_{ANaj} , $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ (regressões 3, 5 e 6) entre os grupos. Uma vez que o p-valor da estatística F foi significativo a 1% para essas duas regressões, tem-se que as variáveis explicativas em conjunto exerceram efeito sobre os valores de FCO_{ANaj} e $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ em $t-1$. Em termos marginais, as variáveis em conjunto nos modelos 3, 5 e 6 explicaram, aproximadamente, 36,7%, 32,1% e 32,6% (R^2 ajustado) das variações no comportamento de FCO_{ANaj} , $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ respectivamente.

Adiciona-se a estes resultados os valores dos testes White, Ramsey RESET e Skewness/Kurtosis confirmando as hipóteses de i) homocedasticidade (parcialmente), ii) correta especificação dos modelos e iii) resíduos normalmente distribuídos, respectivamente. Abre-se um parêntese para a hipótese de homocedasticidade nas regressões 1, 2 e 4. Para essas regressões o teste White foi estatisticamente significativo. Apesar disso, recorda-se que as regressões foram estimadas considerando erros-padrão robustos à heterocedasticidade para permitir a obtenção de estimadores não-viesados.

No que se refere às estatísticas AIC e VIF, estas também somam relevância aos achados. Vê-se que, enquanto VIF foi igual para todas as regressões (haja vista a utilização das mesmas variáveis explicativas), AIC se mostrou mais satisfatório na regressão 3 ($-165,04 < -134,03$ modelo 5 e $-57,33$, modelo 6), comparando-se as inferências para FCO_{ANaj} , $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$. Ou seja, dentre os modelos com maior poder explicativo, o modelo 3 apresenta uma solução mais adequada entre o bom ajustamento e o princípio da parcimônia.

De modo geral, em referência aos resultados expostos na Tabela 7, somente FCO_{ANaj} , $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ (regressões 3, 5 e 6.) foram, em média, mais elevadas para empresas adquirentes no ano que antecedeu às F&A. Para estas variáveis há relação positiva e

estatisticamente significativa entre a empresa ser uma adquirente e os níveis de gerenciamento de resultados por atividades reais em t_{-1} . Logo, a hipótese H_{0D} é parcialmente aceita.

Pode-se assinalar, com maior consistência, que existe relação positiva e significativa entre o fato de uma empresa ter se envolvido em F&A ($D_{F\&A}$) e o aumento anormal dos níveis de fluxo de caixa operacional em t_{-1} . Tendo em vista que $GRAR_{2aj}$ é resultado da soma de $DESP_{ANaj} + FCO_{ANaj}$ e, $GRAR_{Taj}$ é resultado da soma $PROD_{ANaj} + DESP_{ANaj} + FCO_{ANaj}$, estas variáveis foram impactadas, principalmente, pelo valor de FCO_{ANaj} , pois nota-se aumento do poder explicativo dos modelos quando acrescenta-se essa variável.

Ainda, ressaltando os resultados encontrados, a pesquisa de Zang (2012) indicou que as empresas usam em maior magnitude o gerenciamento de resultados com base em *accruals* e menos por gerenciamento de atividades reais. Para este autor, as empresas optariam pelo gerenciamento de resultados por meio de *accruals*, por exemplo, quando o gerenciamento utilizando atividades reais fosse mais caro, devido a um *status* menos competitivo no setor, estando em uma condição financeira menos saudável, experimentando níveis mais altos de monitoramento de investidores institucionais. Com base no exposto, afirma-se que os dados utilizados têm parte dessas características, tendo em vista que há um *status* menos competitivo no setor, dado pela baixa concorrência entre empresas (setores altamente concentrados). Outro detalhe é que no Brasil, apesar de ainda ter um mercado de capitais incipiente, há presença de níveis mais altos de monitoramento de investidores institucionais, por exemplo, grande parte das empresas estudadas constavam em níveis diferenciados de governança corporativa.

Buscando estudar as inter-relações entre as F&A, gerenciamento de resultados e a suspeita de excesso de confiança, o próximo tópico abordou se a razão de chances de uma empresa passar por F&A se deu em função dessas características.

4.3 Inter-relações entre F&A, gerenciamento de resultados e excesso de confiança

Após estimados os valores das *proxies* de gerenciamento de resultados, optou-se por estudar as inter-relações entre estas e a razão de chances de uma empresa ser adquirente em F&A. A proposta foi investigar, por meio de regressão *logit*, qual a influência de ACCD, GRAR e excesso de confiança, D_{EXC} , na probabilidade de uma empresa ser adquirente.

Inicialmente, o Painel A da Tabela 8 expõe as correlações existentes entre as variáveis utilizadas nos modelos *logit* propostos. No Painel B tem-se as estatísticas descritivas dessas variáveis. Todas as variáveis pertinentes às estratégias de gerenciamento de resultados

apresentaram correlações positivas e estatisticamente significativas entre si. A correlação positiva entre $ACCD_{aj}$ e $GRAR_{2aj}$ já era esperada, tendo em vista que as duas *proxies* consideram, de certa maneira, o fluxo de caixa operacional em seus cálculos. Para dado aumento (ou diminuição) no fluxo de caixa operacional, espera-se determinado impacto no volume de gerenciamento de resultados por *accruals* ou por meio de reconhecimento anormal de fluxo de caixa operacional. Ainda, a correlação positiva entre $GRAR_{1aj}$ e $GRAR_{2aj}$ também era esperada, haja vista que em seus cálculos ambas as *proxies* utilizam as despesas discricionárias anormais ($DESP_{ANaj}$). Logo, para dado nível de gerenciamento de resultados por atividades reais, utilizando $DESP_{ANaj}$, esperava-se que as duas *proxies* fossem impactadas de forma similar. O mesmo pode ser inferido sobre $GRAR_{Taj}$, visto que é simplesmente o resultado da soma de $PROD_{ANaj} + DESP_{ANaj} + FCO_{ANaj}$.

Analisando a correlação entre $ACCD_{aj}$ e $GRAR_{1aj}$, o resultado esperado era incerto, pois, enquanto $GRAR_{1aj}$ considera os níveis anormais de custos de produção e despesas discricionárias em sua composição, $ACCD_{aj}$ considera os níveis anormais de *accruals* para determinar a magnitude do gerenciamento de resultados. Assim, a princípio, não se esperava explícita correlação entre estas duas *proxies*, tendo em vista que são formadas por variáveis diferentes. Possivelmente, explicando a correlação mais baixa entre elas. No que tange à variável que capta o excesso de confiança, D_{EXC} , constatou-se que esta não apresentou correlações significativas com nenhuma das variáveis do estudo. Ademais, percebe-se que as correlações foram fracas ($\leq 0,141$).

Ainda que as correlações entre $ACCD_{aj}$, $GRAR_{2aj}$ e $D_{F\&A}$ sejam positivas e estatisticamente significativas, apenas analisando estas correlações e os dados apresentados na Tabela 8, não se pode afirmar o grau de influência do gerenciamento de resultados e excesso de confiança sobre o fato de uma empresa ser ou não adquirente em F&A, justificando-se o uso da regressão logística para investigar o efeito marginal dessas *proxies*. A Tabela 9 traz os resultados obtidos com as regressões.

Tabela 8 – Correlações (Painel A) e estatísticas descritivas (Painel B) em $t-1$ (continua)

PAINEL A	$D_{F\&A}$	ACCD	GRAR ₁	GRAR ₂	GRAR _T	D_{EXC}	ROA	TAM	ENDIV	FCF	ΔREC	$\Delta ACCD$	$\Delta GRAR_1$	$\Delta GRAR_2$	$\Delta GRAR_T$	
$D_{F\&A}$	1															
ACCD	0,343 ^{***}	1														
GRAR ₁	0,059	0,246 *	1													
GRAR ₂	0,229 *	0,680 ^{***}	0,765 ^{***}	1												
GRAR _T	0,144	0,468 ^{***}	0,952 ^{***}	0,925 ^{***}	1											
D_{EXC}	0,000	-0,089	0,137	-0,043	0,060	1										
ROA	0,095	-0,171	-0,386 ^{***}	-0,476 ^{***}	-0,453 ^{***}	0,069	1									
TAM	0,175	0,086	0,297 ^{**}	0,173	0,257 ^{**}	-0,141	-0,163	1								
ENDIV	0,167	-0,015	0,399 ^{***}	0,331 ^{***}	0,392 ^{***}	-0,120	-0,431 ^{***}	0,328 ^{***}	1							
FCF	0,380 ^{***}	0,435 ^{***}	0,070	0,236 *	0,153	0,113	0,159	-0,011	-0,131	1						
ΔREC	0,008	0,157	0,003	-0,001	0,002	-0,031	-0,044	0,206	0,042	0,194	1					
$\Delta ACCD$	-0,110	-0,287 ^{**}	-0,067	-0,183	-0,126	-0,051	0,203	-0,133	-0,105	-0,268 ^{**}	0,050	1				
$\Delta GRAR_1$	0,180	0,002	-0,151	-0,067	-0,121	-0,104	0,163	0,193	-0,029	0,004	-0,219 *	0,011	1			
$\Delta GRAR_2$	-0,061	-0,270 ^{**}	-0,131	-0,276 ^{**}	-0,208	0,058	0,353 ^{***}	-0,083	-0,079	-0,060	-0,380 ^{***}	0,132	0,250 *	1		
$\Delta GRAR_T$	-0,071	0,090	-0,109	0,078	-0,027	-0,065	0,228 *	-0,028	-0,139	0,134	-0,278 ^{**}	-0,052	0,419 ^{***}	0,513 ^{***}	1	

Tabela 8 – Correlações (Painel A) e estatísticas descritivas (Painel B) em t_{-1} (conclusão)

PAINEL B	Empresas Adquirentes: N = 31						Empresas do Grupo Controle: N = 31					
	μ	1Q	Med	3Q	DP	μ	1Q	Med	3Q	DP		
ROA	0,030	-0,009	0,015	0,064	0,053	0,020	-0,025	0,007	0,046	0,057		
TAM	0,841	-0,137	0,721	1,752	1,267	0,436	-0,294	0,562	1,162	1,036		
ENDIV	-0,021	-0,116	-0,033	0,143	0,171	-0,080	-0,173	-0,022	0,067	0,183		
FCF	0,089	0,000	0,071	0,203	0,134	-0,006	-0,073	-0,012	0,066	0,099		
Δ REC	0,074	-0,033	0,070	0,180	0,166	0,072	-0,054	0,035	0,174	0,176		
Δ ACCD	-1,456	-2,281	-1,227	-0,265	2,570	-0,858	-1,488	-0,791	-0,044	2,902		
Δ GRAR ₁	-0,280	-0,642	-0,178	0,699	1,518	-0,845	-0,666	-0,456	-0,157	1,610		
Δ GRAR ₂	-1,006	-1,261	-0,524	0,234	1,852	-0,795	-1,334	-0,733	0,076	1,653		
Δ GRAR _T	-0,923	-1,078	-0,323	0,238	1,947	-0,692	-1,045	-0,589	-0,130	1,295		

Nota: μ – média; 1Q – primeiro quartil; Med – mediana; 3Q – terceiro quartil; DP – desvio-padrão amostral; ROA – *return of asset*, razão entre lucro líquido e ativo total; TAM – tamanho, \ln do valor do ativo total; ENDIV – razão entre passivo total e ativo total; FCF – *free cash flow*, fluxo de caixa livre (EBIT – IR&CS + DEPR&AMORT – CAPEX + Δ CG)/AT; Δ REC – variação da receita em relação ao ano anterior; Δ ACCD – variação dos *accruals* discricionários em relação ao ano anterior; Δ GRAR₁ – variação dos custos anormais de produção e despesas anormais de vendas, gerais e administrativas em relação ao ano anterior; Δ GRAR₂ – variação das despesas anormais de vendas, gerais e administrativas e fluxo de caixa operacional anormal em relação ao ano anterior; Δ GRAR_T – variação dos custos anormais de produção, despesas anormais de vendas, gerais e administrativas e fluxo de caixa operacional anormal em relação ao ano anterior. EBIT – *earnings before interest and tax*, lucro antes de juros e imposto de renda; IR&CS – imposto de renda e contribuição social; DEPR&AMORT – depreciação e amortização; CAPEX – *capital expenditure*, despesas de capital ou investimento em bens de capital; Δ CG – variação no capital de giro em relação ao ano anterior; AT – ativo total. ACCD, GRAR₁, GRAR₂ e GRAR_T são as *proxies* de gerenciamento de resultados. Todas as variáveis de controle estão ajustadas pela mediana dos valores obtidos para cada empresa listada em seus respectivos setores. Os níveis de significância são dados por *** (1%), ** (5%) e * (10%).

Fonte: Do autor (2019).

Tabela 9 – Estimativas obtidas com os modelos *logit* em $t-1$ (continua)

Variáveis	S.E.	Variável Dependente $\bar{Y} = 1$ se adquirente e 0 se não adquirente											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Constante	+	-0,226	-0,226	-0,598	-0,057	-0,341	-0,271	-0,129	-0,217	-0,495	-0,093	-0,286	-0,237
ACCD _i	+	12,147**		14,656***	15,657**	12,185**				14,654***	15,582**	18,150***	
GRAR _{1,i}	+	-0,937		-3,419				-0,853		-2,482			
GRAR _{2,i}	+		3,491		-3,748			3,519			-3,660		
GRAR _{T,i}	+											-2,283	
D _{EXC,i}	+					-0,212	-0,187	-0,095	-0,205	0,067	-0,103	-0,122	
<u>Variáveis de Controle</u>													
ROA _i	+	10,057	5,294	14,148	7,637	10,372	7,032	10,192	5,372	14,166	7,562	10,501	8,041
TAM _i	+	0,37	0,263	0,285	0,437	0,409	0,293	0,361	0,256	0,276	0,444	0,402	0,474*
ENDIV _i	+	4,733**	3,863*	3,508*	6,200**	6,030**	3,552*	4,777**	3,853*	3,559*	6,207**	6,038**	6,366**
FCF _i	+	7,521***	8,608***	7,871***	9,314***	8,925***	8,451***	7,735***	8,649***	8,025***	9,266***	9,022***	9,841***
Δ REC _i	+/-	-2,587	-1,266	-2,119	-3,268	-4,024*	-1,691	-2,645	-1,273	-2,154	-3,260	-4,035*	-4,296*
Δ ACCD _i	+/-	0,117			0,193	0,157		0,116			0,194	0,155	0,122*
Δ GRAR _{1,i}	+/-		0,199		0,168			0,197		0,169			
Δ GRAR _{2,i}	+/-			-0,224		-0,210				-0,222		-0,209	
Δ GRAR _{T,i}	+/-												-0,120
N		62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Wald χ^2		20,3	14,36	19,38	24,94	18,18	15,86	23,21	14,53	21,02	25,8	20,87	23,67
p-valor Wald		0,005***	0,045**	0,007***	0,003***	0,033**	0,015**	0,003***	0,069*	0,007***	0,004***	0,022***	0,009***
Pseudo R ²		0,270	0,204	0,220	0,303	0,289	0,191	0,271	0,204	0,222	0,303	0,290	0,346
H. L.		0,457	0,286	0,433	0,545	0,421	0,361	0,451	0,254	0,410	0,500	0,401	0,209
Classificação		74,19%	70,97%	64,52%	72,58%	70,97%	66,13%	72,58%	70,97%	62,90%	72,58%	72,58%	79,03%
Curva ROC		0,811	0,786	0,791	0,834	0,829	0,761	0,812	0,788	0,789	0,833	0,826	0,855

Tabela 9 – Estimativas obtidas com os modelos *Logit* em $t-1$ (conclusão)

Nota: A tabela expõe os parâmetros estimados na seguinte equação de regressão:

$$Y = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right)_i = \beta_0 + \sum_{j=1}^3 \beta_j GR_{it-1} + \beta_4 D_{EXC}_{it-1} + \sum_{j=5}^{10} \beta_j CONTROL_{it-1} + \varepsilon_{it-1}$$

S.E. é o sinal esperado da variável de interesse; GR_{it-1} assume o valor de cada *proxy* de gerenciamento de resultados, ACCD, $GRAR_1$, $GRAR_2$ e $GRAR_T$ para a empresa i em $t-1$; D_{EXC}_{it-1} é a *dummy* que assume valor 1 para excesso de confiança; ROA é a razão entre lucro líquido e ativo total; TAM é o *ln* do ativo total; ENDIV é a razão entre passivo total e ativo total; FCF é o fluxo de caixa livre dividido pelo ativo total (EBIT – IR&CS + DEPR&AMORT – CAPEX + ΔCG)/AT; ΔREC é a variação da receita líquida em relação ao ano anterior; $\Delta ACCD$ é a variação dos *accruals* discricionários em relação ao ano anterior; $\Delta GRAR_1$ é a variação dos custos anormais de produção e despesas anormais de vendas, gerais e administrativas em relação ao ano anterior; $\Delta GRAR_2$ é a variação das despesas anormais de vendas, gerais e administrativas e fluxo de caixa operacional anormal em relação ao ano anterior; $\Delta GRAR_T$ é a variação dos custos anormais de produção, despesas anormais de vendas, gerais e administrativas e fluxo de caixa operacional anormal em relação ao ano anterior. EBIT é o resultado antes de juros e imposto de renda e contribuição social; IR&CS é o imposto de renda e contribuição social; DEPR&AMORT é a depreciação e amortização; CAPEX são as despesas de capital ou investimento em bens de capital; ΔCG é a variação no capital de giro em relação ao ano anterior; AT é o ativo total. Todas as variáveis estão ajustadas pela mediana dos valores obtidos para cada empresa listada em seus respectivos setores. H.L.: Hosmer Lemeshow. As regressões foram estimadas considerando erros-padrão robustos à heterocedasticidade. A significância estatística é dada pelos níveis ^{***}(1%), ^{**}(5%) e ^{*}(10%).

Fonte: Do autor (2019).

De acordo com os dados apresentados na Tabela 9, as regressões mostraram o teste de Wald significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%, indicando que há pelo menos um parâmetro em cada modelo que se diferencia de zero. A avaliação geral do ajustamento dos modelos não rejeita a hipótese nula de associação entre os valores observados e os previstos (teste de Hosmer-Lemeshow – H.L.), sendo as regressões consideradas bem ajustadas. O teste Hosmer-Lemeshow visou verificar se os modelos explicariam bem a relação entre as variáveis e a razão de chances de uma empresa tornar-se adquirente em F&A. Além disso, observa-se que os modelos que apresentaram maior Pseudo R^2 (maior poder para explicar a razão de chances de uma empresa tornar-se adquirente) foram aqueles que classificaram corretamente acima de 72% as observações analisadas em t_{-1} .

No que tange à capacidade de os modelos discriminarem as categorias da variável dependente, se adquirente ou não adquirente, pode-se dizer que o poder discriminatório é excelente para os modelos 1, 4, 5, 7, 10, 11 e 12, haja vista que a área sob a curva ROC (*Receiver Operating Characteristic*) ficou acima de 0,80. Conforme Fávero et al. (2014), caso a área sob essa curva seja maior que 0,80, o modelo possui poder discriminatório excelente. Para o modelo 12 nota-se área sob a curva ROC acima de 0,85, inclusive apresentando maior poder explicativo (Pseudo R^2 0,346) que os demais.

Os resultados encontrados em todas as regressões contendo $ACCD_{aj}$ evidenciaram que, mantendo-se as demais condições constantes (*ceteris paribus*), para dado aumento ocorrido em $ACCD_{aj}$, teve-se aumento estatisticamente significativo na razão de chances de uma empresa tornar-se adquirente. Essa relação positiva mostra que, ao aumentar os *accruals* discricionários em t_{-1} , e, conseqüentemente, elevar os lucros reportados, o gerenciamento de resultados por *accruals* contribuiu para a efetivação da F&A. Marques (2016) adverte que, quanto maior for esse gerenciamento de resultados, menos persistentes e tempestivos serão os lucros e as perdas incorporadas ao resultado das companhias. Para esse autor, sob a influência do gerenciamento de resultados, menor será a qualidade das informações financeiras em consequência de a preditividade dos lucros e dos *accruals* ficarem prejudicados.

Quando analisadas as *proxies* $GRAR_{1aj}$, $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ nenhuma mostrou-se estatisticamente significativa para explicar a razão de chances de uma empresa tornar-se adquirente. Apesar de estatisticamente não significativas, na presença de $ACCD_{aj}$ (no mesmo modelo), $GRAR_{1aj}$, $GRAR_{2aj}$ e $GRAR_{Taj}$ exibiram sinal negativo e também evidenciando que os níveis de *accruals* discricionários se sobrepuseram aos níveis anormais de atividades reais. Esse achado corrobora Zang (2012), ao certificar que há oscilação no uso de gerenciamento de resultados pelas duas estratégias, seja por *accruals* ou atividades reais. Zang (2012)

encontrou que as empresas ajustam os níveis de gerenciamento por *accruals* após a manipulação por atividades reais ser realizada em componentes de custos de produção e despesas de vendas, gerais e administrativas.

Os resultados da regressão 12 mostram que, quando $ACCD_{aj}$ está em conjunto com o gerenciamento de resultados por atividades reais total ($GRAR_{Taj}$), tem-se melhora no poder explicativo do modelo. Os coeficientes estimados mostram que o gerenciamento de resultados por *accruals* tem maior peso para influenciar a probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente. Uma importante questão é como os gestores escolhem entre o gerenciamento de resultados por atividades reais e por *accruals*, dado a flexibilidade de se envolver em ambos (ROYCHOWDHURY, 2006). Roychowdhury (2006) acrescenta que, embora devam ocorrer durante o ano, sua intensidade deve aumentar até o final do ano, pois os gestores formam expectativas mais confiáveis dos resultados pré-gerenciados para o ano.

Ainda, ratificando os resultados encontrados, Zang (2012, p. 676) afirma que quando os gestores observam o “impacto do gerenciamento de resultados por atividades reais no lucro ao final do ano fiscal, eles podem compensar um impacto inesperadamente alto (baixo) utilizando menos (mais) gerenciamento de resultados por *accruals*”. Para esse autor, quando as companhias alteram suas decisões operacionais para gerenciar os resultados contábeis, elas não têm controle perfeito sobre a quantidade exata de gerenciamento que deverá ser alcançada. Assim, dado à incerteza que as companhias enfrentam ao executar o gerenciamento por atividades reais, o valor realizado desse gerenciamento poderia ser maior ou menor que o valor inicialmente previsto. Por outro lado, após o final do exercício fiscal, mas antes da data do anúncio dos resultados, as companhias ainda podem ajustar os *accruals* alterando as estimativas ou os métodos contábeis (ZANG, 2012).

Para a variável D_{EXC} – suspeita de excesso de confiança – os resultados mostraram que não foi significativa em nenhuma das regressões. De todo modo, os achados não podem afirmar que a razão de chances de uma empresa ter passado por F&A seja função do excesso de confiança das adquirentes, tendo em conta as relações VM/VI e VI/PL propostas por Ma, Whidbee e Zhang (2011).

Julgando pelas estatísticas encontradas para caracterizar o ajustamento dos modelos (p-valor Wald, Pseudo R^2 , Classificação e Curva ROC), os resultados mostraram que o gerenciamento de resultados por *accruals* tem maior força para influenciar a probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.

No tocante às variáveis¹⁶ de controle, TAM, ENDIV, FCF e Δ ACCD, estas foram significativas e com sinal positivo, assinalando que, para empresas maiores, mais endividadas, com maior montante de caixa livre e *accruals* discricionários crescentes, a razão de chances de passar por uma F&A é maior. Akhtar (2016, p. 31) aponta que, “empresas maiores têm maior probabilidade de engajar em F&A”. Ainda, para Akhtar (2016), empresas com alta alavancagem estariam mais propensas às F&A, possivelmente, devido à não capacidade de crescimento orgânico tão facilmente. Referindo-se à variável fluxo de caixa livre, o sinal positivo indica que, quanto mais recursos disponíveis, maior a capacidade de geração de caixa e a possibilidade de criação de horizonte de projeção econômica por meio de novos investimentos em aquisições. Destaca-se que, Akhtar (2016) cita que motivos de agência tais como, excesso de fluxo de caixa, construção de impérios, tamanho e alavancagem estariam relacionados positivamente às atividades de F&A. Porém, este mesmo autor menciona que não há consenso na literatura sobre tais motivos. A variável Δ ACCD apresentou sinal positivo, condizente com a tendência de que ao aumentar os *accruals* discricionários, de $t-2$ a $t-1$, tem-se aumento na probabilidade de realização de F&A.

Também, a variável Δ REC foi significativa para explicar a razão de chances de uma companhia passar por F&A, no entanto, o sinal do coeficiente foi negativo. Eventualmente, empresas na iminência de perder receitas, devido, por exemplo, ao crescimento de seus concorrentes, poderiam estar mais propensas à F&A para alcançarem maior fatia de mercado e elevarem suas vendas.

Deste modo, utilizando-se as variáveis elencadas, afirma-se estatisticamente: i) a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* exerce influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente, aceitando-se a hipótese H_{0E} ; ii) as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais não exercem influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente, rejeitando-se H_{0F} ; iii) a *proxy* de excesso de confiança não exerce influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente, rejeitando-se H_{0G} ; e iv) não existem evidências estatisticamente significativas para afirmar que as *proxies* de gerenciamento de resultados e excesso de confiança exercem, positivamente, influência simultânea na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente, rejeitando-se H_{0H} .

¹⁶ Também foram testadas regressões contendo as variáveis Lucro, CAPEX, EBIT, Δ Lucro, Δ CAPEX, Δ EBIT, razão *Market-to-Book* e governança corporativa. Os resultados encontrados indicaram que a adição dessas medidas, sejam em conjunto ou separadamente, contribuía para reduzir o poder explicativo dos modelos, uma vez que as estatísticas z apresentavam-se extremamente baixas. Sendo assim, não foram consideradas como variáveis explicativas nos modelos.

O próximo subtópico abordou as inter-relações entre F&A, gerenciamento de resultados, excesso de confiança e desempenho futuro das empresas pós o período da F&A. A proposta foi verificar se existiram relações estatisticamente significativas para explicar o desempenho futuro das empresas em função das *proxies* estabelecidas na pesquisa.

4.4 F&A, ACCD, GRAR, excesso de confiança e desempenho econômico

Continuando, foi avaliado se o desempenho econômico das adquirentes – calculado pelas variações no Fluxo de Caixa Descontado (ΔFCD_{aj}) pós F&A, poderiam ser explicadas em função das *proxies* de gerenciamento de resultados e excesso de confiança estimadas em $t-1$. A Tabela 10 expressa os resultados encontrados a partir dos modelos estimados.

Conforme pode ser verificado (TABELA 10), os resultados foram evidenciados tomando-se ΔFCD_{aj} de t_0 a t_{+1} . A partir das investigações efetuadas, as regressões somente captaram, estatisticamente, influência das variáveis independentes em ΔFCD_{aj} entre t_0 e t_{+1} .

Observando as variáveis explicativas de interesse, as regressões 5 e 11 foram capazes de apresentar as *proxies* de gerenciamento de resultados, $ACCD_{aj}$ e $GRAR_{2aj}$, estatisticamente significativas para explicar as variações em $\Delta FCD_{aj,t+1}$. A regressão 12 trouxe somente que o gerenciamento de resultados por atividades reais total ($GRAR_{Taj}$) foi significativo para explicar $\Delta FCD_{aj,t+1}$. Nesse sentido, tem-se que o desempenho econômico, tanto para adquirentes e não adquirentes, foi impactado pelas *proxies* de gerenciamento de resultados, seja por *accruals* ou por atividades reais. Os sinais observados nos coeficientes mostram que $ACCD_{aj}$ impactou positivamente, enquanto as despesas anormais de vendas, gerais e administrativas e o fluxo de caixa operacional anormal foram negativamente associados à variação no desempenho econômico.

Tabela 10 – $\Delta FCD_{aj,t+i}$ em função de ACCD, GRAR₁, GRAR₂, GRAR_T e D_{Exc} (continua)

	S.E.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Intercepto		-0,274	-0,370	-0,377	-0,265	-0,114	-0,109	-0,028	-0,137	-0,070	-0,042	0,248	0,049
ACCD _{F&A,i}	-	-2,554			-2,058	-1,856		-2,882			-2,288	-2,733	-2,908
GRAR _{1,F&A,i}	-		1,952		1,88				2,153		1,995		
GRAR _{2,F&A,i}	-			0,971		0,631				1,637		1,542	1,304
GRAR _{T,F&A,i}	-												0,558
D _{F&A,EXC,i}	-						0,041	0,101	0,199	0,188	0,358	0,795	0,174
D _{F&A,i}	+/-	0,520	0,678	0,854	0,456	0,459	0,635	0,459	0,568	0,753	0,279	0,069	0,174
ACCD _i	+/-	4,132			4,695	11,368*		4,072			4,694	12,179**	7,363
GRAR _{1,i}	+/-		-3,948		-4,252				-3,897		-4,208		
GRAR _{2,i}	+/-			-4,101		-9,302**				-4,718		-10,246***	-3,489**
GRAR _{T,i}	+/-												-0,597
D _{Exc,i}	+/-						-0,510	-0,511	-0,494	-0,651	-0,492	-0,802	0,330
TAM _i	+/-	0,245	0,319	0,264	0,325	0,275	0,220	0,225	0,230	0,238	0,321	0,289	0,330
ROA _i	+/-	10,924**	-15,364***	-17,091***	-13,346***	-16,676***	-12,445**	-10,834**	-14,960***	-17,183***	-12,932***	-16,346***	-14,410***
FCF _i	+/-	4,636***	5,437***	5,535***	5,040***	4,940***	5,171***	4,934**	5,626***	5,859***	5,230***	5,229***	5,293***
CAPEX _i	+/-	13,896***	13,911***	13,814***	13,347***	11,493***	14,324***	14,116***	13,982***	13,842***	13,262***	10,903***	12,324***
ENDIV _i	+/-	-5,408***	-4,937***	-5,262***	-4,531***	-3,709**	-5,515***	-5,335***	-4,907***	-5,118***	-4,539***	-3,629**	-4,121***
ΔREC_j	+/-	-1,686	-1,939	-1,788	-2,132	-2,652*	-1,615	-1,694	-1,978	-1,872	-2,154	-2,768**	-2,404*
# Obs.		62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Estatística F		6,58	6,2	5,04	7,47	7,47	5,33	5,81	5,98	4,59	7	7,08	7,74
P _{valor} F		0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***
R ² ajustado		0,296	0,322	0,322	0,318	0,409	0,298	0,283	0,306	0,316	0,299	0,406	0,339
P _{valor} S.K.		0,484	0,615	0,388	0,757	0,574	0,555	0,514	0,653	0,591	0,739	0,748	0,767
P _{valor} H.W.		0,831	0,882	0,773	0,440	0,440	0,673	0,440	0,440	0,440	0,440	0,440	0,440
Teste RESET		0,870	0,765	0,647	0,489	0,406	0,964	0,975	0,854	0,816	0,665	0,568	0,608
AIC		253,09	250,78	250,8	252,69	243,83	252,92	255,84	253,8	252,89	255,9	245,6	252,22
VIF		2,05	2,03	1,88	2,52	3,13	1,77	2,29	2,30	2,15	2,72	3,28	2,87

Tabela 10 – $\Delta FCD_{aj,t+1}$ em função de ACCD, GRAR₁, GRAR₂, GRAR_T e D_{EXC} (conclusão)

Nota: Esta tabela expõe os parâmetros estimados nas seguintes regressões:

$$\Delta FCD_{aj,t+1} = \beta_0 + \sum_{j=1}^3 \beta_j GR_{it-1} \times D_{F\&A} + \beta_4 D_{EXC\ it-1} \times D_{F\&A} + \sum_{j=5}^{12} \beta_j CONTROL_{it-1} + \varepsilon_{it-1}$$

$\Delta FCD_{aj,t+1}$ é a variação no valor econômico da empresa i entre os períodos t_0 e t_{+1} ; GR_{it-1} assume o valor de cada *proxy* de gerenciamento de resultados, ACCD, GRAR₁, GRAR₂ e GRAR_T para a empresa i em t_{-1} ; $D_{EXC, it-1}$ assume valor 1 para adquirentes suspeitas de excesso de confiança, valor 0 para os demais casos; $D_{F\&A}$ assume valor 1 para adquirentes; valor 0 para não adquirentes; ACCD _{i} , GRAR _{$1, i$} e GRAR _{$2, i$} e GRAR _{T, i} são as *proxies* de gerenciamento de resultados para a empresa i ; TAM _{i} é o tamanho da empresa i , \ln do ativo total; ROA _{i} é a razão entre lucro líquido e ativo total; FCF _{i} é o fluxo de caixa livre (EBIT – IR&CS + D&A – CAPEX +/- $\Delta CG/AT$); CAPEX são as despesas de capital (ou investimento); EBIT é o resultado antes de juros e imposto de renda e contribuição social; IR&CS é o imposto de renda e contribuição social da empresa i ; D&A é a depreciação e amortização da empresa i ; ΔCG é a variação no capital de giro da empresa i em relação ao ano anterior; AT é o ativo total da empresa i ; ENDIV é a razão entre passivo total e ativo total da empresa i ; ΔREC_i é a variação na receita líquida de venda da empresa i em relação ao ano anterior; S.E. é o sinal esperado da variável de interesse. S.K. é o teste Skewness/Kurtosis para a hipótese nula de normalidade dos resíduos. H.W. é o teste de White para a hipótese nula de homocedasticidade. As regressões foram estimadas considerando erros-padrão robustos à heterocedasticidade. Teste RESET é o teste de Ramsey RESET para a hipótese nula de variáveis omitidas. AIC é o critério de informação de Akaike. VIF é fator de inflação da variância. Os níveis de significância são dados por *** (1%), ** (5%) e * (10%). Todas as variáveis estão ajustadas pela mediana dos valores obtidos para cada empresa listada em seus respectivos setores. Todas as variáveis explicativas estão dimensionadas em t_{-1} .¹⁷

Fonte: Do autor (2019).

¹⁷ Testes também foram realizados com a inserção das variáveis ACCD_{aj}, GRAR_{1aj}, GRAR_{2aj} e GRAR_{Taj} defasadas como controle, porém os resultados mostram piora nas estatísticas gerais das regressões, contribuindo para $p_{\text{valor}} F$ não significativo e baixo R^2 ajustado. Acrescenta-se que, buscando controlar os modelos com variação no gerenciamento de resultados – de t_{-2} a t_{-1} , também foi testada a inserção das variáveis explicativas $\Delta ACCD_{aj}$, $\Delta GRAR_{1aj}$, $\Delta GRAR_{2aj}$ e $\Delta GRAR_{Taj}$, no entanto, assim como para o explicitado anteriormente, a adição dessas variáveis nos modelos não contribuiu para melhoria dos resultados estatísticos obtidos. A variação no lucro da empresa i em relação ao ano anterior, ΔLuc , igualmente foi testada, mas, além de não apresentar significância estatística, o poder explicativo dos modelos piorou.

Notando que existem relações estatisticamente significativas entre as estratégias de gerenciamento de resultados e ΔFCD_{aj} , em até dois anos à frente¹⁸, seja em empresas adquirentes ou não adquirentes, percebe-se que somente o fato de as empresas passarem por F&A não influenciou as variações no desempenho econômico após a realização da transação. Apesar de os resultados anteriores (TABELA 4, 7 e 9) inclinarem para o gerenciamento de resultados por empresas adquirentes, não se observou (TABELA 10) influência de $ACCD_{F\&A}$, $GRAR_{1,F\&A}$, $GRAR_{2,F\&A}$ e $GRAR_{T,F\&A}$ para explicar a variável ΔFCD_{aj} .

Ao contrário dos resultados desse estudo, Gunny (2010) aponta evidências que o gerenciamento de resultados por atividades reais não seria uma decisão oportunista do gestor, mas consistente com a busca de benefícios que permitiriam às empresas alcançarem melhor desempenho econômico futuro. Por outro lado, Bhojraj et al. (2009) mostram que as empresas que superaram as previsões dos analistas utilizando estratégias de gerenciamento de resultados, por *accruals* ou atividades reais, apresentam desempenho ruim, comparativamente às não gerenciadoras.

Mesmo realizando testes para $\Delta FCD_{aj,t0}$ e $\Delta FCD_{aj,t+2}$, os achados não foram capazes de captar qualquer influência do gerenciamento de resultados para explicar estas variações nas adquirentes. Nem mesmo $D_{F\&A}$, apesar de mostrar-se positivamente associada com $\Delta FCD_{aj,t+1}$, foi capaz de explicá-la estatisticamente. A expectativa era que essa *dummy* fosse positiva e também significativa, pois com a F&A esperava-se aumento no valor econômico das adquirentes e, conseqüentemente, melhoria no desempenho.

Ao analisar o excesso de confiança, os resultados mostraram-se não significativos para explicar $\Delta FCD_{aj,t+1}$ em função de D_{EXC} . Em todo o estudo não restou observado a influência dessa *dummy*. Os resultados alcançados podem estar demonstrando maior nível de monitoramento do conselho administrativo das empresas que, conforme Malmendier e Tate (2005), se há monitoramento mais ativo por parte do conselho administrativo e maior controle de governança corporativa, ao exigir que as escolhas dos gestores tenham aprovação do conselho, poderia-se contrabalancear o excesso de confiança do gestor. Para estes autores, se o conselho cumprir com competência a função de monitoramento, ele estaria ciente das oportunidades de investimento da empresa e também podendo encorajar o gestor a realizar projetos criadores de valor. Tal estratégia poderia combater o excesso de confiança e minimizar impactos no resultado econômico das adquirentes.

¹⁸ Até dois anos à frente pelo fato de as variáveis explicativas estarem medidas em t_{-1} e a variável dependente dois anos após. De acordo com a Figura 4 verifica-se que há o espaço temporal de 2 anos entre t_{-1} e t_{+1} .

Outro destaque se dá pela grande participação das adquirentes nos níveis diferenciados de governança corporativa (principalmente, Novo Mercado). Ao empreender boas práticas de governança corporativa, as adquirentes podem converter “princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão” (IBGC, 2019). Ou seja, maior monitoramento e adesão às boas práticas de governança poderiam contribuir para mitigar o excesso de confiança dos gestores.

Salienta-se, também, que características envolvendo a estrutura de propriedade das empresas podem ter influenciado os resultados obtidos na Tabela 10. Para Corrêa et al. (2015), ainda que estudos tenham revelado a possibilidade de influência parcial da estrutura de propriedade no desempenho e na criação de valor, outros constataram a inexistência de relação significativa.

Quanto às variáveis de controle, quando estatisticamente significativas, observou-se que FCF e CAPEX mostraram-se positivamente associadas à variável $\Delta FCD_{aj,t+1}$. Logo, para dado acréscimo em FCF e CAPEX, espera-se aumento em $\Delta FCD_{aj,t+1}$. Para os coeficientes das variáveis ROA, ENDIV e ΔREC os achados mostraram sinal negativo, indicando que, para dado aumento marginal nos valores dessas variáveis, tem-se a expectativa de redução em $\Delta FCD_{aj,t+1}$.

No tocante às estatísticas gerais das regressões, observa-se que o R^2 ajustado variou de 0,283 a 0,409, mostrando que, em termos marginais, as variáveis em conjunto nos modelos explicaram, aproximadamente, entre 28,3% e 40,9% as variações no comportamento de $\Delta FCD_{aj,t+1}$. As estatísticas F, com p-valor significativo a 1%, mostram que as variáveis em conjunto tiveram efeito sobre o valor de $\Delta FCD_{aj,t+1}$. Integra-se a estes resultados os valores dos testes Skewness/Kurtosis, White e Ramsey RESET confirmando, aos níveis de significância propostos, respectivamente, as hipóteses de i) resíduos normalmente distribuídos, ii) homocedasticidade e iii) correta especificação dos modelos. As estatísticas de AIC e VIF também somam relevância. Complementa-se que os modelos mais bem ajustados foram os modelos 5 e 11, com maiores R^2 ajustados e menores valores para AIC.

Alicerçando-se aos resultados apresentados, afirma-se estatisticamente que: i) a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* não exerce influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A, rejeitando-se a hipótese H_{0I} ; ii) as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais não exercem influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A, rejeitando-se a hipótese H_{0J} ; iii) a *proxy* de

excesso de confiança não exerce influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A, rejeitando-se a hipótese H_{0K} ; e iv) o desempenho econômico das adquirentes, pós F&A, não pode ser explicado em função do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais, rejeitando-se a hipótese H_{0L} .

À face de tudo exposto, o Quadro 12 expõe as decisões obtidas para as hipóteses estudadas na pesquisa.

Quadro 12 – Hipóteses testadas e respectivas decisões.

Hipóteses	Decisões
H_{0A} : as médias e medianas da <i>proxy</i> de gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> são diferentes entre empresas adquirentes e não adquirentes no ano anterior às fusões e aquisições.	Aceita
H_{0B} : as médias e medianas das <i>proxies</i> de gerenciamento de resultados por atividades reais são diferentes entre empresas adquirentes e não adquirentes no ano anterior às fusões e aquisições.	Rejeitada
H_{0C} : a <i>proxy</i> de gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> é, em média, mais elevada para empresas adquirentes no ano que antecede às fusões e aquisições.	Aceita
H_{0D} : as <i>proxies</i> de gerenciamento de resultados por atividades reais são, em média, mais elevadas para empresas adquirentes no ano que antecede às fusões e aquisições.	Parcialmente aceita
H_{0E} : a <i>proxy</i> de gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> exerce influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.	Aceita
H_{0F} : as <i>proxies</i> de gerenciamento de resultados por atividades reais exercem influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.	Rejeitada
H_{0G} : a <i>proxy</i> de excesso de confiança exerce influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.	Rejeitada
H_{0H} : existem evidências estatisticamente significativas para afirmar que as <i>proxies</i> de gerenciamento de resultados e excesso de confiança exercem, positivamente, influência simultânea na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente.	Rejeitada
H_{0I} : a <i>proxy</i> de gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> exerce influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A.	Rejeitada
H_{0J} : as <i>proxies</i> de gerenciamento de resultados por atividades reais exercem influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A.	Rejeitada
H_{0K} : a <i>proxy</i> de excesso de confiança exerce influência negativa no desempenho econômico das adquirentes pós F&A.	Rejeitada
H_{0L} : o desempenho econômico das adquirentes, pós F&A, pode ser explicado em função do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> e por atividades reais.	Rejeitada

Fonte: Do autor (2019).

Findando os achados do estudo, o tópico seguinte esboça as conclusões obtidas pela pesquisa, além de levantar possíveis limitações e contribuições para futuras pesquisas.

5 CONCLUSÃO

Considerando que o comportamento oportunista dos gestores e suas expectativas em atingir determinados objetivos influenciam as tomadas de decisões econômico-financeiras dentro das organizações, o estudo objetivou verificar qual o efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho econômico das adquirentes em F&A no Brasil. Foram utilizadas as abordagens de gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais para capturar o efeito do gerenciamento de resultados no desempenho econômico das adquirentes. Quanto ao excesso de confiança, foram consideradas relações entre valor econômico, valor de mercado e valor patrimonial para tentar verificar o efeito do excesso de confiança no desempenho econômico das adquirentes.

Especificamente, o estudo (i) verificou se as adquirentes elevaram os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais no ano anterior às F&A, (ii) verificou o efeito do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais na probabilidade de ocorrência de F&A e (iii) avaliou se o desempenho econômico das adquirentes, pós F&A, poderia ser explicado em função do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais.

Os resultados apontaram que as médias e medianas da *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* são diferentes entre empresas adquirentes e não adquirentes no ano anterior às F&A. O mesmo resultado não foi constatado para as médias e medianas das *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais.

Adiciona-se que, comparando-se com as empresas não adquirentes, a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* foi, em média, mais elevada nas adquirentes no ano que antecedeu às F&A. Para as *proxies* de gerenciamento de resultados por atividades reais, em média, somente o fluxo de caixa anormal foi mais elevado nas adquirentes no mesmo período. Devido a isso, ao considerar as *proxies* agregadas de gerenciamento de resultados por atividades reais – formadas pelo fluxo de caixa anormal, estas também apresentaram-se, em média, mais elevadas nas adquirentes. Os achados não sustentam qualquer inferência sobre os custos de produção anormais e as despesas gerais, de vendas e administrativas anormais, tendo em vista que essas variáveis foram estatisticamente não significativas nas regressões econométricas utilizadas. Desse modo, relativamente ao *trade-off* entre as duas estratégias de gerenciamento de resultados, por *accruals* ou atividades reais, as adquirentes foram mais inclinadas ao uso de gerenciamento de resultados por *accruals* e reconhecimento anormal de fluxo de caixa operacional no ano que antecedeu às F&A.

Sob o entendimento do efeito do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais na probabilidade de ocorrência de F&A, os resultados apontaram que a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* exerce influência positiva na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente. Contudo, para o excesso de confiança e gerenciamento de resultados por atividades reais o estudo não encontrou qualquer tipo de relação, seja positiva ou negativa, com a probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente. Insere-se que, mesmo incluindo, concomitantemente, as *proxies* de gerenciamento de resultados e excesso de confiança nas regressões, não foram encontradas evidências significativas para afirmar que estas *proxies* exercem, positivamente, influência simultânea na probabilidade de uma empresa tornar-se adquirente. Somente o gerenciamento de resultados por *accruals* foi significativo.

Por fim, ao avaliar se o desempenho econômico das adquirentes, pós F&A, poderia ser explicado em função do excesso de confiança e do gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais, o estudo não constatou qualquer relação, seja em conjunto ou separadamente, entre essas variáveis e desempenho econômico. Assim, respondendo ao problema de pesquisa proposto, os resultados não encontraram evidências para afirmar que o gerenciamento de resultados e o excesso de confiança têm efeito no desempenho econômico das adquirentes em fusões e aquisições no Brasil.

No plano teórico-prático, a pesquisa contribuiu para fortalecer a importância de novos estudos que contemplem estratégias de gerenciamento de resultados contábeis, haja vista que a *proxy* de gerenciamento por *accruals* foi estatisticamente significativa para influenciar a probabilidade de ocorrência de F&A. Outra contribuição parte da inferência que, ao utilizar em conjunto as duas estratégias de gerenciamento de resultados – por *accruals* e atividades reais, os achados manifestaram que há melhoria no poder explicativo e estatísticas gerais dos modelos econométricos.

Com base nos resultados, soma-se a importância das empresas no fornecimento de informações sobre as transações de F&A. Devido ao poder informacional contido nas demonstrações contábeis utilizadas para o estudo, tornou-se possível compreender que determinadas estratégias de gerenciamento de resultados podem influenciar decisões de F&A.

No geral, ao constatar que a *proxy* de gerenciamento de resultados por *accruals* foi maior para as adquirentes e, significativa para explicar a probabilidade de ocorrência das F&A, esse fato pode ter um impacto político na assembleia de acionistas, tendo em vista que os sócios enxergam nos resultados contábeis um forte indicador de desempenho do gestor. Assim, o gestor poderia buscar o gerenciamento de resultados para expor uma mensagem

positiva sobre sua gestão aos acionistas, sendo capaz, por exemplo, de evitar a mudança de controle dentro da empresa e fomentar transações de F&A. Ademais, ao gerenciar os resultados para aumentar o lucro, conforme os achados do estudo, o gestor tenderia a influenciar positivamente o valor das ações da empresa. Essa atitude, em uma F&A do tipo *stock for stock*, contribuiria para reduzir o valor a pagar pela empresa alvo.

Fundamentando-se nos objetivos e resultados alcançados, deve-se mencionar algumas limitações que surgiram ao decorrer do estudo. Primeiramente, o pequeno número de empresas adquirentes dificultou de certa maneira a consecução dos resultados. Devido à metodologia escolhida para alcançar os objetivos, optou-se por remover aquelas adquirentes que vivenciaram mais de uma F&A no período estudado. Por consequência, foi reduzido o quantitativo de empresas com essa característica. Porém, a exclusão se fez necessária para mitigar o efeito da sobreposição de operações de F&A dentro do período de tempo escolhido.

Uma segunda limitação deu-se devido à falta de informações importantes sobre as transações de F&A. Em muitos casos, ao buscar por fatos relevantes relacionados às transações, notou-se a omissão de informações substanciais que poderiam contribuir com os resultados tais como, datas dos anúncios, forma de pagamento da transação, valor pactuado, entre outras. Ou seja, informações que poderiam elucidar lacunas ainda existentes em pesquisas que abrangem o tema no mercado de capitais brasileiro.

Outra limitação ocorreu dado à dificuldade em obter o Custo Médio Ponderado de Capital por empresa, tendo em vista o baixo volume de negociações das ações de algumas empresas na Brasil, Bolsa, Balcão – B3. Esse fato comprometeu o cálculo do risco sistemático por empresa, levando à opção pela utilização de múltiplos de transações comparáveis. Sendo assim, optou-se por utilizar o risco sistemático por segmento B3, dado pela média dos betas daquelas empresas que apresentaram liquidez de negociação, o que de fato não causou estranheza, uma vez que todas as análises realizadas no estudo se deram com base em variáveis ajustadas aos respectivos segmentos de cada empresa.

Também surgiu uma limitação em virtude de empreender modelos econométricos para capturar determinadas características sobre as transações de F&A. Não obstante, essas transações foram efetivadas em momentos fixos no tempo que, em vários casos, apresentaram-se em diferentes anos para cada empresa. Logo, a metodologia empreendida deve ser replicada com cautela em dados com características congêneres.

Como sugestões para futuras pesquisas, propõe-se: i) adicionar aos dados novas adquirentes e verificar se, ao aumentar o número de observações, os resultados serão divergentes; ii) executar demais modelos para capturar o gerenciamento de resultados

contábeis, podendo-se ter uma visão geral sobre possíveis diferenças existentes entre os níveis de gerenciamento calculados em cada modelo; iii) buscar novas formas para investigar se foi ou não utilizado excesso de confiança nas transações de F&A; iv) inserir outras variáveis no estudo para contemplar o contexto institucional das empresas e características dos controladores; e v) novos estudos poderiam abranger variáveis que descrevam a estrutura de propriedade, independência do conselho de administração e fiscal.

De modo geral, por trazer esclarecimentos sobre a relação endógena entre a qualidade dos lucros, gerenciamento de resultados, excesso de confiança e F&A, as conclusões obtidas são importantes para subsidiar a tomada de decisões de investidores e outros usuários das informações contábeis.

REFERÊNCIAS

- ABUGHAZALEH, Naser M.; AL-HARES, Osama M.; ROBERTS, Clare. Accounting discretion in goodwill impairments: UK evidence. **Journal of International Financial Management & Accounting**, New Jersey, v. 22, n. 3, 2011.
- AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. An incomplete contracts approach to financial contracting. **The Review of Economic Studies**, London, v. 59, n. 3, p. 473-494, 1992.
- AHMED, Anwer S.; DUELLMAN, Scott. Managerial overconfidence and accounting conservatism. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 00, n. 0, p. 1-30, 2012.
- AKHTAR, Farida. The probability of a firm making a takeover bid: An empirical analysis of Australian firms. **Australian Journal of Management**, Sydney, v. 41, n. 1, p. 27-54, 2016.
- ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALMEIDA, José E. F. de. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. 188 p. Tese (Doutorado) Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ANDERSON, David R.; SWEENEY, Dennis J.; WILLIAMS, Thomas A. **Estatística aplicada à administração e economia**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Boletim ANBIMA Fusões e Aquisições**. 2017. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/pagina-inicial.htm>. Acesso em: 22 de mai. 2017.
- BAIK, Bok; CHO, Kwanghee; CHOI, Wooseok; KANG, Jun-Koo. The role of institutional environments in cross-border mergers: A perspective from bidders' earnings management behavior. **Management International Review**, Kiel, v. 55, pp. 615-646, 2015.
- BALL, Ray. International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. **Accounting and Business Research**, International Accounting Policy Forum, United Kingdom, p. 5-27, 2006.
- BALL, Ray. Risk, return and disequilibrium: An application to changes in accounting techniques. **The Journal of Finance**, New Orleans, v. 27, n. 2, p. 343-353, 1972.
- BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshman. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 45, n. 2, p. 324-349, Aug. 2008.
- BARROS, Lucas A. B. de C.; SILVEIRA, Alexandre Di M. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 3, p. 293-334, 2008.
- BEAVER, William H. The Information Content of Annual Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 6, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, p. 67-92, 1968.

BEN-DAVID, Itzhak; GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R. Managerial Overconfidence And Corporate Policies. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, Working Paper n. 13711, 2007.

BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 28, n. 3, Sep 1993.

BHOJRAJ, Sanjeev [et al.]. Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts. **The Journal of Finance**, New Orleans, v. 64, n. 5, pp. 2359 – 2386, 2009.

BISPO, Oscar N. de A.; MAIA, Saulo C.; BARROS, Leandro E. V.; CARVALHO, Francisval de M. Fusões, aquisições e gerenciamento de resultados: uma revisão sistemática envolvendo diferentes categorias analíticas. **Organizações em contexto**, São Bernardo do Campo, v. 13, n. 25, jan.-jun. 2017.

BOMFIM, Emanuel T. do; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, Belo Horizonte, v. 27, n. 3, set/dez. 2016.

BOTSARI, Antonia; MEEKS, Geoff. Do Acquirers Manage Earnings Prior To A Share For Share Bid? **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 35, n. 5-6, p. 633-670, jun./jul. 2008.

BRAAM, Geert; NANDY, Monomita; WEITZEL, Utz; LODH, Suman. Accrual-based and real earnings management and political connections. **The International Journal of Accounting**, Illinois, v. 50, n. 2, p. 111–141, 2015.

BRADLEY, Michael; DESAI, Anand; KIM, E.Han. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 21, p. 31–49, 1988.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José A. V. da C. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 14, n. 25, p. 6-23, jan./abr. 2001.

BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 23 mar. 2019.

BRASIL. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição [...]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L11941.htm>. Acesso em: 23 mar. 2019.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 23 mar. 2019.

BRESSANE, Bernardo P. **CEO overconfidence and the impact on M&A activity.** 2010. 38. p. Dissertação (Mestrado) Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática.** 13. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

BROWN, Rayna; SARMA, Neal. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. **Journal of Economics and Business**, Philadelphia, v. 59, n. 5, p. 358–379, 2007.

BRUHN, Nádia C. P.; CALEGÁRIO, Cristina L. L.; CARVALHO, Francisval de M.; CAMPOS, Renato S.; SANTOS, Antônio C. dos. Mergers and acquisitions in Brazilian industry: a study of spillover effects. **International Journal of Productivity and Performance Management**, Bingley, v. 66, n. 1, p. 51-77, 2017.

CAMARGOS, Marcos A. de; BARBOSA, Francisco V. B. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, abr./jun. 2009.

CAMARGOS, Marcos A. de; BARBOSA, Francisco V. B. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p. 69-99, jan./mar. 2010.

CAMARGOS, Marcos A. de; BARBOSA, Francisco V. B. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, abril/junho, 2003

CAMPA, Domenico; HAJBABA, Amir. Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings management. **International Review of Financial Analysis**, Dublin, v. 44, p. 56-64, March 2016.

CAMPBELL, Joanna Tochman; SIRMON, David G.; SCHIJVEN, Mario. Fuzzy Logic and the Market: A Configurational Approach to Investor Perceptions of Acquisition Announcements. **Academy of Management Journal**, New York, v. 59, n. 1, 2016.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento de Resultados Contábeis no Brasil mediante Decisões Operacionais. **In.:** EnANPAD 2006, 30º Encontro da ANPAD, 23 a 27 de setembro de 2006, Salvador/BA, 2006.

CARUSO, Giuseppe Davide; FERRARI, Elisa Rita; PISANO, Vincenzo. Earnings management and goodwill impairment An empirical analysis in the Italian M&A context. **Journal of Intellectual Capital**, Bingley, v. 17, n. 1, p. 120-147, 2016.

CARVALHO, M. C. M. **Técnicas de Metodologia Científica: construindo o saber.** Campinas: Papirus, 1988.

CASTRO, Denise M. F. de. **Criação de valor em fusões e aquisições**. 2010. 204 p. Dissertação (Mestrado) Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

CHAN, Konan; JEGADEESCH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. **Earnings quality and stock returns: the evidence from accruals**. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=259691>>. Acesso em: 10 mar. 2009.

CHEN, Sheng-Syan; LIU, Yong-Chin; CHEN, I-Ju. Long-Run Stock Performance and Its Determinants for Asset Buyers. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 41, n. 5-6, p. 685–716, June/July 2014.

CHIU, Peng-Chia; TEOH, Siew Hong; TIAN, Feng. Board Interlocks and Earnings Management Contagion. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 88, n. 3, p. 915-944, 2013.

CHRISTIE, A. A.; ZIMMERMAN, J. L. Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures – Corporate-Control Contests. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 69, n. 4, p. 539-566, oct. 1994.

COFF, Russell W. How Buyers Cope with Uncertainty when Acquiring Firms in Knowledge-Intensive Industries: Caveat Emptor. **Organization Science**, Catonsville, v. 10, n. 2, p. 144-213, March-April, 1999.

COHEN, Daniel A.; ZAROWIN, Paul. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 50, n. 1, p. 2–19, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM nº 361**, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta [...]. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361consolid.pdf>>. Acesso em: 23 mar. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM nº 565**, de 15 de junho de 2015. Dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst565.pdf>>. Acesso em: 23 mar. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Vieses do poupador**. Série CVM Comportamental, Volume 2. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Serie-CVMComportamental/CVMComportamental_vol2_ViesesPoupador.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2019.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (Brasil). **Pronunciamento conceitual básico (R1). CPC 00** Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. 2011. Disponível em:

<http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2019.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (Brasil). Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1). **Combinação de Negócios**. 2011. Disponível em: <http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2013.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2019.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books, 2006.

CORRÊA, Elenice de L. C. [et al.]. Estrutura de propriedade e criação de valor em companhias brasileiras. **Tourism & Management Studies**, Faro, v. 11, n. 2, pp. 130-137, 2015.

COSTA, Tatiane Bento da. **Real earning management no Brasil em duas condições de avaliação**. 2017. 112 f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2017.

CUPERTINO, César M.; MARTINEZ, Antônio L.; COSTA JR., Newton C. A. da. Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions. **Research in International Business and Finance**, Ohio, v. 34, p. 309–323, 2015.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DANIEL, Kent; HIRSHLEIFER, David. Overconfident Investors, Predictable Returns, and Excessive Trading. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 29, n. 4, p. 61-87, 2015.

DECHOW, Patricia M.; GE, Weili; SCHRAND, Catherine. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.

DECHOW, Patricia M.; HUTTON, Amy P.; KIM, Junghoon; SLOAN, Richard G. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 50, n. 2, 2012.

DECHOW, Patricia M.; KOTHARI, S.P.; WATTS, Ross L. The Relation Between Earnings and Cash Flows. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 25, n. 2, p. 133-168, 1998.

DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 14, n. 2, p. 235-250, June 2000.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 70, n. 2, p. 193-225, Apr.1995.

DEFOND, Mark L. Earnings quality research: Advances, challenges and future research. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 50, n. 2-3, p. 402-409, 2010.

DEMÉTRIO, Clarice G. B.; ZOCCHI, Sílvio S. **Modelos de regressão**. São Paulo, ESALQ/USP, 2008.

DICHEV, Iliia D. [et al.]. Earnings Quality: Evidence from the Field. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 56, n. 2-3, Supplement 1, p. 1-33, 2013.

DYE, Ronald. Earnings management in an overlapping generations model. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 195-235, Autumn 1988.

ECKBO, B. Espen. Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 11, n. 1-4, p. 241-273, 1983.

EHRHARDT, Michael C.; BRIGHAM, Eugene F. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

ERICKSON, M; WANG, S.W. Earnings Management By Acquiring Firms In Stock For Stock Mergers. **Journal of Accounting & Economics**, Massachusetts, v. 27, n. 2, p. 149-176, apr. 1999.

FAMA, Eugene F.; MACBETH, James D. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 81, n. 3, p. 607-636, 1973.

FASB – Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Accounting Standards. **Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises, 1**. Stamford, Connecticut: 1978.

FÁVERO, Luiz P. [et al.]. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FÁVERO, Luiz P. [et al.]. **Métodos quantitativos com stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, Sept. 2001.

FRANCIS, Jennifer; LAFOND, Ryan; OLSSON, Per; SCHIPPER, Katherine. The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 39, n. 2, p. 295-327, 2005.

GALDI, Fernando C. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** 2008. 119 p. Tese (Doutorado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.bv.fapesp.br/dissertacoes-teses/8050/estrategias-investimento-acoes-baseadas-analise-demonstracoes/>>. Acesso em: 28 fev. 2010.

GALDI, Fernando Caio; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo; LOPES, Alexsandro Broedel. Análise empírica de modelos de *valuation* no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado *versus* modelo de Ohlson (RIV). **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 19, n. 47, p. 31 – 43, maio/agosto 2008.

GERVAIS, S. HEATON, J. B.; ODEAN, T. Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. **The Journal of Finance**, New Orleans, v. 65, p. 1735–1777, 2011.

GIL, Antônio C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2007.

GODOY, A. S. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 35, n. 3, p. 20-29, mai./jun. 1995.

GONG, Guojin; LOUIS, Henock; SUN, Amy X. Earnings Management, Lawsuits, And Stock-For-Stock Acquirers' Market Performance. **Journal of Accounting & Economics**, Massachusetts, v. 46, n. 1, p. 62-77, sep. 2008.

GRAHAM, C. Teaching accounting as a language. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 24, n. 2, p. 120-126, 2013.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 40, n. 1-3, p. 3–73, 2005.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GUNNY, A. K. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.

HACKBARTH, D. Managerial traits and capital structure decisions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 43, n. 4, p. 843–881, 2008.

HAIR, Joseph F. [et al.]. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HARFORD, J. What drives merger waves? **Journal of Financial Economics**, New York, v. 77, n. 3, p. 529-560, 2005

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, Lakewood Ranch, v. 13, n. 4, p. 365-383, dec. 1999.

HIGGINS, Huong N. Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. **Journal of Accounting and Public Policy**, Amesterdã, v. 32, n. 1, p. 44-70, 2013.

HIGGINS, Robert C. **Análise para administração financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2014.

HILARY, Gilles; HSU, Charles; SEGAL, Benjamin; WANG, Rencheng. The Bright side of managerial over-optimism. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 62, p. 46–64, 2016.

HODGKINSON, Lynn; PARTINGTON, Graham H. The Motivation for Takeovers in the UK. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 35, n. 1-2, p. 102–126, January/March 2008.

HRIBAR, Paul; COLLINS, Daniel W. Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 40, n. 1, p. 105-134, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança Corporativa**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 22 mar. 2019.

IRANI, Rustom M; OESCH, David. Analyst Coverage and Real Earnings Management: Quasi-Experimental Evidence. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 51, n. 2, p. 589–627, Apr. 2016.

IRANI, Rustom M; OESCH, David. Monitoring and corporate disclosure: Evidence from a natural experiment. **Journal of Financial Economics**, New York, v. 109, n. 2, p. 398-418, 2013.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. The Nature of Man. **Journal of Applied Corporate Finance**, Columbia, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JONES, Jennifer. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 29, n. 2, p. 193-228, Autumn 1991.

KAPLAN, Robert S.; ROLL, Richard. Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence. **The Journal of Business**, Chicago, v. 45, n. 2, p. 225-257, 1972.

KOGUT, B. Joint ventures: Theoretical and empirical perspectives. **Strategic Management Journal**, Cambridge, v. 9, n. 4, p. 319-332, 1988.

KOHERS, Ninon; KOHERS, Theodor. The value creation potential of high-tech mergers. **Financial Analysts Journal**, Charlottesville, v. 56, n. 3, p. 40-50, 2000.

KOHLBECK, Mark; WARFIELD, Terry. Accounting standard attributes and accounting quality: Discussion and analysis. **Research in Accounting Regulation**, Cleveland, v. 22, n. 2, p. 59-70, 2010.

KOTHARI, S. P.; LEONE, Andrew J.; WASLEY, Charles E. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 39, n. 1, p. 163–97, 2005.

LARSON, Ron; FARBER, Betsy. **Estatística aplicada**. 4. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

- LAVIE, D. The competitive advantage of interconnected firms: An extension of the resource-based view. **Academy of management review**, New York, v. 31, n. 3, p. 638-658, 2006.
- LEHMANN, Nico. The role of corporate governance in shaping accruals manipulation prior to acquisitions. **Accounting and Business Research**, v. 46, n. 4, p. 327–364, 2016.
- LEVINE, David M. [et al.]. **Estatística: teoria e aplicações**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.
- LOPES, Alessandro B; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007.
- LOUIS, H. Earnings Management And The Market Performance Of Acquiring Firms. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 74, n. 1, p. 121-148, oct. 2004.
- LOUIS, Henock; SUN, Amy X. Abnormal accruals and managerial intent: evidence from the timing of merger announcements and completions. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 33, n. 3, pp. 1101–1135, 2016.
- MA, Qingzhong; WHIDBEE, David A.; ZHANG, Athena Wei. Value, valuation, and the long-run performance of merged firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 17 n. 1, p. 1–17, 2011.
- MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. CEO Overconfidence and Corporate Investment. **The Journal of Finance**, New Orleans, v. LX, n. 6, Dec., 2005.
- MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market’s reaction. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 89, n. 1, p. 20– 43, 2008.
- MARQUES, Vagner A. **Qualidade das informações contábeis e o ambiente regulatório: evidências empíricas no período de 1999 a 2013**. (2016). 199 f.: il. Tese (doutorado) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2016
- MARTINEZ, Antônio L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 150 f. Tese (Doutorado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- MARTINEZ, Antônio L. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, janeiro/abril 2008.
- MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2009
- MATSUMOTO, Alberto S.; PARREIRA, Enéias M. Uma pesquisa sobre o gerenciamento de resultados contábeis: causas e conseqüências. **Revista UnB Contábil**, Brasília, v. 10, n. 1, p. 141-157, jan./jun. 2007.
- MOELLER, S.; SCHLINGEMANN, F. P.; STULZ, R. M. Firm size and the gains from acquisitions. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 73, n. 2, p. 201–228, 2004

MOHANRAN, Partha. S. **How to manage earnings management?** 2003. Disponível em: <<http://www.docstoc.com/docs/7175242/HOW-TO-MANAGE-EARNINGS-MANAGEMENT1>>. Acesso em: 10 out. 2009.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? **Journal of Finance**, v. 45, p. 31–48, 1990.

MOTTA, Luiz F. J. da. [et al.]. Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. **Revista de Administração – FACES Journal**, Belo Horizonte, v. 12, n. 4, p. 100-119 ou./dez. 2013.

NGUYEN, Hien Thu; YUNG, Kenneth; SUN, Qian. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 39, n. 9-10, p. 1357–1375, November/December 2012.

PENMAN, Stephen H.; ZHANG, Xiao-Jun. Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 77, n. 2, p. 237-264, 2002.

PENROSE, Edith. **A teoria do crescimento da firma**. Campinas: Editora da Unicamp, 2006.

RAFFAELLI, Susana Cipriano Dias; GARCIAS, Paulo Mello; ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolucci; PORTULHAK, Henrique. Estratégias retóricas de legitimação nos relatórios da Administração: respostas ao movimento antitabagista. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 3, Rio de Janeiro, p. 286-307, 2017.

RAU, P. Raghavendra; VERMAELEN, Theo. Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 49, n. 2, p. 223-253, 1998.

REILLY, Frank K.; NORTON, Edgar A. **Investimentos**. 7. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

REIS, Elizio Marcos dos; LAMOUNIER, Wagner Moura; BRESSAN, Valéria Gama Fully. Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 247-260, set./out./nov./dez. 2015.

RHODES-KROPF, M.; VISWANATHAN, S. Market valuation and merger waves. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 59, n. 6, p. 2685-2718, 2004.

RICHARDSON, A. J. Accounting as a legitimating institution. **Accounting, Organizations and Society**, v. 12, n. 4, p. 341-355, 1987.

ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, Philadelphia, v. 59, n. 2, Part 1, p. 197-216, 1986.

ROSEN, R. J. Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements. **The Journal of Business**, Philadelphia, v. 79, n. 2, p. 987-1017, 2006.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 42, n. 3, p. 335–370, 2006.

SCHRAND, Catherine M.; ZECHMAN, Sarah L.C. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 53, n. 1-2, p. 311–329, 2012.

SETH, Anju. Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation. **Strategic Management Journal**, New Jersey, v. 11, n. 6, Oct 1990b.

SETH, Anju. Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues. **Strategic Management Journal**, New Jersey, v. 11, n. 2, Feb 1990a.

SETH, Anju; SONG, Kean P.; PETTIT, Richardson. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. **Journal of International Business Studies**, East Lansing, v. 31, n. 3, p. 387-405, 2000.

SHILLER, Robert J. Human behavior and the efficiency of the financial system. In: TAYLOR, J. B.; WOODFORD, M. Handbook of Macroeconomics, v. 1, n. 1, chapter 20, p. 1305-1340, North Holland: Elsevier, 1999.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Value Maximization and the Acquisition Process. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 2, n. 1, p. 7-20, 1988.

SILVA, Thiago B. de J.; MONDINI, Vanessa E. D.; SILVA, Tarcísio P. da. Influência do excesso de confiança e otimismo no endividamento em empresas de menor porte brasileiras e chilenas. In.: 2ª Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais, FGV/EAESP 2015. Disponível em: <http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/Artigo%20Finan%C3%A7as%20comportamentais_com%20nome%20dos%20autores.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2019.

SLOAN, R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **The Accounting Review**, Sarasota, v. 71, pp. 305-333, 1996.

SMITH, Malcolm. **Research Methods in Accounting**. 4. ed. London: SAGE, 2017.

SOUZA, Maíra Melo de; BORBA, José Alonso. Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill Reconhecido nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 28, n. 73, p. 77-92, jan./abr. 2017.

SUBRAMANYAM, K. R.; VENKATACHALAM, Mohan. Earnings, Cash Flows, and Ex Post Intrinsic Value of Equity. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 82, n. 2, p. 457-481, 2007.

SUDARSANAM, Sudi; SORWAR, Ghulam. Determinants of takeover premium in cash offers: An option pricing approach. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 37, n. 5 & 6, pp. 687–714, June/July 2010.

SUNDER, Shyam. Knowing what others know: common knowledge, accounting and capital markets. **Journal of Management Accounting Research**, Sarasota, v. 16, n. 4, p. 305-319, Dec. 2002.

TAYLOR, Shelley E.; BROWN, Jonathon D. Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health. **Psychological Bulletin**, Washington, DC, v. 103, n. 2, p. 193-210, 1988.

TEOH, Siew H.; WELCH, Ivo; WONG, T.J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **The Journal of Financial Economics**, New York, v. 50, n. 1, p. 63-99, Oct.1998a.

TOIGO, Leandro A.; HEIN, Nelson; KROENKE, Adriana. Características predominantes dos mecanismos de governança corporativa e desempenho pós-fusões e aquisições no Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, v. 37, Edição Suplementar, p. 85-104, 2018.

TRAPP, Adriana C. Garcia. **A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis**. 2009. 133 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08072009-160920/>>. Acesso em: 20 fev. 2010.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. **Science**, Washington DC, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.

VASILESCU, Camelia; MILLO, Yuval. Do industrial and geographic diversifications have different effects on earnings management? Evidence from UK mergers and acquisitions. **International Review of Financial Analysis**, Dublin, v. 46, pp. 33-45, 2016.

VIEIRA, Luana B. [et al.]. Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE – Revista de Gestão**, São Paulo, v. 24, p. 235-246, 2017.

WATTS, Ross L. Accounting Choice Theory and Market-Based Research in Accounting. **British Accounting Review**, Portsmouth, v. 24, n. 3, p. 235-267, 1992.

WEINSTEIN, Neil D. Unrealistic Optimism About Future Life Events. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 39, n. 5, p. 806-820, 1980.

WESTON, John Fred; SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. **Takeovers, restructuring, and corporate governance**. 3. ed. New Jersey, Prentice Hall, 2001.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate Finance and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

ZANG, Amy Y. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012.

ZHANG, Ziqiao. Under-Performance of Listed Companies, Real Earnings Management and M&A: Chinese Empirical Evidence. **Journal of Industrial Engineering and Management-Jiem**, v. 8, n. 2, Edição Especial: SI, pp. 322-334, 2015.

ZHAO, Yijiang; CHEN, Kung H.; ZHANG, Yinqi; DAVIS, Michael. Takeover protection and managerial myopia: Evidence from real earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, Amesterdã, v. 31, n. 1, p. 109-135, 2012.

ZHU, Tingting; LU, Meiting; SHAN, Yaowen; ZHANG, Yuanlong Zhang. Accrual-based and real activity earnings management at the back door: Evidence from Chinese reverse mergers. **Pacific-Basin Finance Journal**, Queensland, v. 35 pp. 317–339, 2015.