

Gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais em fusões e aquisições no Brasil

DOI: 10.4025/enfoque.v42i2.59768

Maysa Oliveira de Melo Antonio¹⁰
Mestre em Ciências Contábeis
Fucape Business School
E-mail: maysa-oliveira23@hotmail.com

Talles Vianna Brugni¹⁰
Pós-doutor em Finanças e Doutor em
Controladoria e Contabilidade
Fucape Business School
E-mail: tallesbrugni@fucape.br

Danilo Soares Monte-mor¹⁰
Doutor em Ciências Contábeis e Administração
Fucape Business School
E-mail: danilo@fucape.br

Bruna Camargos Avelino¹⁰
Doutora em Controladoria e Contabilidade
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG
E-mail: bcavelino@gmail.com

Valcemiro Nossa¹⁰
Doutor em Controladoria e Contabilidade
Fucape Business School
E-mail: valcemiro@fucape.br

Recebido em: 22/06/2021

Aceito em: 04/08/2021

2ª versão aceita em: 16/08/2021

RESUMO

Este artigo objetiva verificar se as empresas brasileiras listadas na B3, Bolsa, Balcão (B3) que passaram por processo de Fusões e Aquisições (F&A) gerenciam resultados por meio de *accruals* ou por gerenciamento por decisões operacionais. A amostra foi composta por empresas não financeiras listadas na B3 no período de 2009 a 2017. Para atender o objetivo proposto, foram testadas duas hipóteses: H₁ - Empresas alvo e licitantes apresentam maior nível de gerenciamento de resultados por *accruals* durante períodos de F&A e H₂ - Empresas alvo e licitantes apresentam maior nível de gerenciamento de resultados por decisões operacionais durante períodos de F&A. Mensurou-se o gerenciamento por *accruals* pelo modelo Jones Modificado e o gerenciamento por decisões operacionais pelo modelo de Roychowdhury. Foram empregados os métodos dos mínimos quadrados agrupados, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Os resultados empíricos indicam que as empresas listadas na B3 que passaram por processo de F&A gerenciam resultados por meio de *accruals* e por decisões operacionais, que ocorre via superprodução nas empresas licitantes e por meio de manipulação das vendas nas empresas-alvo. Os achados sugerem, ainda, que para economizar no custo de aquisição da empresa-alvo, gestores de empresas licitantes que seguem a estratégia de realizar F&A utilizando ações como forma de pagamento, tendem a sobrevalorizar de forma temporária o preço de suas ações por meio de gerenciamento de resultados por *accruals*. Todavia, não foi possível afirmar que F&A envolvendo pagamento em ações incentiva o gerenciamento de resultados por decisões operacionais por parte das empresas licitantes. Este estudo contribui para a literatura ao validar empiricamente as evidências de gerenciamento de resultados por decisões operacionais em eventos específicos de F&A no Brasil, além de analisar o *trade-off* entre o gerenciamento por *accruals* e por decisões operacionais em um país emergente, considerando que um cenário com menor proteção ao investidor tende a oferecer incentivos à manipulação de resultados.

Palavras-chave: Fusões e aquisições; *Accruals*; Gerenciamento de Resultados; Decisões operacionais.

Accruals-based and real earnings management surrounding mergers and acquisitions in Brazil

ABSTRACT

We have verified whether Brazilian publicly traded companies carry out earnings management by operating decisions at the expense of accruals-based earnings management in the periods of mergers

and acquisitions (M&A). In this regard, we have analyzed a sample of non-financial firms listed on the Brazilian Stock Exchange (B3) from 2009 to 2017. To meet the proposed objective, two hypotheses were tested: H_1 - Target companies and acquiring companies have a higher level of earnings management by accruals during periods of M&A and H_2 - Target companies and acquiring companies have a higher level of earnings management by operational decisions during M&A periods. We calculate real earnings management based on Roychowdhury model and the accruals earnings management based on modified Jones model. We use Pooled Ordinary Least Squares, fixed effects and random effects methods. Our findings indicate that during M&A periods acquiring firms manage their earnings by operational decisions related to overproduction and target firms manage their earnings by sales manipulation. Additionally, the results also suggest that to save on the cost of acquiring the target company, managers of acquiring companies that follow the strategy of carrying out M&A using shares as a form of payment tend to temporarily overvalue the price of their shares by means of earnings management by accruals. However, it was not possible to state that M&A involving payment in shares encourages the management of results by operational decisions by the acquiring companies. The study expands the literature, empirically validating the evidence of earnings management by operational decisions in specific M&A events in Brazil. In addition, it analyzes the trade-off between accrual management and operational decisions in an emerging country, considering that a scenario with less investor protection tends to offer greater incentives to manipulate results.

Keywords: Mergers and Acquisitions (M&A); *Accruals*; Earnings Management; Operating Decisions.

1 INTRODUÇÃO

Em muitas fusões e aquisições corporativas, a empresa licitante adquire a empresa-alvo com liquidação por meio de ações emitidas ou transferidas dos acionistas (ERICKSON; WANG, 1999). Estabelecido o preço de compra, é determinado o preço das ações da empresa-alvo e o preço das ações da empresa licitante para a liquidação do acordo de fusão (ERICKSON; WANG, 1999).

Logo, quanto maior o preço das ações da empresa licitante, menos ações serão emitidas para a liquidação (ERICKSON; WANG, 1999). Efeito oposto ocorre quanto maior seja o preço das empresas-alvo; a empresa licitante disponibiliza mais para o fechamento do negócio (BALL; SHIVAKUMAR, 2008). Em ambos os casos, evidenciam-se incentivos para que gestores das empresas envolvidas possam gerenciar resultados no sentido de elevar os preços de suas ações antes da operação de fusão/aquisição (F&A), podendo ser usados como mecanismos para tal gerenciamento de resultados, a manipulação por decisões operacionais ou o gerenciamento por *accruals* (ZHU; LU, 2013).

Evidências de gerenciamento de resultados em períodos de F&A ficariam desalinhadas com os objetivos da empresa (BOTSARI; MEEKS, 2008), seja em função do impacto da assimetria informacional causado pelo gerenciamento por *accruals* na divulgação dos resultados contábeis (GE, 2009), ou pelo gerenciamento de resultados por decisões operacionais, que ocasiona consequências financeiras de longo prazo (GUNNY, 2010).

Cohen e Zarowin (2010), Zhu e Lu (2013), Kothari, Mizik e Roychowdhury (2016) e Farooqi, Ngo e Jory (2017) constataram que executivos utilizam o gerenciamento de resultados por decisões operacionais para atingir determinados *benchmarks* antes de eventos corporativos, como recompra de ações e F&A, sugerindo ineficiência de mercado por meio de anomalias de curto prazo, na forma discutida em Fama (1998) e Schwert (2003).

Karim, Sarkar e Zhang (2016) identificaram a prática de gerenciamento de resultados por *accruals* (escolhas contábeis) em períodos de F&A em 30 países, incluindo o Brasil. Outros estudos indicam, ainda, redução nos níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e aumento nos níveis de gerenciamento de resultados por decisões operacionais em cenários caracterizados por maior fiscalização das práticas contábeis (COHEN; DEY; LYS, 2008; ZANG, 2012), como ocorre nos casos de F&A (KOTHARI et al., 2016; ROYCHOWDHURY, 2006).

A partir dessas evidências internacionais, busca-se, com esta pesquisa, responder a seguinte questão: Qual o tipo de gerenciamento de resultados realizado por empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa,

Balcão (B3) que passaram por processos de F&A? Consequentemente, objetiva-se neste estudo verificar se as empresas brasileiras listadas na B3 que passaram por processos de F&A gerenciam resultados por meio de *accruals* ou por gerenciamento por decisões operacionais. Para atender o objetivo proposto, foram estimados modelos de dados em painel com base nos métodos *Pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. O gerenciamento por *accruals* foi mensurado pelo modelo Jones Modificado e o gerenciamento por decisões operacionais pelo modelo de Roychowdhury.

Destaca-se que as evidências apontam que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais tem a preferência dos gestores, por ser menos propenso à detecção por reguladores e auditores (COHEN; ZAROWIN, 2010; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; KOTHARI et al., 2016; ZANG, 2012). Tais decisões incluem superprodução, para reduzir o custo dos produtos vendidos; oferta de descontos no preço, para aumento temporário de vendas, e redução agressiva dos gastos discricionários. Todas objetivam evitar relato de perdas, melhorando margens de lucro reportadas (GUNNY, 2010; ROYCHOWDHURY, 2006; ZANG, 2012).

Em âmbito nacional, estudos se concentraram em verificar o gerenciamento de resultados por *accruals* antes de eventos envolvendo questões societárias, como oferta pública de aquisição de ações (DOMINGOS; PONTE; PAULO; ALENCAR, 2017), oferta pública inicial de ações (GIOIELLI; CARVALHO; SAMPAIO, 2013) e oferta pública subsequente de ações (BISPO, 2010). Este trabalho se diferencia dos demais ao analisar a prática de gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento por decisões operacionais no ambiente de F&A corporativas no Brasil.

Justifica-se o estudo no Brasil, uma vez que houve evolução significativa no volume de F&A, com média anual de negócios passando de 292 (2000-2005) a 791 (2013-2017), conforme pesquisa “Fusões e aquisições: 2017 - 4º trimestre” (2018). O aumento de interesse dos gestores por essas transações é decorrente da globalização e da internacionalização dos mercados, que impulsionam as empresas, dentre outros aspectos, a buscar maior obtenção de lucros e riqueza para os acionistas (LONG, 2015).

Os apontamentos feitos neste estudo contribuem para que além das partes interessadas da empresa, órgãos reguladores brasileiros entendam as implicações do gerenciamento de resultados por decisões operacionais e do gerenciamento por *accruals*, de modo a instituírem regras apropriadas para a restrição dessa prática, ou para sua evidenciação durante períodos de F&A.

Do ponto de vista teórico, o estudo amplia a literatura, ao validar empiricamente as evidências de gerenciamento de resultados por decisões operacionais em eventos específicos de F&A no Brasil. Além disso, analisa o *trade-off* entre o gerenciamento por *accruals* e por decisões operacionais em um país emergente, considerando que um cenário com menor proteção ao investidor tende a oferecer maiores incentivos à manipulação de resultados (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003).

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ACCRUALS

O gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores alteram de forma proposital os relatórios contábeis de uma empresa, com a intenção de obter algum benefício (MARTINEZ, 2013). Diferentemente da fraude contábil, a prática de gerenciamento de resultados é realizada em conformidade com os procedimentos contábeis geralmente aceitos, porém, propicia certa discricionariedade aos gestores, de modo a optarem por apresentar um resultado divergente da real situação dos negócios em função de outros incentivos (ERICKSON; WANG, 1999).

No contexto das F&A, avaliações ineficientes de parte do mercado acionário, aliadas à racionalidade dos gestores, podem gerar incentivos para que os resultados contábeis das empresas sejam gerenciados (SHLEIFER; VISHNY, 2003). Uma forma de gerenciamento de resultados é por meio de *accruals*, sem consequências diretas no fluxo de caixa das operações (ROYCHOWDHURY, 2006). De acordo com Martinez (2001), as acumulações (*accruals*) são todas as contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam necessária movimentação de disponibilidades.

Conforme explicam Schuster e Klann (2019), em termos gerais, os *accruals* podem ser obtidos pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa, desse modo, parte-se do pressuposto de que o gerenciamento de resultados ocorre a partir de escolhas contábeis. Os exemplos concentram-se na delonga na baixa de ativos, na suavização de resultados contábeis ao longo do tempo, no reconhecimento discricionário de perdas ou ganhos, na pontualidade assimétrica, na alteração de métodos de reconhecimento e mensuração e em estimativas para provisão de qualquer natureza (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; ROYCHOWDHURY, 2006; ZANG, 2012).

As motivações para que executivos usem gerenciamento de resultados por *accruals*, antes de anúncio de F&A são variadas (BOTSARI; MEEKS, 2008; ERICKSON; WANG, 1999; LOUIS, 2004). Entre elas, mencionam-se a avaliação de empresas pelo mercado financeiro (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004; SHLEIFER; VISHNY, 2003), patrimônio supervalorizado, custos de agência (JENSEN, 2005) e criação de valor em aquisições para acionistas de empresas sediadas fora dos mercados acionários mais competitivos – Estados Unidos (EUA), Reino Unido e Canadá (ALEXANDRIDIS; PETMEZAS; TRAVLOS, 2010).

Erickson e Wang (1999) relatam que em muitas fusões e aquisições corporativas, a empresa licitante adquire a empresa alvo com suas próprias ações. Dado o preço de compra da empresa alvo, o número de ações da empresa compradora que serão trocadas por ações-alvo é determinado pelo preço das ações da empresa adquirente quando o acordo de fusão é alcançado (ERICKSON; WANG, 1999). Na data do contrato, quanto maior o preço das ações da empresa compradora, menor será o número de ações que deverão ser emitidas para adquirir a empresa alvo (ERICKSON; WANG, 1999), constituindo um incentivo para que a adquirente aumente o lucro contábil antes da aquisição (BOTSARI; MEEKS, 2008).

Em outra linha argumentativa, Ball e Shivakumar (2007) afirmam que adquirentes podem pagar um preço muito alto, pois as empresas-alvo podem gerenciar seus resultados por meio de *accruals*, de forma a aumentar os lucros reportados em relação aos fluxos de caixa reais. Quando o mercado está supervalorizado, a empresa-alvo espera redução no valor de determinada oferta de ações. Dessa forma, a superestimação do preço de suas ações pode fazer com que os lances dos licitantes pareçam baixos (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004).

Assumindo que a literatura sinaliza que uma das formas utilizadas por gestores de empresas licitantes e empresas-alvo para aumentar o preço de suas ações em períodos de F&A é o gerenciamento por *accruals* (ERICKSON; WANG, 1999), surge a seguinte hipótese de pesquisa:

(H₁) Empresas alvo e licitantes apresentam maior nível de gerenciamento de resultados por *accruals* durante períodos de F&A

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS OPERACIONAIS (REAIS)

Além do gerenciamento de resultados por meio de *accruals*, há aquele realizado por meio de atividades reais (ou decisões operacionais). Neste caso, o gerenciamento de resultados é originado por ações intencionais que afetam o fluxo de caixa das operações e se afastam das práticas operacionais normais mediante a alteração do tempo ou a estruturação de uma operação, transação de financiamento ou investimento (ROYCHOWDHURY, 2006; GUNNY, 2010).

Nesse sentido, pesquisadores têm procurado verificar se as empresas gerenciam os resultados por decisões operacionais em eventos corporativos como fusões e aquisições, analisando, ainda, as consequências de tais atividades (COHEN; ZAROWIN, 2010; FAROOQUI et al., 2017; KOTHARI et al., 2016; ZHU; LU, 2013).

Farooqi et al. (2017) constataram que as empresas licitantes aumentam o uso de gerenciamento de resultados por decisões operacionais nos trimestres anteriores a anúncios de fusões, sugerindo que ele tem maior efeito positivo de curto prazo sobre o valor das ações que o observado no gerenciamento por *accruals*. Cohen e Zarowin (2010) estimam níveis anormais de fluxo de caixa operacionais, custos de produção e gastos discricionários em torno da oferta de ações.

Avaliando os dois tipos de gerenciamento, Kothari et al. (2016) afirmam que, mesmo que custe mais para a empresa no longo prazo, gestores tendem a usar o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, responsável por baixo desempenho no mercado acionário após a oferta de ações. Zhu e Lu (2013) verificaram que os gerentes das firmas licitantes gerenciam resultados por decisões operacionais para aumentar os valores de mercado de suas empresas antes dos negócios de F&A. A partir da literatura existente, propõe-se a hipótese:

(H₂) Empresas alvo e licitantes apresentam maior nível de gerenciamento de resultados por decisões operacionais durante períodos de F&A.

O gerenciamento de resultados por meio de *accruals*, em contraste ao gerenciamento por decisões operacionais, que implica alterar as operações subjacentes da empresa, envolve alterar a escolha dos métodos contábeis usados para representar tais atividades (GUNNY, 2010).

Portanto, conforme ressaltam Cunha e Campos (2018), o que diferencia o gerenciamento por decisões operacionais do gerenciamento por *accruals* é seu impacto no fluxo de caixa e nas atividades operacionais da entidade. Além disso, os autores ressaltam que o momento da prática de gerenciamento de resultados é outro ponto que se diferencia entre os tipos de gerenciamento: enquanto o gerenciamento de resultados por decisões operacionais ocorre ao longo do exercício, o gerenciamento por *accruals* é realizado principalmente entre o encerramento do exercício social e a publicação das demonstrações financeiras (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JUNIOR, 2014).

Ambas as formas de gerenciamento – por *accruals* e por decisões operacionais – se caracterizam como tentativas dos gestores em aumentar ou diminuir determinado resultado contábil, diferenciando-se basicamente por um tipo afetar as atividades operacionais da empresa e o outro não (GUNNY, 2010). Contudo, pesquisas relatam vários motivos que podem levar os gerentes a se envolver com o gerenciamento de resultados por decisões operacionais em detrimento do gerenciamento por *accruals*.

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) e Cohen, Dey e Lys (2008) relatam que no mercado americano, após a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), quando a governança corporativa e as regras para elaboração e divulgação dos relatórios financeiros ficaram mais robustas, houve um declínio significativo no gerenciamento baseado em *accruals* e aumento no gerenciamento por decisões operacionais. Zang (2012) afirma que o aumento de fiscalização, ou restrições sobre a discricionariedade contábil não elimina a prática de gerenciamento de resultados, mas apenas altera a preferência dos gestores por diferentes formas de manipulações.

Eventos corporativos, como F&A, estão inseridos em um cenário caracterizado por considerável aumento no monitoramento de alterações das demonstrações contábeis e das operações da empresa (KOTHARI et al., 2016), sugerindo que antes de tais transações, os gestores reduzem os níveis de gerenciamento por *accruals* e aumentam os níveis de gerenciamento por decisões operacionais.

3 MÉTODO

Este estudo objetivou verificar se as empresas brasileiras listadas na B3 que passaram por processos de F&A gerenciam resultados por meio de *accruals* ou por gerenciamento por decisões operacionais. Para tanto, foram empregados os métodos dos mínimos quadrados agrupados (*Pooled Ordinary Least Squares - Pools*), efeitos fixos e efeitos aleatórios. Para verificar o método mais eficiente para cada modelo, foram realizados testes usualmente utilizados na literatura, entre eles: *Chow-test*, *Hausman-test*, *Teste LM de Breusch-Pagan* e teste de simultaneidade.

3.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra deste estudo compõe-se de empresas abertas listadas na B3 no período de 2009-2017, para as quais os dados financeiros e contábeis foram extraídos do banco de dados da *Economatica*. Adicionalmente, foram coletadas informações financeiras relativas a 2007-2008 para as variáveis

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 42	n. 2	p. 19-33	maio / agosto 2023
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------

defasadas que integram os modelos econométricos apresentados nesta seção. O delineamento da amostra a partir da *Economatica* partiu de 5.945 observações, das quais baseando-se em estudos anteriores (BADERSCHER, 2011; CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA, 2016; GUNNY, 2010), foram excluídas da análise: i) empresas financeiras (bancos, seguradoras e fundos de investimento), de modo que a exclusão se justifica pelo fato de que empresas que detêm legislação própria, ou que estão inseridas em setores regulamentados, possuem normas que podem impactar a contabilidade e causar vies à análise; ii) empresas com ausência de dados necessários para este estudo; e iii) empresas com ativo total e patrimônio líquido negativos, que poderiam distorcer a análise.

Na Tabela 1, é demonstrado um resumo dos critérios empregados para a seleção dos dados, bem como a distribuição válida de observações disponíveis para a mensuração das variáveis de gerenciamento por *accruals* e operacional de resultados, que resultou em 2.119 empresas/ano.

Tabela 1 – Distribuição da amostra por ano.

	Nº. Obs.
Total de observações na <i>Economatica</i> (2009-2017)	5.945
(-) instituições financeiras (finanças e seguros) e fundos	580
(-) observações faltantes para ativo total, valor de mercado, <i>Market-to-book</i> e retorno sobre o ativo (<i>ROA</i>)	2.995
(-) observações com ativo total e patrimônio líquido negativos	251
= Total	2.119

As informações sobre F&A, por sua vez, foram obtidas nos relatórios disponíveis pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais e consulta individual aos fatos relevantes das companhias no *site* da Comissão de Valores Imobiliários. Para o processo de seleção da amostra, considerou-se como licitantes e alvos as empresas abertas, sendo excluídas companhias estrangeiras e de capital fechado. Para verificar o nível de gerenciamento de resultados operacionais das empresas que passaram por F&A utilizou-se todas as empresas da amostra (licitantes, alvos e demais firmas), considerando as demais firmas como grupo de controle. A distribuição de observações válidas por ano para as empresas licitantes e alvos é apresentada na Tabela 2.

Tabela 2 – Distribuição da amostra para firmas alvo e licitantes.

Ano	Licitante _{it}	Alvo _{it}
2009	11	4
2010	24	0
2011	16	4
2012	11	2
2013	6	1
2014	4	0
2015	7	0
2016	2	1
2017	11	7
Total	92	19

A amostra final deste estudo considerou, portanto, um total de 92 empresas licitantes e 19 empresas-alvo. Nota-se reduzido número de empresas-alvo em comparação com as licitantes. Isso porque a maior parte das empresas-alvo que passaram por F&A são fechadas, cujas informações não estavam publicamente disponíveis.

3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

As variáveis dependentes (D), independentes (I) e de controle (C) utilizadas neste estudo são descritas na Tabela 3. As variáveis de controle foram usadas com a finalidade de reduzir a heterogeneidade da amostra e controlar o fenômeno de interesse por outras variáveis identificadas na literatura sobre gerenciamento de resultados.

Tabela 3 – Definição das Variáveis.

Variáveis	Definição
$GR_{operacional_{it}}$ (D)	Gerenciamento de resultados por decisões operacionais para a empresa i no ano t .
$GR_{accruals_{it}}$ (D)	Gerenciamento por <i>accruals</i> discricionários para a empresa i no ano t .
$Licitante.AnoF\&A_{it}$ (I)	<i>Dummy</i> que indica o período de F&A para a empresa adquirente: 1, caso seja ano de F&A, e 0, caso contrário.
$Alvo.AnoF\&A_{it}$ (I)	<i>Dummy</i> que indica o período de F&A para a empresa adquirida: 1, caso seja ano de F&A, e 0, caso contrário.
$AnoF\&A_{it}$ (I)	<i>Dummy</i> : 1, caso seja ano de F&A, e 0, caso contrário.
$AnoF\&A.Ações_{it}$ (I)	<i>Dummy</i> : 1, caso o negócio tenha ocorrido por meio da troca de ações, e 0, caso contrário.
$GR_{operacional_{t-1}}$ (I)	Níveis preexistentes de gerenciamento de resultados por decisões operacionais da empresa i no período $t-1$.
$GR_{accruals_{t-1}}$ (I)	Níveis preexistentes de gerenciamento por <i>accruals</i> da empresa i no período $t-1$.
Tamanho da empresa (C)	Logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t : $\ln(Ativo\ Total)$; usada, pois Watts e Zimmerman (1990) e Gu, Lee e Rosett (2005) indicam relação significativa entre gerenciamento de resultados e tamanho da empresa, de modo que companhias maiores tendem a possuir mecanismos mais eficientes de governança corporativa e serem mais visadas por analistas e investidores institucionais.
Auditada por Big 4 (C)	<i>Dummy</i> : 1, se auditada por Big 4, 0, caso contrário; usada, pois Francis, Maydew e Sparks (1999) documentam que firmas de auditoria Big 4 restringem o gerenciamento por <i>accruals</i> discricionários, pois práticas contábeis questionáveis são mais propensas de detecção e impedimento quando os auditores são mais qualificados.
Market-to-book (C)	<i>Proxy</i> para definir o crescimento da firma i em t : $Valor\ de\ Mercado/Valor\ Patrimonial$, pois, conforme Roychowdhury (2006), Gunny (2010), Zang (2012) e Cupertino <i>et al.</i> (2015), empresas com maiores oportunidades de crescimento possuem incentivos para atingir determinados <i>benchmarks</i> de lucro.
ROA (C)	Indica o retorno sobre o ativo da empresa: $Lucro\ Líquido/Ativo\ Total$; justifica-se pela possibilidade de haver correlação entre gerenciamento por decisões operacionais e desempenho da empresa (Cohen, Dey & Lys, 2008; Gunny, 2010).

Tais variáveis integram os modelos propostos para testar as hipóteses, destacados na subseção a seguir. Para reduzir a ocorrência de *outliers* extremos e evitar análises discrepantes, todas as variáveis utilizadas nas regressões deste estudo foram submetidas ao método de winsorização a 2,5% em cada extremidade da distribuição.

3.3 MODELOS ECONOMETRICOS

Este estudo foi realizado a partir de duas hipóteses, sendo que esta subseção descreve os modelos usados para testá-las. Na apresentação dos modelos, priorizou-se a descrição dos coeficientes que respondem às hipóteses do estudo.

Para verificar se empresas licitantes e empresas-alvo possuem maior nível de gerenciamento de resultados por *accruals* durante períodos de F&A (**H₁**), estimou-se a Equação 1 a partir de todas as empresas da amostra (licitantes, alvos e demais firmas).

$$GR_{accruals_{it}} = \beta_0 + \beta_1 Licitante.AnoF\&A_{it} + \beta_2 Alvo.AnoF\&A_{it} + Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: ε é o termo de erro aleatório do modelo; β_1 identifica se houve variações no gerenciamento de resultados por *accruals* na empresa licitante no ano da F&A; β_2 avalia se houve variações no gerenciamento de resultados por *accruals* na empresa-alvo no ano da F&A.

Para verificar se empresas licitantes e empresas-alvo possuem maior nível de gerenciamento de resultados por decisões operacionais durante períodos de F&A (**H₂**), estimou-se a Equação 2 a partir de todas as empresas da amostra (licitantes, alvos e demais firmas).

$$GRoperacional_{it} = \beta_0 + \beta_1 Licitante.AnoF\&A_{it} + \beta_2 Alvo.AnoF\&A_{it} + Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que: ε é o termo de erro aleatório do modelo; β_1 identifica se houve variações no gerenciamento de resultados por decisões operacionais na empresa licitante no ano da F&A; β_2 avalia se houve variações no gerenciamento de resultados por decisões operacionais na empresa-alvo no ano da F&A.

Autores como Louis (2004), Ge (2010) e Zhu e Lu (2013) observam que os métodos de pagamentos de F&A podem afetar o gerenciamento de resultados, como a troca de ações da empresa licitante por ações ou ativos da empresa-alvo. Desta forma, testou-se de forma adicional neste estudo: (i) se o gerenciamento de resultados por *accruals* aumenta durante períodos de F&A quando são ofertadas ações nos negócios (Equação 3); e (ii) se o gerenciamento de resultados por decisões operacionais aumenta durante períodos de F&A quando são ofertadas ações nos negócios (Equação 4). Ambas as regressões são estimadas a partir das empresas licitantes.

$$GRaccruals_{it} = \beta_0 + \beta_1 AnoF\&A_{it} + \beta_2 AnoF\&A.Ações_{it} + Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$GRoperacional_{it} = \beta_0 + \beta_1 AnoF\&A_{it} + \beta_2 AnoF\&A.Ações_{it} + Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que: ε é o termo de erro aleatório dos modelos; β_2 (Equação 3) analisa se quando ofertadas ações no negócio ocorrem alterações no gerenciamento de resultados por *accruals* na empresa licitante no ano da F&A; β_2 (Equação 4) analisa se quando ofertadas ações no negócio ocorrem alterações no gerenciamento de resultados por decisões operacionais na empresa licitante no ano da F&A.

A análise de regressão foi realizada a partir de painéis. Para tanto, foram empregados os métodos mínimos quadrados agrupados (*pooled*), efeitos fixos e efeitos aleatórios, de forma a identificar qual deles melhor se ajustaria às equações.

Para verificar o método mais eficiente para cada modelo, foram realizados testes usualmente utilizados na literatura, entre eles: *Chow-test*, *Hausman-test*, *Teste LM de Breusch-Pagan* e teste de simultaneidade. O teste de Chow avalia qual o modelo mais adequado, tendo em vista a hipótese *pooled versus* a hipótese de efeitos fixos. O teste de Hausman foi empregado para selecionar qual dos modelos para dados em painel seria o mais apropriado: o modelo de efeitos aleatórios (H_0) ou o modelo de efeitos fixos (H_A). O teste de Breusch-Pagan, por sua vez, foi utilizado para avaliar a conveniência da utilização do modelo *pooled* ou do modelo de painel com efeitos aleatórios. Finalmente, o teste de simultaneidade foi utilizado para avaliar se havia simultaneidade entre as variáveis, ou seja, indícios de um inter-relacionamento entre elas.

3.3.1 Modelos para mensuração de gerenciamento de resultados por decisões operacionais

Tal como em Dechow, Kothari e Watts (1998) e Roychowdhury (2006), os níveis anormais (*proxies*) das variáveis relacionadas ao gerenciamento por decisões operacionais foram mensurados pela diferença entre o valor real observado e a estimativa resultante da aplicabilidade dos modelos. Para estimar os níveis normais das variáveis neste estudo, foram usadas três formas de manipulação (ROYCHOWDHURY, 2006), descritas a seguir.

- a) **Aumento da produção para reduzir o custo dos produtos vendidos:** se as empresas excederem a demanda produtiva para reduzir o custo total por unidade, o fluxo de caixa operacional (FCO) será menor do que o normal, considerando os níveis reais de vendas. Para mensurar os custos normais de produção, utilizou-se a Equação 5.

$$PROD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(1) + \beta_1(Receita_{it}) + \beta_2(\Delta Receita_{it}) + \beta_3(\Delta Receita_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

A variável dependente $PROD_{it}$ representa os custos de produção, definidos como a soma dos custos dos produtos vendidos e as variações de estoques da empresa i no período t ; $Receita_{it}$ corresponde à receita líquida de vendas no período t ; $\Delta Receita_{it}$ é a variação das receitas líquidas de vendas do período $t-1$ para t ; $\Delta Receita_{t-1}$ é a variação das receitas líquidas de vendas do período $t-2$ para $t-1$; ε_{it} é o resíduo estimado da regressão, que representa o nível anormal de custos de produção, *proxy* do gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Todas as variáveis contidas no modelo foram divididas pelos ativos totais da empresa i no final do período $t-1$ (exceto as variáveis defasadas, que foram divididas por $t-2$).

- b) **Redução de despesas discricionárias:** se os gestores diminuïrem os gastos discricionários do período atual para aumentar temporariamente a lucratividade, incorrerão em despesas discricionárias anormalmente baixas, sendo mais provável a redução ocorrer quando tais despesas não geram receitas ou receitas imediatas. Os níveis anormais da *proxy* despesas discricionárias foram estimados pela Equação 6.

$$DESP_{DISC_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1(1) + \beta(Receita_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Todas as variáveis contidas no modelo foram escaladas pelos ativos totais da empresa i no final do período $t-1$; a variável dependente $DESP_{DISC}$ é definida como a soma das despesas gerais, administrativas e de vendas. O resíduo resultante da regressão indica cortes de despesas discricionárias para manipular resultados.

- c) **Manipulação de vendas:** relaciona-se ao aumento de vendas, acelerando o seu tempo e/ou concedendo descontos de preço maiores ou condições de crédito mais suaves para gerar vendas adicionais insustentáveis. Espera-se que as atividades de manipulação de vendas resultem em FCO do período atual anormalmente baixo e a custos de produção mais altos que o normal, em comparação com o nível normal de vendas. O fluxo de caixa normal é expresso como uma função linear de vendas ($Receita_{it}$) e mudanças das vendas no período analisado ($\Delta Receita_{it}$). O resíduo (ε_{it}) da equação indica níveis anormais de FCO, *proxy* do gerenciamento de resultados por decisões operacionais. O FCO anormal para cada ano da empresa é fornecido pelo FCO real menos o FCO normal. O modelo é estimado pela regressão transversal representada pela Equação 7.

$$FCO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(1) + \beta_1(Receita_{it}) + \beta_2(\Delta Receita_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

3.3.2 Modelo para mensuração de gerenciamento por accruals

No cálculo das métricas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, considerou-se o modelo Jones Modificado, de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), expresso na Equação 8. Tal modelo estima os *accruals* totais como ponto inicial para a mensuração dos *accruals* discricionários para cada firma e ano.

$$Accruals\ Totais_{it} = \alpha + \beta_1(\Delta Receita_{it} - \Delta ContasReceber_{it}) + \beta_2 Imob_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Os *accruals* totais foram obtidos pelo cálculo da diferença entre lucro líquido e FCO (MARTINEZ, 2013). Todas as variáveis foram divididas pelo ativo total da empresa no período $t-1$. A variável $\Delta Receita_{it}$ representa a variação da receita líquida do período $t-1$ para t ; $\Delta ContasReceber$ é a variação do contas a receber do período $t-1$ para t ; $Imob_{it}$ são os ativos imobilizados no período t . Os *accruals* discricionários, *proxy* do gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, são os resíduos (ε_{it}) da equação.

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A primeira fase da análise consiste na apresentação da estatística descritiva (Tabela 4), considerando somente as variáveis quantitativas.

As médias de $GRoperacional_{it}$ 1, 2 e 3 (-0,01, -0,09 e 0,07, respectivamente) sugerem níveis anormais de gerenciamento por decisões operacionais. Os valores mínimos (-0,77, -0,46 e -2,61) e máximos (0,39, -0,03 e 0,51 para $GRoperacional_{it}$ 1, 2 e 3, respectivamente) também indicam a extensão com que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais é usado pelos gerentes.

Tabela 4 – Estatística descritiva para as variáveis quantitativas selecionadas.

Variáveis	N	Média	DP	Mínimo	Máximo
$GRoperacional_{it}$ (1)	2072	-0,01	0,13	-0,77	0,39
$GRoperacional_{it}$ (2)	2069	-0,09	0,22	-0,46	-0,03
$GRoperacional_{it}$ (3)	2109	0,07	0,20	-2,61	0,51
$GRaccruals_{it}$	2094	-0,03	0,11	-0,51	0,90
Tam. da Empresa	2119	14,78	1,75	4,52	17,70
ROA	2119	0,03	0,11	-0,87	0,23
Market-to-book	2119	12,00	40,58	0,01	227,25

Fonte: elaboração própria. Nota: $GRoperacional_{it}$ (1): variável dependente que indica o gerenciamento por decisões operacionais via custos de produção da empresa i no ano t ; $GRoperacional_{it}$ (2): variável dependente que indica o gerenciamento por decisões operacionais via despesas discricionárias da empresa i no ano t ; $GRoperacional_{it}$ (3): variável dependente que indica o gerenciamento por decisões operacionais via fluxo de caixa operacional da empresa i no ano t ; $GRaccruals_{it}$: variável dependente que indica o gerenciamento por *accruals* estimado pelo modelo Jones Modificado para empresa i no ano t ; As demais variáveis estão descritas na Tabela 3.

Conforme já mencionado, a variável $GRoperacional_{it}$ (1) indica o gerenciamento por decisões operacionais via custos de produção da empresa, sendo que a *proxy* do gerenciamento de resultados refere-se ao nível anormal de custos de produção. A variável $GRoperacional_{it}$ (2) indica o gerenciamento por decisões operacionais via despesas discricionárias, de modo que a *proxy* do gerenciamento de resultados refere-se aos valores anormais de despesas discricionárias. Por fim, a variável $GRoperacional_{it}$ (3) indica o gerenciamento por decisões operacionais via fluxo de caixa operacional (FCO), sendo que a *proxy* do gerenciamento de resultados refere-se aos níveis anormais de FCO. Ou seja, considera-se que há indícios de gerenciamento de resultados quando tais variáveis são diferentes de zero.

Os resultados encontrados neste estudo condizem com pesquisas internacionais, como as de Roychowdhury (2006) e Gunny (2010), as quais relatam o envolvimento de gerentes em gerenciamento de resultados por decisões operacionais para relatar perdas anuais.

Para o entendimento de $GRaccruals$, parte-se do mesmo princípio: como as médias foram diferentes de 0, os resultados apontaram para níveis anormais de gerenciamento de resultados por *accruals* no período considerado nesta pesquisa. Lembrando que, neste caso, os *accruals* discricionários, *proxy* do gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, são os resíduos da Equação 8, que estima os *accruals* totais como ponto inicial para a mensuração dos *accruals* discricionários.

A variável *Market-to-book*, que mensura o crescimento da empresa, obteve uma média de 12,00 com máximo de 227,5. Porém, Fama e French (1993) ressaltam que o *book-to-market-equity* (sua relação inversa) pode estar associado a ganhos consistentes com preços racionais, enquanto altos sinais *book-to-market-equity* indicam baixo crescimento. Valores irracionais das ações e o *book-to-market* podem ser impulsionados por oscilações nos sentimentos do investidor, tendo pouca relação com os rendimentos de longo prazo.

4.2 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Na Tabela 5, o Painel A apresenta os resultados obtidos a partir das regressões para o gerenciamento

de resultados por *accruals* (Equação 1) e para o gerenciamento por decisões operacionais (Equação 2).

O Painel B enfatiza o efeito da oferta de ações nas transações negociadas sobre o gerenciamento de resultados por *accruals* (Equação 3) e sobre o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais (Equação 4).

Tabela 5 – Gerenciamento de resultados por decisões operacionais.

Variáveis				
Painel A	<i>GRaccruals</i> ^A	<i>GOperacional</i> (1) ^A	<i>GOperacional</i> (2) ^B	<i>GOperacional</i> (3) ^C
Licitante. <i>AnoF&A_{it}</i>	-0,0282***	0,0257*	0,0032	-0,0040
Alvo. <i>AnoF&A_{it}</i>	-0,0064	0,0310	0,0061	-0,045***
Efeito fixo de ano	SIM	SIM	SIM	SIM
Controles _{it}	SIM	SIM	SIM	SIM
Painel B	<i>GRaccruals</i> ^A	<i>GOperacional</i> (1) ^B	<i>GOperacional</i> (2) ^C	<i>GOperacional</i> (3) ^C
<i>AnoF&A_{it}</i>	-0,0355***	0,0130	-0,00335	-0,00898
<i>AnoF&A.Ações_{it}</i>	0,0462***	-0,00334	-0,00524	0,0282
Efeito fixo de ano	SIM	SIM	SIM	SIM
Controles	SIM	SIM	SIM	SIM
Observações	2,063	1,971	1,968	2,008

Fonte: elaboração própria. Nota₁: * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01. Regressão controlada para efeito heterocedástico. Nota₂: foram considerados os seguintes testes: *Hausman-test*, *Chow test* e *Teste LM de Breusch-Pagan*, sendo que os seguintes se mostraram os mais adequados: ^Amodelo *Pols*; ^BEfeito aleatório; ^CEfeito fixo.

O resultado demonstrado no painel A da Tabela 5, negativo e significativo de -0,0282 para *GRaccruals*, aponta que houve variações no gerenciamento de resultados por *accruals* na empresa licitante durante períodos de F&A. Ainda, com 10% de significância, constata-se que houve variações no gerenciamento de resultados por decisões operacionais na empresa licitante durante períodos de F&A por intermédio de aumento da produção para reduzir o custo dos produtos vendidos, como demonstra o coeficiente de 0,0257 para *GOperacional* (1).

Observou-se que houve variações no gerenciamento de resultados por decisões operacionais nas empresas-alvo durante períodos de F&A via fluxo de caixa operacional, como demonstra o coeficiente negativo e significativo de -0,045 sobre o *GOperacional* (3). Tal resultado sugere variações no gerenciamento de resultados por decisões operacionais das empresas-alvo durante períodos de F&A por meio de aumento temporário no volume de vendas. A manipulação das vendas pode ocorrer com a oferta de descontos nos preços ou crédito facilitado, resultando em fluxo de caixa operacional anormalmente baixo no período atual e a custos de produção mais altos que o normal (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN; DEY; LYS, 2008).

Adicionalmente, verificou-se o efeito da oferta de ações pela empresa licitante nos negócios envolvendo F&A sobre o gerenciamento de resultados. No painel B, o resultado para o efeito da licitante por ações (*AnoF&A.Ações*) sobre o *GRaccruals* apresentou coeficiente positivo e significativo a 1%.

O resultado apresentado para o efeito da licitante por ações (*AnoF&A.Ações*) sobre *GOperacional* (1), (2) e (3) não apresentou significância estatística. Assim, não é possível inferir a existência de efeitos da oferta de ações pela firma licitante sobre o gerenciamento por decisões operacionais. Em relação a esse aspecto, sublinha-se que a amostra do estudo foi composta por poucos negócios de F&A envolvendo ações, o que pode ter influenciado os resultados.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Tal como em Erickson e Wang (1999), Roychowdhury (2006) e Gunny (2010), este estudo sugere a existência de gerenciamento de resultados por *accruals* e por meio de decisões operacionais nas firmas brasileiras analisadas. O gerenciamento de resultados por *accruals* implica assimetria informacional na divulgação dos relatórios contábeis (GE, 2009), e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais ocasiona consequências financeiras de longo prazo para a empresa, uma vez que suas operações são desviadas do desempenho ideal de negócios (GUNNY, 2010).

Os resultados obtidos a partir da regressão (1) (Tabela 5) indicam variações anormais nos níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* nas empresas licitantes durante períodos de F&A, suportando **H₁**. Tal resultado vai ao encontro da literatura internacional (ERICKSON; WANG, 1999; BOTSARI; MEEKS, 2008) ao indicar que para aumentar o valor de mercado da firma e economizar no custo de aquisição da empresa-alvo, gestores de empresas licitantes brasileiras tendem a gerenciar resultados por meio de *accruals* durante períodos de F&A.

Os resultados obtidos a partir da regressão (2) (Tabela 5) apontam variações positivas nos níveis anormais de gerenciamento de resultados por decisões operacionais via custos de produção nas firmas licitantes durante períodos de F&A, suportando **H₂**. Portanto, assim como em pesquisas internacionais (FAROOQI et al., 2017; ZHU; LU, 2013), há evidências de que no Brasil, os executivos tendem a aumentar a manipulação de seus resultados por meio de decisões operacionais, para se beneficiar da sobrevalorização temporária de suas ações e economizar no custo de aquisição da empresa-alvo.

Os resultados da Tabela 5 permitem inferir, ainda, que existem variações no gerenciamento de resultados por decisões operacionais das empresas-alvo durante períodos de F&A por meio da manipulação de vendas, suportando **H₂**.

Desta forma, assim como em pesquisas internacionais (BALL; SHIVAKUMAR, 2007; RHODES-KROPP; VISWANATHAN, 2004; ALEXANDRIDIS et al., 2010), constata-se que os gestores das empresas brasileiras manipulam resultados a fim de aumentar o preço de suas ações e, consequentemente, se beneficiar de maior oferta de recursos da firma licitante em F&A. Manipulações de resultados em períodos de F&A podem desalinhar os objetivos da empresa, afetar os termos do acordo e trazer consequências irreversíveis para a riqueza dos acionistas (BOTSARI; MEEKS, 2008).

Como análise adicional, verificou-se o efeito da oferta de ações pela empresa licitante nos negócios envolvendo F&A sobre o gerenciamento de resultados. Os resultados obtidos a partir do painel B da Tabela 5 para o efeito da licitante por ações (*AnoF&A.Ações*) sobre o *GRaccruals* apresentou coeficiente positivo e significativo.

Desse modo, assim como em estudos internacionais (BOTSARI; MEEKS, 2008; GE, 2009) é possível inferir que, no Brasil, gestores de empresas licitantes que seguem a estratégia de realizar F&A utilizando ações como forma de pagamento, tendem a aumentar os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* a fim de sobrevalorizar de forma temporária o preço de suas ações e economizar no custo de aquisição da empresa-alvo.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo testou se as empresas brasileiras listadas na B3 que passaram por processo de F&A gerenciam resultados por meio de *accruals* ou por gerenciamento por decisões operacionais. As atividades examinadas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais incluem a superprodução, a redução de despesas discricionárias e a manipulação de vendas. No cálculo das métricas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, considerou-se o modelo Jones Modificado, que estima os *accruals* totais como ponto inicial para a mensuração dos *accruals* discricionários.

Os resultados sugerem que houve, no período pesquisado, gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais em empresas licitantes nos anos de F&A, corroborando a literatura. Adicionalmente, verificou-se efeito da oferta de ações pela firma licitante em F&A. Os resultados sugerem que, para economizar no custo de aquisição da empresa-alvo, gestores de empresas licitantes que seguem a estratégia de realizar F&A utilizando ações como forma de pagamento, tendem a sobrevalorizar de forma temporária o preço de suas ações por meio de gerenciamento de resultados por *accruals*. Todavia, não foi possível afirmar que F&A envolvendo pagamento em ações incentiva o gerenciamento de resultados por decisões operacionais por parte das empresas licitantes.

Considerando que normas restritivas ao gerenciamento por *accruals* intensificam o gerenciamento por atividades reais (GUNNY, 2010), os apontamentos apresentados auxiliam empresas e órgãos

reguladores brasileiros a entender as implicações do gerenciamento de resultados, ampliando sua restrição em períodos de F&A. Além disso, melhoram a análise da qualidade da informação contábil, para que o desempenho ideal dos negócios não fique comprometido.

Dentre as limitações desta pesquisa, destaca-se a não obtenção das datas de fechamento dos eventos de F&A para a investigação do gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais sob a perspectiva de séries temporais. Outro fator foi o reduzido número de observações sobre firmas abertas que passaram por F&A.

Desse modo, sugere-se para estudos futuros a expansão da base de dados, a fim de atingir uma quantidade maior de empresas que passaram por F&A, incluindo as de capital fechado. Tal estratégia pode permitir inferências mais robustas relacionadas ao fenômeno de gerenciamento de resultados por parte de empresas-alvo em períodos de F&A. Sugere-se, ainda, que novos estudos se centrem na análise do vetor de causalidade, para verificar qual dos dois tipos de gerenciamento de resultados aumenta e/ou diminui em detrimento do outro.

REFERÊNCIAS

ALEXANDRIDIS, G.; PETMEZAS, D.; TRAVLOS, N. G. Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence. **Financial Management**, v. 39, n. 4, p. 1671-1695, 2010.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of accounting and economics**, v. 45, n. 2-3, p. 324-349, 2008.

BISPO, O. N. A. **Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras**. 2010. 145 f. Dissertação (Mestrado), Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, 2010.

BOTSARI, A.; MEEKS, G. Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid?. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 35, n. 5-6, p. 633-670, 2008.

COHEN, Daniel A.; DEY, A. iyesh; LYS, Thomas Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. **The accounting review**, v. 83, n. 3, p. 757-787, 2008.

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

CUNHA, E. P.; CAMPOS, G. M. Análise do comportamento de graus de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais no contexto do Índice de Sustentabilidade Empresarial-ISE. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, n. 4, p. 49-66, 2018.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR, N. C. A. Consequências para a rentabilidade futura com o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 232-242, 2016.

DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 133-168, 1998.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.

DOMINGOS, S.R.M.; PONTE, V.R.M.; PAULO, E.; ALENCAR, R.C. Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 14, n. 31, p. 89-107, 2017.

ERICKSON, M.; WANG, S. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. **Journal of accounting and economics**, v. 27, n. 2, p. 149-176, 1999.

FAMA, E. F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of Financial Economics**, v. 49, n. 3, p. 283-306, 1998.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of financial economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.

FAROOQI, J.; NGO, T.; JORY, S. Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. **Review of Accounting and Finance**, v. 16, n. 3, p. 322-347, 2017.

FRANCIS, J. R.; MAYDEW, E. L.; SPARKS, H. C. The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. **Auditing: a Journal of Practice & theory**, v. 18, n. 2, p. 17-34, 1999.

FUSÕES E AQUISIÇÕES. 2017 - 4º trimestre. Pesquisa elaborada pela KPMG, 2018. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/01/br-fusoes-e-aquisicoes-4o-trim-2017.pdf>.

GE, W. **Essays on real earnings management**. 2009. 125 f. (Tese de Doutorado). McGill University, Montreal, Canadá, 2009.

GIOIELLI, S. P. O.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 32-68, 2013.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of accounting and economics**, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GU, Z.; LEE, C. J.; ROSETT, J. G. What determines the variability of accounting accruals?. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 3, p. 313-334, 2005.

GUNNY, K. A. **What are the consequences of real earnings management?**. Working Papers. University of Colorado, 2005. Disponível em: <http://www.ssrn.com>

JENSEN, M. C. Agency costs of overvalued equity. **Financial management**, v. 34, n. 1, p. 5-19, 2005.

KARIM, M. A.; SARKAR, S.; ZHANG, S. Earnings management surrounding M&A: Role of economic development and investor protection. **Advances in accounting**, v. 35, p. 207-215, 2016.

KOTHARI, S. P.; MIZIK, N.; ROYCHOWDHURY, S. Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. **The Accounting Review**, v. 91, n. 2, p. 559-586, 2016.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of financial economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LONG, P. H. Merger and acquisitions in the Czech banking sector-impact of bank mergers on the efficiency of banks. **Journal of Advanced Management Science**, v. 3, n. 2, p. 86-92, 2015.

LOUIS, H. Earnings management and market performance of the acquiring companies. **Journal of financial economics**, v. 74, n. 1, p. 121-148, 2004.

MARTINEZ, A.ntonio Lopo. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MIZIK, Natalie; JACOBSON, Robert. Myopic marketing management: evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the context of SEO. **Marketing Science**, v. 26, n. 3, p. 361-379, 2007.

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

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of accounting and economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SCHUSTER, H. A.; KLANN, R. C. Responsabilidade Social Corporativa e Gerenciamento de Resultados por Accruals. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 30, n. 1, p. 01-26, 2019.

SCHWERT, G. William. Anomalies and market efficiency. **Handbook of the Economics of Finance**, v. 1, p. 939-974, 2003.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Stock market driven acquisitions. **Journal of financial Economics**, v. 70, n. 3, p. 295-311, 2003.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-156, 1990.

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. **The accounting review**, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012.

ZHU, X.; LU, S. Earnings management through real activities manipulation before mergers and acquisitions. **Journal of Finance and Accountancy**, v. 13, p. 1, 2013.

Endereço dos Autores:

Av. Fernando Ferrari, 1358
Boa Vista
Vitória – ES – Brasil
29075-505