

**IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O GERENCIAMENTO
DE RESULTADO EM PERÍODOS PRÉ E PÓS FUSÕES E AQUISIÇÕES****Leandro Do Nascimento Santos***FundaÇÃO Instituto Capixaba De Pesquisas Em Contabilidade, Economia E Finanças***Francisco Antonio Bezerra***FundaÇÃO Instituto Capixaba De Pesquisas Em Contabilidade, Economia E Finanças***Resumo**

Essa pesquisa teve como objetivo, verificar se os níveis de governança corporativa interferem no nível de gerenciamento de resultado das empresas adquirentes em períodos que precedem ou sucedem as transações de F&A nas empresas listadas na B3. A amostra foi composta por empresas divulgadas nos boletins da ANBIMA, que fizeram anúncios e encerramento de operações de F&A no período de 2011 a 2016. A pesquisa foi descritiva com abordagem quantitativa, e utilizou base de dados secundários. A análise de regressão múltipla (GLS), tendo como variável dependente accruals discricionários em períodos pré e pós-anúncios de F&A não apresentou evidências significativas sobre a influência da governança corporativa no gerenciamento de resultados quando associados ao período e o tipo de pagamento em ações. Já em relação a variável novo mercado e nível 2 de governança corporativa apresentou relação estatisticamente significativa com os accruals discricionários. Contudo, constataram-se médias negativas de accruals discricionários em períodos que precedem e sucedem os anúncios de F&A.

Palavras-chave: Fusão e aquisição; gerenciamento de resultado; governança corporativa

IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADO EM PERÍODOS PRÉ E PÓS FUSÕES E AQUISIÇÕES**RESUMO**

Essa pesquisa teve como objetivo, verificar se os níveis de governança corporativa interferem no nível de gerenciamento de resultado das empresas adquirentes em períodos que precedem ou sucedem as transações de F&A nas empresas listadas na B3. A amostra foi composta por empresas divulgadas nos boletins da ANBIMA, que fizeram anúncios e encerramento de operações de F&A no período de 2011 a 2016. A pesquisa foi descritiva com abordagem quantitativa, e utilizou base de dados secundários. A análise de regressão múltipla (GLS), tendo como variável dependente *accruals* discricionários em períodos pré e pós-anúncios de F&A não apresentou evidências significativas sobre a influência da governança corporativa no gerenciamento de resultados quando associados ao período e o tipo de pagamento em ações. Já em relação a variável novo mercado e nível 2 de governança corporativa apresentou relação estatisticamente significativa com os *accruals* discricionários. Contudo, constataram-se médias negativas de *accruals* discricionários em períodos que precedem e sucedem os anúncios de F&A.

Palavras-chave: Fusão e aquisição; gerenciamento de resultado; governança corporativa.

1. INTRODUÇÃO

O uso do poder discricionário do gestor no aumento ou diminuição dos *accruals* com objetivo de manipular o lucro, decorre da prática conhecida como gerenciamento de resultado. As principais motivações para o gerenciamento de resultados são definidas por Healy e Whalen, (1999) da seguinte forma: melhorar a aparência do desempenho dos relatórios financeiros antes de uma IPO ou oferta secundária de ações para atrair melhores avaliações, aumento dos ganhos reportados para aumentar os bônus dos executivos, cumprimento das exigências financeiras em *covenants* de empréstimos e reduzir os custos de regulação ou aumentar os benefícios regulatórios (Healy & Whalen, 1999).

Pesquisas nacionais e internacionais que analisaram a relação entre governança corporativa e a intervenção proposital de gestores na manipulação ou gerenciamentos de resultados contábeis corroboraram com evidências de que boas práticas de governança corporativa pode ser um fator explicativo para diminuir a propensão de empresas gerenciarem seus resultados (Barros, Soares, & Francisco de Lima, 2013).

A governança corporativa está relacionada aos mecanismos que buscam minimizar os comportamentos inadequados dos gestores que possam prejudicar o retorno dos investimentos dos proprietários. Dessa forma, a ideia subjacente da governança corporativa conforme é que os financiadores de capital garantirão que os gerentes trabalhem para devolver seus investimentos em forma de lucros e não invistam seu capital em projetos ruins que não gerem valor para os acionistas (Shleifer & Vishny, 1997).

Então, o que motivariam as empresas a participarem de operações envolvendo fusões e aquisições? As possíveis respostas seriam: os ganhos denominados em geral de “sinergias”, economia de escala e de escopo, ganhos decorrentes da melhoria da organização da produção em integrações verticais, ganhos decorrentes do uso de recursos complementares, ganhos de eficiência decorrente da troca de gestão incluindo a redução dos problemas de agência nas empresas-alvo (Silva, Kayo & Nardi, 2016; Camargos & Barbosa, 2015; Ferreira *et al.*, 2013) e, potencial criação ou manutenção da riqueza dos acionistas, mediante uma valorização das ações no mercado (Camargos & Barbosa, 2005). Em um mercado de capitais eficiente, os ganhos decorrentes de F&A seriam reconhecidos pelos investidores no momento do anúncio ao

mercado sobre as transações e levariam a um aumento do valor das empresas envolvidas (Silva, Kayo, & Nardi, 2016).

Nas operações de fusões e aquisições (F&A), os gestores têm incentivos de gerenciar resultados quando o pagamento da operação é por meio da troca de ações. Pois, quanto mais alto é o preço da ação da empresa adquirente na data do acordo (compra), menor será o número de ações que deverá ser emitida para adquirir a empresa alvo. Dessa forma, a relação entre o preço das ações da empresa adquirente e o preço das ações emitidas na operação fornece diversos incentivos para que a empresa adquirente tente aumentar o valor das ações antes dos eventos de F&A (Erickson & Wang, 1999).

As empresas adquirentes possuem informações privadas, sobre o valor de seus ativos, ainda não divulgada ao público em geral. O privilégio de ter acesso a essas informações pode proporcionar vantagens ao seu portador no momento da negociação dos seus ativos. Dessa forma, empresas adquirentes têm incentivos de só oferecer ações como forma de pagamento nas operações de F&A, pois suas ações estão supervalorizadas pelos acionistas da empresa-alvo (Brown & Ryngaert, 1991; Martins & Paulo, 2014).

Embora, pesquisas nacionais e internacionais mostrem evidências de que boas práticas de governança corporativa pode ser um fator explicativo para diminuir e/ou inibir as práticas oportunistas de gestores nas ações de gerenciar resultados (Barros, Soares, & Francisco de Lima, 2013). Lehmann (2016) comprovou que em ambientes de F&A o papel da governança corporativa pode diferir na forma de incentivar as ações gerenciais dos gestores. Seus resultados concluíram que: em operações de F&A quando o pagamento é realizado com ações as empresas adquirentes com fortes políticas de governança corporativa se envolveram de forma mais agressiva no gerenciamento de resultado do que empresas com fracas políticas de governança corporativa.

Diante do exposto, o objetivo da pesquisa foi verificar se a governança corporativa interfere na manipulação dos *accruals* discricionários em períodos que precedem ou sucedem as operações de F&A nas empresas listadas na B3 cujos anúncios e encerramento dessas operações ocorreram no período de 2011 a 2016.

A relevância desse estudo fundamenta-se em complementar outros estudos, preenchendo lacunas na literatura, e possivelmente contribuir para o arcabouço teórico nacional, visto que não foram encontrados estudos sobre o papel da governança corporativa no gerenciamento de resultados em torno dos anúncios de fusões e aquisições em companhias do mercado de capitais brasileiro.

Sobre estudos no Brasil que buscaram identificar a manipulação de acumulação discricionária por empresas adquirentes em período de pré-anúncios de F&A só se tem conhecimento do estudo de Toigo, Chiarello e Klann, (2014). No entanto, essa pesquisa se diferencia do estudo mencionado nos seguintes aspectos: (i) o período e a amostra do estudo é maior e atualizada até 2018, (ii) analisa empresas adquirentes por grupos de pagamentos (troca de ações e dinheiro), (iii), busca captar possíveis comportamentos oportunistas dos gestores na manipulação de *accruals* das empresas adquirentes (iv) utiliza como proxy principal de estudo os níveis de governança corporativa e sua interferência no gerenciamento de resultados das empresas adquirentes, objeto do estudo realizado por Lehmann (2016), (v) o período para medir e detectar a manipulação dos *accruals* em torno dos anúncios, foi adotado das pesquisas de Botsari e Meecks (2008) e Lehmann (2016), (vi) foi utilizada variáveis de controle no modelo da regressão, visando diminuir o termo de erro que viesassem os resultados.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Um motivo que ganhou destaque na literatura sobre o tema ao longo dos anos foi o associado aos interesses do gestor que não estavam alinhados aos interesses dos proprietários. Por exemplo, a aquisição pode ser motivada pelo interesse do gestor em buscar, por meio da

expansão da empresa construir conglomerados, seja porque empresas maiores podem trazer benefício como o aumento de poder pelo maior volume de recursos sob seu controle, render maior remuneração e gratificações, por meio de aquisições de outros setores de atividades, reduzem os riscos de não empregabilidade do executivo (Jensen, 1986; Amihud & Lev, 1981; Silva, Kayo & Nardi, 2016).

Shleifer e Vishny (1989), afirma que as fusões e aquisições podem ser usadas para obtenção de controle de ativos adequados a especialidade do gestor, pois aumenta seu poder de barganha junto aos acionistas.

No Brasil, o estudo sobre gerenciamento da informação contábil foi introduzido a partir da pesquisa de Martinez (2001), pioneiro, no Brasil, a estudar o tema. Após a pesquisa de Martinez (2001) outros trabalhos foram realizados sobre gerenciamento de resultados. Destacando-se pesquisas que analisaram setores específicos ou diferentes variáveis que pudessem representar *proxies* do gerenciamento de resultado (Martinez, 2001; Matsumoto & Parreira, 2007; Silva, 2010; Silva & Bezerra, 2010; Rezende & Nakao, 2012; Barros *et al.*, 2014).

De acordo com Schipper (1989), o gerenciamento de resultados é uma intervenção proposital (intencional) dos gestores no procedimento de divulgação das demonstrações financeiras, com o propósito de alcançar benefício particular. Essas ações deturpam as informações apresentadas nas demonstrações contábeis, influenciando em suas análises e no processo de alocação de recursos (Rodrigues, Paulo & Carvalho, 2007).

Algumas causas que contribuem para gestores se envolverem em gerenciamento de resultados segundo Martinez, (2001), são: o desejo de manter o cargo, mesmo que isso resulte em comprometer a qualidade dos resultados contábeis reportados, a pressão de acionistas por resultados cada vez maiores e melhores, bem como o anseio de atrair novos investidores e acionistas e a ambição de obter bônus significativos (compensação), ainda que isso resulte em sacrifício futuro para a empresa.

Outra definição importante é o de *accruals*. Para Martinez (2008, p. 08) “*accruals* é a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Sendo assim, *accruals* seriam todas as contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação no caixa”. Martinez acrescenta que nada de errado existe no registro de *accruals*, pois o objetivo é medir o lucro no seu sentido econômico, aquele que representa aumento na riqueza patrimonial da entidade, independente da movimentação no caixa.

Kang e Sivaramkrishnan (1995) utilizaram uma nova abordagem para capturar uma quantidade maior de provisões gerenciadas para mitigar alguns problemas na utilização de medição de *accruals* tais como: simultaneidade e omissão de variáveis. Para o problema de omissão de variáveis Kang e Sivaramkrishnan (1995) utilizaram as principais contas que afetam o lucro como regressores e as variações das contas do balanço patrimonial em um determinado período contábil.

A governança corporativa está relacionada aos mecanismos que buscam minimizar os comportamentos inadequados dos gestores que possam prejudicar o retorno dos investimentos dos proprietários. Dessa forma, a ideia subjacente da governança corporativa conforme Shleifer e Vishny (1997) é que os financiadores de capital garantirão que os gerentes trabalhem para devolver seus investimentos em forma de lucros e não invistam seu capital em projetos ruins que não gerem valor para os acionistas.

Os agentes que estão dentro das corporações não necessariamente agem visando sempre o melhor interesse dos provedores de fundos (Sonza & Kloecner, 2014). Dessa forma, as condutas definidas por uma boa governança corporativa são concebidas para: (i) minimizar os problemas de conflitos de agência decorrente da separação da propriedade e controle de uma empresa, (ii) proteger os interesses de todas as partes interessadas, (iii) melhorar o desempenho

e eficiência e; (iv) assegurar que os investidores tenham garantido o retorno sobre seus investimentos (Chen, Yue & Dongwei, 2009).

Cada vez mais as empresas têm adotado mecanismos de governança corporativa com o objetivo de atender aos interesses de gestores, acionistas, investidores e órgãos reguladores. No Brasil os mecanismos de governança corporativa são adotados, em especial, por empresas que negociam suas ações na bolsa de valores como forma de atrair capital estrangeiro e tornarem-se competitivas (Bac, Kudlawicz & Silva, 2015).

Desse modo, as práticas de governança corporativa buscam fazer com que o controle atue em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo dos gestores (Chen, Yue & Dongwei, 2009; Macedo & Corrar, 2012).

A B3 criou os segmentos especiais de listagem atribuídos a empresas com padrões diferenciados de governança corporativa com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atrair investidores, assegurar direitos aos acionistas, dispor sobre a divulgação de informações aos participantes de mercado tendo em vista mitigar o risco da assimetria informacional (B3, 2018; Erfurth & Bezerra, 2013).

Implantados em dezembro de 2000, o Novo Mercado e os níveis 1 e 2 de governança corporativa, visa destacar as empresas comprometidas com maior nível de transparência e melhores práticas de governança corporativa. Os diferentes níveis têm requisitos crescentes de exigências nas práticas diferenciadas de governança corporativa (Silveira, 2004; Erfurth & Bezerra, 2013).

2.1 Estudos precedentes

A literatura internacional que trata sobre gerenciamento de resultados em operações de F&A, evidencia que as empresas adquirentes se envolvem em manipulação de *accruals* no aumento de ganho no período imediatamente anterior ao anúncio da oferta. Uma vez que os administradores decidem financiar uma aquisição por meio da oferta de ações, eles têm incentivos para inflar o preço das ações gerenciando seus ganhos divulgados para cima. Pois, quanto mais alto é o preço da ação da empresa adquirente na data do acordo (compra), menor será o número de ações que deverá ser emitida para adquirir a empresa alvo. (Erikson & Wang, 1999; Louis, 2004; Gong, Louis & Sun, 2008; Botsari & Meeks, 2008; Higgins, 2013; Anagnostopoulou & Tserkrekos, 2015; Karim, Sarkar & Zhang, 2016). No quadro abaixo, estão apresentados alguns estudos internacionais:

TABELA 1: ESTUDOS INTERNACIONAIS

Ano	Autor	Período/ País do Estudo	Amostra	Resultado Encontrado
1999	Erikson e Wang	1985/1992 - Estados Unidos	78 empresas	Empresas adquirentes gerenciam seus ganhos para cima em períodos precedentes ao evento de F&A com troca em ações
2004	Louis	1992/2000 - Estados Unidos	373 empresas	Empresas adquirentes gerenciam seus ganhos para cima no trimestre anterior ao anúncio da F&A com troca em ações.
2008	Gong, Louis e Sun	1996/2002 - Estados Unidos	495 empresas	Associação positiva entre a pré-fusão e <i>accruals</i> anormais para cima de anúncios e processos judiciais
2008	Botsari e Meeks	1997/2001 - Reino Unido	42 empresas	Empresas adquirentes gerenciam seus ganhos para cima no ano anterior ao anúncio da F&A com troca em ações.
2008	Shah, Butt e Hasan	2006 - Paquistão	53 empresas	A qualidade da governança corporativa é positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados no que se refere à cultura corporativa paquistanesa.

2013	Higgins	1990/2004 - Japão	133 empresas	Empresas adquirentes têm accruals anormais positivos no ano anterior ao anúncio da F&A com troca em ações.
2015	Anagnostopoulou e Tserkrekos	1990/2009 - Estados Unidos	248 empresas	Empresas que buscam compradores se envolvem em gerenciamento de resultados por até dois anos antes do evento de F&A
2016	Karim, Sarkar e Zhang	2014/2015 - 30 países não americano	1.630 empresas	Empresas adquirentes gerenciam seus ganhos em torno das fusões e aquisições quando o método de pagamento é por meio de ações.

Fonte: Dados da pesquisa, 2019

No contexto brasileiro, as pesquisas realizadas sobre F&A buscaram investigar: o impacto das fusões na riqueza dos acionistas por meio de ganho de sinergia, o retorno anormal das ações das empresas envolvidas, a relação da governança corporativa sobre a geração de valor das empresas envolvidas e as motivações para as fusões e aquisições. No quadro a seguir estão resumidos os resultados de alguns estudos brasileiros realizados.

TABELA 2: ESTUDOS NACIONAIS

Ano	Autor	Objetivo do Estudo	Período	Amostra	Resultados Encontrados
2009	Steinberg e Silva	Verificar de que forma as diferentes práticas de governança corporativa influencia os ganhos de sinergia em F&A	1998 - 2007	33 empresas	Os ganhos de sinergia são positivamente relacionados com as melhores práticas de governança corporativa
2014	Toigo, Chiarello e Klann	Avaliar a relação de accruals discricionários em período pré e pós-combinação ode negócios	2011 - 2012	32 empresas	As empresas não utilizaram práticas de gerenciamento de resultados, por meio de accruals discricionários em período que antecederam ao anúncio.
2014	Kriek e Kayo	Analisar se diferentes níveis de governança corporativa exercem efeito na geração de valor das empresas que fizeram F&A	2000 - 2012	154 empresas	Empresas com nível de governança corporativa geram maiores valores que empresas com menor nível de governança
2016	Silva, Kayo e Nardi	Investigar a relação entre qualidade da governança corporativa e o retorno anormal das adquirentes no Brasil	2006 - 2010	62 empresas	Há evidências de relação positiva entre o retorno anormal das adquirentes e a listagem no Novo Mercado.
2017	Oliveira, Castro e Quieroz	Análise do impacto de processos de aquisições na estrutura de remuneração dos executivos	2009 - 2014	58 empresas	Após a operação de F&A, existe aumento tanto da remuneração total média, quanto da remuneração variável média dos gerentes.
2016	Silva, Kayo e Nardi	Investigar a relação entre qualidade da governança corporativa e o retorno anormal das adquirentes no Brasil	2006 - 2010	62 empresas	Há evidências de relação positiva entre o retorno anormal das adquirentes e a listagem no Novo Mercado.

Fonte: Dados da pesquisa, 2019

2.2 Desenvolvimento da hipótese

Em processos de fusões e aquisições, empresas adquirentes usam suas ações para adquirir as ações ou ativos da empresa-alvo. (Erickson & Wang, 1999). Ao aumentar o preço

da ação, o adquirente pode reduzir o número de ações transferidas para a adquirida e, assim, reduzir o preço efetivo da aquisição (Baik, Kang & Morton, 2007).

Em ambientes onde gerentes se envolvem no gerenciamento de resultado para maximizar a riqueza dos gestores em detrimento dos acionistas da empresa como definições de fraude, a governança corporativa é esperada para restringir o oportunismo gerencial. No entanto, em situações em que os gestores manipulam ganhos para atender interesses dos acionistas da empresa, o papel da governança corporativa pode diferir. (Farber, 2005; Christie & Zimmerman, 1994). Para Walker, (2013) nem todo gerenciamento de resultados é ruim. A definição foca na contabilidade legal e escolhas econômicas que não equivalem a fraudes e violações dos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP). Por exemplo, em situações de crise financeira, o gerenciamento de resultados poderia ser benéfico a partir de uma perspectiva do acionista pela minimização dos custos de reconstrução com credores da empresa. Assim, gerenciamento de lucro não é por si só um sinal de oportunismo gerencial contra os interesses dos acionistas da empresa (Walker, 2013).

Lehmann (2016) assume que a governança corporativa serve principalmente aos investidores e acionistas das empresas e afirma que em operações de fusões e aquisições efetivadas por intermédio de ações, os gestores de empresas adquirentes com alto nível de governança corporativa têm mais incentivos para manipular *accruals* antes dos anúncios e encerramento das negociações de F&A para atender interesses dos investidores atuais, em detrimento dos futuros investidores (da empresa alvo), visando negociar o menor preço indicativo para o acionista das empresas adquirentes. No ambiente de F&A, o efeito da governança corporativa sobre o gerenciamento de resultado não é necessariamente ruim em detrimento de todos os acionistas (Lehmann, 2016; Walker, 2013).

Diante do exposto, definiu-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Existe relação positiva entre o nível de governança corporativa e a manipulação de *accruals* em período que antecede ou sucede os anúncios de F&A efetivadas por intermédio de troca de ações.

3 METODOLOGIA

A pesquisa se utilizou de base de dados secundários com abordagem quantitativa. A população foi composta por empresas que realizaram operações de F&A contidas nos boletins elaborados pela ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, em forma de tabelas que reúnem informações sobre Fusões e Aquisições entre empresas brasileiras que realizaram F&A acima de R\$ 20 milhões, correspondentes ao período de 2011 a 2016. Foram analisados dados financeiros obtidos da economática® do período de 2009 a 2018.

A data oficial dos anúncios das fusões e aquisições realizados pelas empresas ao mercado foi coletada de fontes públicas nos sítios da B3 e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As companhias listadas na B3 obrigatoriamente devem publicar em Fatos Relevantes eventos de fusões e aquisições ICVM Nº 358/2002 (CVM, 2002).

Os documentos analisados foram: Fatos Relevantes, Comunicado ao Mercado, Atas de Assembleia, Atas de reunião da Diretoria e do Conselho de Administração, Notas Explicativas de Demonstrações Financeiras e Formulários ITR e Formulário de Referência.

O critério da escolha da amostra foi feita conforme Camargo e Barbosa, (2009): Reconhecimento do dia da divulgação da F&A (anúncio) ao mercado se o evento de F&A, envolver apenas companhias não financeiras, ter realizado apenas anúncio de F&A no período de 2 anos (em caso de mais de um, foi escolhido o evento que representa maior valor para empresa, ou o evento considerado mais estratégico. Do total de 898 empresas divulgadas nos boletins da ANBIMA no período de 2011 a 2106, ficaram um total de 67 empresas após os critérios adotados para a seleção.

O critério adotado para medir a qualidade da governança corporativa foi a adesão aos níveis diferenciados dos segmentos especiais de listagem na época do evento de F&A: Novo Mercado e Nível 2 da B3. O uso desse critério segue a metodologia de trabalhos já realizados no Brasil (Silva, Kayo & Nardi, 2016; Erfurth & Bezerra, 2013; Picole, Souza & Silva, 2014). Segundo Picole, Souza e Silva (2014, p. 143), “a relação entre níveis diferenciados de governança e gerenciamento de resultados já foi estudado por diversos pesquisadores para a realidade brasileira”.

Para examinar se os adquirentes gerenciam resultados em torno de anúncios de aquisições e fusões, calcularam-se os *accruals* discricionários para os adquirentes da seguinte forma: bortoito trimestres antes do anúncio denominado como (PERÍODO-2), quatro trimestres antes do anúncio denominado como (PERÍODO-1), o trimestre do anúncio denominado como (PERÍODO-0), quatro trimestres após o anúncio denominado como (PERÍODO+1) e oito trimestres após anúncio denominado como (PERÍODO+2), totalizando 17 trimestres.

Botsari e Meecks (2008) e Lehmann (2016) encontraram evidências de que o gerenciamento de resultado já começa no segundo ano antes do anúncio da operação de F&A. Para os autores, mesmo sem metas específicas em mente dos gestores, as empresas podem criar estratégias de aquisição de vários anos antes de anúncios de vendas.

Já para o período que sucedem os anúncios de F&A, espera-se uma diminuição do gerenciamento de resultados. Em parte, também há evidências de reversão das acumulações no período imediatamente após a conclusão da operação de F&A e inversão dos efeitos de gerenciamento de resultados (Louis, 2004; Botsari & Meecks, 2008; Lehmann, 2016).

Para a verificação e investigação das hipóteses foi utilizado o seguinte modelo de regressão:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 TipCom_{it} + \beta_2 (Período * TipCom * NivelGV)_{it} + \beta_3 (Período * TipCom)_{it} + \beta_4 P_{it} + \beta_5 (TipCom * NivelGV)_{it} + \beta_6 NivelGV_{it} + \beta_k Var_Controle_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

AD_{it} – representa os *Accruals* discricionários da i-ésima empresa no ano t;

$\beta_1 TipCom_{it}$ – representa variável *dummy* para o tipo de compra, assume um (1) se foi compra com ações e zero (0) dinheiro;

$\beta_2 (Período * TipCom * NivelGV)_{it}$ – variável principal do estudo, representa a interação entre o período, tipo de compra e nível de governança corporativa da empresa. Assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A, e que a empresa pertença ao nível de governança Novo Mercado ou Nível 2 e a compra ocorreu com ações e zero (0) caso contrário.

$\beta_3 (Período * TipCom)_{it}$ – representa a variável interação entre o período e tipo de compra. Assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A e o tipo de compra ocorreu com ações e zero (0) caso contrário;

$\beta_4 Período_{it}$ – representa a variável *dummy* para o período que antecede ou sucede as transações F&A em período (k trimestre), assume um (1) se pertence ao k trimestre que antecede ou sucede as transações F&A e zero (0) caso contrário;

O período é assumido como: antecede em (k=4trim e k=8trim) antes do anúncio da F&A, (k=4trim e k=8trim) após o anúncio da F&A e (k=0trim) para o trimestre que ocorreu a F&A;

$\beta_5 (TipCom * NivelGV)_{it}$ - representa variável *dummy* para nível de governança e o tipo compra, assume um (1) se a i-ésima empresa no tempo t pertence ao nível de governança Novo Mercado ou Nível 2 e a compra foi com ações, e zero (0) caso contrário;

$\beta_6 NivelGV_{it}$ – representa variável *dummy* para nível de governança, assume um (1) se a i-ésima empresa no tempo t pertence ao nível de governança Novo Mercado ou Nível 2 e zero (0) caso contrário;

$\beta_k Var_Controle_{it}$ – vetor de variáveis de controle da i -ésima empresa no ano t . As variáveis de controle definida foram: Alavancagem financeira ($Alav$), logaritmo do Ativo Total ($lnTam$), Tamanho relativo do negócio ($TamRel$), Dívida Líquida ($DivLiq$), e Concentração de propriedade ($ConcProp$);

ϵ_{it} – representa o erro aleatório da i -ésima empresa no ano t .

Se a estimativa $\hat{\beta}_2$ for significativa a um determinado nível de significância e assumir valor positivo, chegar-se-ia à conclusão estatística de que as empresas com nível de governança diferenciado (Novo Mercado ou Nível 2) em trimestre que antecede os anúncios das F&A, no qual a operação foi paga com ações, na média os *accruals* dicionários são superiores quando comparado as operação paga com dinheiro e/ou demais níveis de governança. A variável dependente *accrual* discricionário (AD) foi estimado para identificação de gerenciamento de resultados nos períodos que antecederam e sucederam os eventos de fusões e aquisições por meio do Modelo (KS) proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995).

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 \left(\delta_1 \frac{Rec_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \phi_2 \left(\delta_2 \frac{Desp_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \phi_3 \left(\delta_3 \frac{Aperm_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$AD_{it} = AT_i - [\phi_0 + \phi_1 \left(\delta_1 \frac{Rec_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \phi_2 \left(\delta_2 \frac{Desp_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \phi_3 \left(\delta_3 \frac{Aperm_{it}}{AtTot_{it}} \right)] \quad (3)$$

Onde:

AT_{it} = acumulações totais = (Δ Capital de Giro Líquido – Depreciação e Amortização)

AD_{it} = é *accrual* discricionário da empresa i no período t ;

Rec_{it} = Receita Operacional Líquida (excluindo tributação sobre o faturamento);

$AtTot_{it}$ = é o ativo total da empresa i no período t ;

$Desp_{it}$ = Despesas e Custos Operacionais antes da depreciação e amortização;

$Aperm_{it}$ = Ativo Permanente (Investimentos + Imobilizado + Diferido);

$CR_{i,t-1}$ = Contas e Receber no período $t-1$;

CGL = Capital de Giro Líquido, excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisões para impostos a pagar;

$DEPR_{i,t-1}$ = Despesas com depreciação e amortização no período $t-1$;

i = observação por empresa;

t = unidade temporal;

$Rec_{it}, Desp_{it}, Aperm_{it}$, essas variáveis foram medidas em termos de porcentagem dos ativos totais;

ϕ_1, ϕ_2, ϕ_3 = são os coeficientes estimados pela regressão;

ϵ_{it} = erro ou resíduo da regressão;

$\delta_1 = (CR_{i,t-1}) / (Rec_{i,t-1})$, esse indicador representa a razão entre contas a receber e receitas da empresa (i) do ano anterior ($t-1$) que será multiplicada pelas vendas do período corrente [$\delta_1 \times Rec_{it}$];

$\delta_2 = (CGL_{i,t-1} - CR_{i,t-1}) / (Desp_{i,t-1})$, esse indicador representa a razão entre o capital de giro líquido (excluídos das disponibilidades, financiamentos de curto prazo e contas a receber) e as despesas operacionais da empresa (i) do ano anterior ($t-1$) multiplicada pelas despesas operacionais do período corrente [$\delta_2 \times Desp_{it}$];

$\delta_3 = (DEPR_{i,t-1}) / (Aperm_{i,t-1})$, esse indicador representa a razão entre despesas de depreciação e os ativos permanentes da empresa (i) no período anterior ($t-1$), multiplicado pelo ativo permanente do ano corrente [$\delta_3 \times Aperm_{it}$].

TABELA 3: DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

	Variável	Sigla	Operacionalização	Relação esperada	Referências
	Indica o tipo de pagamento da operação de F&A	TipCom	Variável <i>dummy</i> que assume o valor um (1) se a compra foi efetivada por intermédio de ações e zero (0) caso contrário	+	Eriksom, Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), Lehmann (2016)
	Interação entre o período, tipo de compra e nível de governança corporativa.	Período *Tipcom*NívelGV	Variável <i>dummy</i> que assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A, e que a empresa pertença ao nível de governança Novo Mercado ou Nível 2 e a compra ocorreu com ações e zero (0) caso contrário.	+	Lehmann (2016)
	Variável	Sigla	Operacionalização	Relação esperada	Referências
Variável de Controle (F&A)	Interação entre o período e tipo de compra	Período*TipCom	Variável <i>dummy</i> que assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A, e a compra ocorreu com ações e zero (0) caso contrário.	+	Eriksom, Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), Lehmann (2016)
	Período que antecede e sucede a operação de F&A	Período	Variável <i>dummy</i> que assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A, e zero (0) caso contrário.	+	Eriksom, Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), Lehmann (2016)
	Nível de Governança Corporativa e o tipo de compra	TipCom*NívelGV	Variável <i>dummy</i> que assume o valor (1) se a empresa no tempo t pertencer ao nível Governança Corporativa, Novo Mercado e Nível 2 e a compra foi com ações e (0) caso contrário	+/-	Shah, Butt e Hasan (2008), Lehmann (2016)
	Nível de Governança Corporativa na B3	NívelGV	Variável <i>dummy</i> que assume o valor (1) se a empresa estiver listada no Índice de Governança Corporativa, Novo Mercado e Nível 2, e (0) caso contrário	+/-	Shar, Butt e Hasan (2008), Lehmann (2016)
	Alavacangem	Alav	Ativo menos Patrimônio Líquido dividido pelo Ativo	+/-	Gu, Lee e Rosett (2005), Barros <i>et al.</i> (2014), Nardi e Nakao (2009)
Tamanho Relativo do Negócio	TamRel	Valor pago pela empresa-alvo/ativo da adquirente no fim do ano anterior	+	Eriksom, Wang (1999), Seth,Song, Pettit (2000), Silva, Kaio e Nardi (2016)	
Dívida Líquida	DivLiq	Dívida Líquida / Valor de mercado da empresa no fim do ano anterior ao evento	+	Watts e Zimmerman (1990), Kouaib, Jarboui (2014), Almeida (2011)	
Tamanho da empresa	Tam	Logaritmo natural do Ativo Total	+/-	Watss e Zimmerman (1990), Rezende e Nakao (2012),	
Concentração de Propriedade	ConcProp	Percentual do total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse dos três principais acionistas,	+/-	Dechow, Sloan e Sweeney (1996), Kouaib e Jarboui (2014), Holanda e Coelho (2016)	

Fonte: Dados da pesquisa, 2019

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

A tabela 4 apresenta o resumo da estatística descritiva desta pesquisa. Para evitar o efeito de *outliers*, alguns valores foram “winsorizados” no percentil 1% e 99%.

TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS – F&A 2011 A 2016 (Continuação)

Variável	Nº	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Máximo
ADKS	1053	-0,059	0,389	-3,129	-0,176	0,014	0,165	0,641
NivelGV	1062	0,724	0,447	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000
TipoCom	1062	0,444	0,497	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000
Tam	1062	22,693	1,432	19,500	21,547	22,743	23,788	26,366
TamRel	1062	0,171	0,259	0,002	0,025	0,082	0,211	3,251
Alav	1062	0,615	0,160	0,087	0,501	0,611	0,720	1,394
DivLiq	1062	0,755	1,848	-0,885	0,138	0,404	0,849	31,427
ConPro	1062	0,584	0,222	0,001	0,419	0,593	0,723	1,000

Fonte: Dados da pesquisa, 2019

Em relação aos *accruals* discricionários (AD), observa-se que essa variável apresentou para amostra dessa pesquisa, em média, valores negativos. *Accruals* negativos são utilizados para diminuir os resultados (Martinez, 2008). Os resultados esperados nesse trabalho é que empresas envolvidas em operações de F&A utilizando ações como forma de pagamento se utilizasse da manipulação dos *accruals* discricionários para aumentar seus ganhos (Erickson & Wang, 1999; Botsari & Meeks, 2008; Karim, Sarkar & Zhang, 2016; Lehmann, 2016).

Com objetivo de verificar a associação entre variáveis, a tabela 4 exibe a matriz de correlação de *Pearson* das variáveis da pesquisa.

TABELA 5: MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

Variável	ADKS	NivelGV	TipoCom	Tam	TamRel	Alav	DivLiq	ConPro
ADKS	1,000							
NivelGV	-0,030	1,000						
TipoCom	-0,17*	0,124*	1,000					
Tam	0,009	-0,101*	0,132*	1,000				
TamRel	0,105*	0,072*	0,126*	-0,232*	1,000			
Alav	-0,070*	0,107*	0,122*	0,125*	-0,168*	1,000		
DivLiq	0,051	-0,047	0,030	0,106*	0,149*	0,328*	1,000	
ConPro	-0,053	-0,308*	-0,208*	-0,237*	-0,046	0,129*	0,048	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor da pesquisa.

Nota: * Significativo ao nível de 5%

A variável NivelGV representadas por empresas pertencentes ao novo mercado e nível 2 apesar de não ter resultado significativo apresentou correlação negativa com os *accruals* discricionários (AD) o resultado representado pelos AD para a relação de causa e efeito corrobora, com estudos anteriores, que quanto maior o nível de governança corporativa, menores são os níveis de gerenciamento de resultado, o que ratifica estudos que analisaram a relação de gerenciamento de resultados e governança corporativa e evidenciaram que mecanismos de governança podem exercer efeito positivo na inibição e mitigação de práticas discricionárias de gestores sobre os relatórios contábeis. (Barros, Soares & Francisco de Lima, 2013).

TipCom teve correlação negativa e significativa, para essa variável que representa as empresas que realizaram F&A com pagamento em ações, esperava-se correlação positiva e significativa. Ou seja, os gestores dessas empresas têm incentivos de gerenciar resultados para cima. (Erickson & Wang, 1999).

A correlação entre a variável Alav e AD foi negativa e significativa a 5% esse resultado dá indícios que quanto maior a alavancagem financeira menor a propensão de gestores na

prática de gerenciamento de resultados. Esse resultado corrobora com os achados de Barros *et al.* (2014), Coelho e Lopes (2007), Nardi e Nakao (2009) também encontraram em seus estudos relação negativa entre o nível de alavancagem financeira e o gerenciamento de resultados

Constatou-se sinal negativo e significativo da variável ConProp associado à variável NivelGV isso indica que quanto maior a concentração de propriedade menor a qualidade da governança corporativa.

As variáveis Tam e Alav são estatística e positivamente correlacionadas, o que indica que empresas maiores têm índices de alavancagem maiores.

A variável TamRel representada pelo valor pago pela empresa-alvo/ativo da adquirente e foi estatisticamente significativa, apresenta sinal positivo de correlação com a variável AD, o que indica que quanto maior o valor pago pela empresa-alvo maior o incentivo para a manipulação de *accruals*. Erickson e Wang (1999) encontraram evidências de que o nível de gerenciamento de resultado está significativamente relacionado ao tamanho do negócio, pois grandes ofertas oferecem incentivos mais fortes para que gestores tenham incentivos para fazê-lo.

A variável DivLiq não foi significativa mas apresentou sinal positivo em relação a variável AD. Watts e Zimmerman (1990) afirmaram que quanto maior a dívida da empresa mais provável que os gestores estejam motivados a escolher procedimentos contábeis para aumentar o lucro. Corroborando com esse resultado (Kouaib & Jarboui, 2014; Nardi & Nakao, 2009), também acharam uma correlação positiva para essas variáveis.

Para verificar se existe interferência da Governança Corporativa na manipulação de *accruals* discricionários em períodos que precedem ou sucedem as operações de Fusão e Aquisição (F&A), inicialmente foram estimadas as regressões por meio dos métodos Mínimos Quadrado Ordinários (MQO), sendo diagnosticado a presença de heterogeneidade e independente nos resíduos nos cinco modelos. Diante de viés, decidiu-se pela estimação dos modelos por meio do método Mínimos Quadrado Generalizado (GLS).

TABEL 6: ESTIMATIVA DAS REGRESSÕES PROPOSTAS - GLS

Variável	Variável dependente: Accruals discricionários (ADKS)				
	Antecede		zero	Sucede	
	8 trim	4 trim	zero	4 trim	8 trim
Constante	-0,631***	-0,622***	-0,622***	-0,603***	-0,593***
TipCom	-0,031	-0,04	-0,037	-0,05	-0,062
Período*TipCom*NivelGV	0,024	0,025	-0,003	-0,007	-0,028
Período*TipCom	-0,02	-0,011	-0,108	0,027	0,044
Período	0,015	0,042	0,016	-0,017	-0,02
TipCom*NivelGV	-0,210***	-0,202***	-0,198***	-0,193***	-0,184***
NivelGV	0,143***	0,143***	0,143***	0,142***	0,141***
Tam	0,021***	0,021***	0,021***	0,020***	0,020***
TamRel	0,021	0,023	0,021	0,023	0,025
Alav	0,019	0,017	0,016	0,02	0,023
DivLiq	0,005*	0,005*	0,005*	0,005*	0,004
ConcProp	-0,084**	-0,083**	-0,085**	-0,086**	-0,089**
Nº de Obs	1046	1046	1046	1046	1046
Estatística X ²	1203,3	1188,9	1267,2	1321,8	1305,9
Grau de liberdade	39	39	39	39	39
p-valor (X ²)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor da pesquisa.

Nota: ***, ** e * Significativo ao nível de 1%, 5% e 10%.

Em relação a estimativa $\hat{\beta}_2$, na tabela 5, significa dizer que o período não modera de forma significativa o tipo de compra e o nível de governança corporativa na explicação do nível de gerenciamento de resultado. Era esperado, para hipótese desse trabalho, sinal positivo e significativo para as variáveis, β_2 (Período*TipCom*NívelGV) β_3 (Período*TipCom) e β_4

(Período). Sendo assim, esses resultados não são suficientes para inferir que empresas pertencentes ao novo mercado e nível 2 e realizaram F&A com pagamento em ações gerenciam mais seus resultados nos períodos que antecedem os anúncios. Esses resultados são diferentes dos encontrados por Lehmann (2016). Em sua pesquisa, Lehmann (2016) encontrou coeficiente positivo e significativo para interferência da governança corporativa no gerenciamento de resultados e apresentou de forma consistente que empresas com boa governança corporativa incentivam ações gerenciais na manipulação de ganhos em períodos que antecedem os anúncios de F&A quando o pagamento é por meio de ações.

Cabe ressaltar, que o contexto em termos de mercados, regulamentação e governança corporativa das empresas brasileira difere das empresas do Reino Unido e pode influenciar nos resultados. Por exemplo: O mercado do reino unido constitui o segundo maior mercado em fusões e aquisições do mundo, tanto em termos de volume, como em número de empresas alvos envolvidas em transações internacionais. Além disso, o sistema de governança corporativa do Reino Unido tem algumas características atraentes para a finalidade do estudo de Lehmann (2016), especialmente no que diz respeito à estrutura de propriedade, o sistema de governança é orientada para o mercado e perspectiva de valor para o acionista global.

A variável β_5 (TipCom*NivelGV) foi estatisticamente significativa a 1% e apresentou relação negativa com gerenciamento de resultado. Cabe ressaltar, que o nível de governança novo mercado e nível 2 torna-se significativo quando é moderado pelo tipo de compra. Quando isso ocorre a variável governança assume um papel significativo na explicação da redução de gerenciamento de resultado da empresa. Esses resultados acompanham outras pesquisas realizadas sobre o tema, que mostraram que boas práticas de governança corporativa podem exercer efeito positivo na inibição de prática de gerenciamento de resultado. Entretanto, para o caso específico dessa pesquisa, empresas que efetuaram F&A com pagamento em ações, esperava-se uma relação positiva para os períodos que antecedem os anúncios dessas operações conforme (Lehmann, 2016).

Já a variável NivelGV teve significância estatística a 1% e apresentou coeficientes positivo em todos os períodos analisados. Tal resultado denota, que na média o gerenciamento de resultado são maiores nas empresas listadas nos maiores níveis (novo mercado e nível 2) de governança quando comparados às empresas listadas em outros níveis (menores) de governança. Esse resultado converge de forma parcialmente com os resultados encontrados por Lehmann (2016). Seu estudo encontrou relação significativa e positiva entre governança corporativa e *accruals* discricionários em períodos antecedentes ao anúncio das operações de F&A para o grupo de empresas que pagaram com ações. Embora essa variável acompanhe de forma parcial os resultados de Lehmann (2016), não se pode concluir que as empresas que efetuaram F&A com pagamento em ações e estão listadas no novo mercado e nível 2 gerencie resultado antes de anunciar a operação.

Corroborando com esse resultado, o estudo de Erfurth e Bezerra (2013) sobre níveis diferenciados de governança e gerenciamento de resultado demonstrou que o nível de governança corporativa não interfere no gerenciamento de resultado. Piccoli, Souza e Silva (2014) evidenciaram que as práticas sugeridas pelo nível de governança novo mercado mitigam, mas não impedem a discricionariedade do gestor.

No entanto, possíveis explicações para esse resultado poderia ser: (i) a metodologia aplicada para medir o nível de governança corporativa; (ii) em situações em que os gestores manipulam ganhos para atender interesses dos acionistas da empresa, o papel da governança corporativa pode diferir (Christie & Zimmerman, 1994); (iii) em situações de crise financeira, o gerenciamento de resultados poderia ser benéfico a partir de uma perspectiva do acionista pela minimização dos custos de reconstrução com credores da empresa. Assim, gerenciamento de lucro não é por si só um sinal de oportunismo gerencial contra os interesses dos acionistas da empresa (Walker, 2013).

A variável Tam que representa tamanho da empresa (logaritmo dos ativos totais da empresa i no período t), apresentou coeficiente positivo e significância de 1% em todos os períodos. Pode-se inferir sobre esses resultados é que existe relação positiva entre o tamanho dessas empresas e o gerenciamento de resultado, ou seja, empresas maiores tem mais incentivos de gerenciar resultados. Cabe ressaltar que a variável tamanho da empresa pode ter relação positiva ou negativa com gerenciamento de resultado (Sincerre, Sampaio, Famá & Santos, 2016).

Consistente com esse resultado, Hochberg (2012) justifica que empresas maiores apresentam demonstrações financeiras mais complexas, podendo dessa forma, criar aspectos facilitadores para o gerenciamento de resultados. Logo, grandes empresas podem utilizar-se deste aspecto para manipular seu lucro contábil.

A variável Divliq apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 10%, resultado esperado para esse estudo. Segundo os estudos de (Kouaib & Jarboui, 2014; Nardi & Nakao, 2009), é que os gerentes das empresas endividadas estão mais propensos ao gerenciamento de resultados contábeis. Watts e Zimmerman (1990) afirmaram que quanto maior a dívida da empresa mais provável que os gestores estejam motivados a escolher procedimentos contábeis para aumentar o lucro.

Já a variável concentração de propriedade (ConcPro), apresentou nível estatístico de significância de 5% e coeficiente negativo, segundo esses resultados, infere-se que a concentração de propriedade dentro desses grupos de empresas, amostra da pesquisa, age de forma negativa no incentivo de práticas de gerenciamento de resultado.

A teoria da agência e a literatura sobre governança corporativa assumem que a estrutura de propriedade pode ser um mecanismo eficaz para controlar os gerentes, pois quando certas condições estão presentes (concentração de capital e características dos acionistas), formam as bases para um sistema de controle eficiente (Shleifer & Vishny, 1997).

Conforme Kouaib e Jarboui (2014), o efeito da concentração de controle e propriedade no gerenciamento de resultados é empiricamente ambíguo. Estudos internacionais encontraram uma relação positiva entre a presença de um acionista principal e o gerenciamento de resultados. Enquanto outros estudos concluíram que não há relação entre a concentração de capital e o gerenciamento de lucros.

As variáveis de controle (TamRel, e Alav) não apresentaram significância estatística, sendo assim, não se pode inferir estatisticamente que essas variáveis influenciam no incentivo de ações gerenciais na manipulação de *accruals* em período que antecedem ou sucedem as operações de F&A.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta pesquisa buscou-se verificar se a governança corporativa interfere na manipulação dos *accruals* discricionários em períodos que antecedem ou sucedem as transações de fusão e aquisição (F&A) nas empresas listadas na B3 que fizeram anúncios e encerramento de operações de F&A no período de 2011 a 2016, analisando dados financeiros de 2009 a 2018.

A análise de regressão múltipla elaborada (GLS), tendo como variável dependente *accruals* discricionários em períodos pré e pós-anúncios de fusões e aquisições não apresentou evidências significativas sobre a influência da governança corporativa no gerenciamento de resultados. Em relação a hipótese apresentada: Existe relação positiva entre o nível de governança corporativa e a manipulação de *accruals* em período que antecedem ou sucedem os anúncios de F&A efetivadas por intermédio de troca de ações. De acordo com resultados dos modelos apresentados pela pesquisa, não foi verificada relação estatisticamente significativa entre a variável governança corporativa e *accruals* discricionários nos períodos que antecederam os anúncios das F&A. Sendo assim, rejeita-se a hipótese.

Em relação a manipulação dos *accruals* discricionários em períodos pré e pós anúncios de F&A, constatou-se médias de *accruals* negativos nos períodos analisados. Esperava-se que as empresa adquirentes que utilizaram ações como forma de pagamento manipulasse seus ganhos para cima, pois quanto mais alto é o preço da ação da empresa adquirente na data do acordo (compra), menos será o número de ações que deverá ser emitida para adquirir a empresa alvo (Erickson & Wang, 1999). Os estudos internacionais sobre o tema (Erikson & Wang, 1999; Louis, 2004; Gong, Louis & Sun, 2008; Botsari & Meeks, 2008; Shah, Butt & Hasan, 2008; Higgins, 2013; Anagnostopoulou & Tserkrekos, 2015; Karim, Sarkar & Zhang, 2016; Lehmann, 2016), encontraram *accruals* positivos, evidências de que empresas gerenciam seus lucros para cima em períodos de até dois anos antes dos núcios.

Sugere-se para futuras pesquisas sobre o tema: (I) um número maior de empresas e abordar fatores relacionados à manipulação de *accruals* em processo de F&A com mais detalhes, utilizando outros tipos e/ou modelos de medição de gerenciamento de resultados e suas relações com os níveis de governança corporativa antes de anúncios de adquirente cujo pagamento se dará com troca de ações. (II) Para mitigar possíveis erros na proxy de governança, pode-se construir outras proxies de governança a partir de atitudes reais da empresa e não só apenas pela classificação da B3, podem ser adotadas, por exemplo, (características e estrutura do conselho de administração, estrutura de controle e propriedade, remuneração de diretores e executivos, investimento em auditoria interna, auditoria independente, entre outras). (III) pesquisar empresas-alvos que "buscam um comprador" anunciando publicamente suas intenções de serem adquiridas, por representar o evento corporativo incomum pode-se analisar se essas empresas se envolvem em gerenciamento de resultados para baixo em torno do período dos anúncios. (IV) pesquisar empresas-alvos que atuem no mesmo setor da empresa adquirente (V) examinar se o nível de desenvolvimento econômico e as características institucionais específicas do país desempenham algum papel na manipulação de ganhos em processos de F&A.

REFERÊNCIAS

- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economic*, 12(2), 605-617.
- ANBIMA. *Relatório Fusões e Aquisições no Brasil*. (2018). Recuperado em 10 novembro, 2018, de http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-fusoes-e-aquisicoes/operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes-somam-r-179-2-bilhoes-em-2016.htm
- Anagnostopoulou, S. C., & Tserkrekos, A. E. (2015). Earnings Management in Firms Seeking to Be Acquired. *The British Accounting Review*, 47(4), 351-375.
- Bach, T., Kudlawicz, C., & Silva, E. (2015). Influência da Estrutura de Governança Corporativa na Eficiência Financeira: Evidências de Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Iberoamerican Journal of Strategic Management (IJSM)*, 14(4), 41-62.
- Baik, B., Kang, J., & Morton, R. (2007). *Earnings management in takeovers of privately held targets*. SSRN Working paper, Seoul National University.
- Barro, C. M. E., Soares, R. O., & Franco De Lima, C.A.S. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultado em empresas brasileiras. *Revista de contabilidade e organizações*, 7(19), 27-39.
- Barros, M. E., Menezes, J. T., Colauto, R. D., & Teodoro, J.D. (2014). Gerenciamento de Resultados e Alavancagem financeira em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Contabilidade, Gestão e Governança – Brasília*, 17(1), 35–55.
- Bispo, O. N. De A., Maia, S. C., Barros, L. E. V., & Carvalho, F. de M. (2017). Fusões, aquisições e gerenciamento de resultados: uma revisão sistemática envolvendo diferentes categorias analíticas. *Organizações em contexto*, 13(25), 52-98.

- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do Acquirers Manage Earnings Prior to a Share for Share Bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), 633-670.
- Brasil. Bolsa. Balcão (B3). (2018). *Segmentos de Listagem*. Recuperado em 25 janeiro, 2018, de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Brown, D. T., & Ryngaert, M. (1991). The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 46(2), 653-669.
- Camargo, M. A., & Coutinho, E. S. (2008). A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *RAC-Eletrônica*, 2(2), 273-295.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-plano real. *Revista de Gestão USP*, 12(4), 33-53.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *RAE*, 49(2), 206-206.
- Christie, A., & Zimmerman, J. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. *The Accounting Review*, 69(4), 539-566.
- Chen, L., Yue, M., & Dongwei, S. (2009). Corporate governance and firm efficiency: evidence from China's publicly listed firms. *Managerial & Decision Economics*. 30(3), 193-209.
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11, 121-144.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM nº. 358 de 03 janeiro de 2002. *Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Revoga a Instrução 31/84, revoga a Instrução 69/87, revoga o art. 3º da Instrução 229/95, revoga o parágrafo único do art. 13 da Instrução 202/93, revoga os arts. 3º a 11 da Instrução 299/99, e dá outras providências*. Recuperado em 25 janeiro, 2018, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: na analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13, 1-36.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados Nos diferentes níveis De governança corporativa. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*. 10(1), 32-42.
- Erickson, M., & Wangs, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 149-176.
- Farber, D. B. (2005). Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?. *The Accounting Review*, 80(2), 539-561.
- Ferreira, R. do N., Santos, A. C. dos., Nazareth, L. G. C., & Fonseca, R. A. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *RAM – REV. ADM. MACKENZIE*, 14(4), 134-164.
- Gong, G., Louis, H., & Sun, A. X. (2008). Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. *Journal of Accounting and Economic*, 46(1), 62-77.
- Gu, Z., Lee, C. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24, 313-334.
- Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, (32), 44-70.

- Healy P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383.
- Hochberg, Y. V. (2012). Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm. *Review of Finance*, 16(2), 429-480.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. (2016). Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade: evidências no Brasil. *REUNIR*, 6(1), 17-35.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código de melhores práticas de governança corporativa*. São Paulo: IBGC, p. (5).
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 26(2), 323-329.
- Kang, S., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and na instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353-367.
- Karim, M., Sarkar, S., & Zhang, S. (2016). Earnings management surrounding M&A: role of economic development and investor protection. *Advances in Accounting*, 5, 207-215.
- Kouaib, A., & Jarboui, A. (2014) External audit quality and ownership structure: interaction and impact on earnings management of industrial and comercial Tunisian sectors. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 19, 78-89.
- Kriek, P. A., & Kayo, E. K. (2014). Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-17.
- Lehmann, N. (2016). The role of corporate governance in shaping accruals manipulation prior to acquisitions, *Accounting and Business Research*, 46(4), 327-364.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the Market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economic*, 74, 121-148.
- Macedo, M. A. Da S., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativas no Brasil. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 4(1), 42-61.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2014). Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista de Contabilidade & Finanças – USP*, 25(64), 33-45.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. *Revista de Contabilidade & Finanças – USP*, 19(46), 7-17,
- Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico das Companhias Abertas Brasileiras. (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.
- Matsumoto, A. S., & Parreira, E. M. (2007). Uma pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: Causas e consequências. *UnB Contábil*, 10(1), 141-157.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Rev. Contab. Finanças*, 20(50), 77-100.
- Oliveira, R. M., Castro, J. J. S., & Queiroz, I. T. (2017). Impacto dos processos de fusões e aquisições na remuneração de executivos nas empresas listadas na BM&F Bovespa. *XLI EnANPAD*, São Paulo – SP.
- Picole, P. G. R., Souza, A., & Silva, W. V. (2014). As práticas de governança corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros. *Revista Contemporânea em Contabilidade*, 11(22), 141-162.
- Rezende, G. P., & Nakao, S.H. (2012). Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 06-21.

- Rodrigues, A., Paulo, E., & Carvalho, L. N. (2007). Gerenciamento de resultados por meio das transações entre companhias brasileiras interligadas. *R. Adm.*, 42(2), 216-226.
- Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. (1986). *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, Managerialismo or Hubris? Na Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. *Journal of International Business Studies*, 31(3), 387-405.
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & Santos, J. O. (2016). Emissão de Dívida e Gerenciamento de Resultados. *R. Cont. Fin. – USP*, 27(72), 291-305.
- Shah, S. Z., Butt, S. A., & Hassan, A. (2008). Corporate governance and earnings management: an empirical evidence from Pakistani listed companies. *Europe Journal of Scientific Research*, 26, 624-638.
- Shleifer, A.; Vishny, R. W. (1989) Managerial entrenchment: the case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Financial*, 52(2), 737-783.
- Silva, E. S., Kayo, E. K., & Nardi, R. Y. S. (2016). Governança corporativa e criação de valor em aquisições. *REGE - Revista de Gestão*, 23(3), 186-196.
- Silva, J. O. da. (2010). *Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras*. (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Regional de Blumenau. Blumenau, SC, Brasil.
- Silva, J. O., & Bezerra, F. A. (2010). Análise de gerenciamento de resultados e o rodízio de firma de auditoria nas empresas de capital aberto. *RBGN – Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(32), 304-321.
- Silveira, A. di. M. da. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. (Tese de Doutorado inédita), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, SP, Brasil.
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. de O. (2014). A Governança Corporativa influencia a eficiência das Empresas Brasileiras? *Revista de Contabilidade & Finanças – USP*, 25(65), 145-160.
- Steinberg, F., & Silva, A. L. C. (2009). Governança corporativa e ganhos de fusões e aquisições no Brasil. In: Figueiredo Pinto, A., & Motta, L. F. (Ed.). *Decisões de Investimentos*, Rio de Janeiro, 7, 169– 190.
- Toigo, L. A., & Lavarda, C. E. F. (2017). Fusões e aquisições sob a lente da governança corporativa: análise sociométrica e bibliométrica dos autores de referência internacional. *Revista da UNIFEDE*, 1(21), 204- 222.
- Toigo, L. A., Chiarello, T. C., & Klann, R. C. (2014). *Accruals* discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações. *Revista Contemporânea Contábil*, 11(24), 65-84.
- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, 43(4), 445-481.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting Review*, 65(1), 131-156.