

***Poison Pills* e Gerenciamento de Resultados em Companhias Brasileiras que Negociam na BM&FBovespa**

HENRIQUE PORTULHAK

Universidade Federal do Paraná - UFPR

VIVIANE THEISS

Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC

MARCOS ROBERTO KÜHL

Universidade Estadual do Centro-Oeste - UNICENTRO

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Universidade Federal do Paraná - UFPR

Resumo

Nas decisões onde há dispersão acionária, os acionistas controladores podem utilizar instrumentos de disposição estatutária para evitar a tomada hostil de controle. Cláusulas sobre *poison pills* evitam a tomada de controle hostil da companhia. Aliado a este fato, tem-se a possibilidade dos gestores realizarem escolhas contábeis com o propósito de influenciar a percepção do mercado sobre o desempenho financeiro da empresa. Considerando evidências de estudos estadunidenses que apontam uma relação negativa entre gerenciamento de resultados e a utilização dessas cláusulas, além da ausência de estudos semelhantes em companhias que negociam suas ações no Brasil, esta investigação possui o objetivo de verificar se os níveis de gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBovespa que possuem cláusulas estatutárias *poison pills* são diferentes daquelas que não utilizam essas cláusulas. Para isso, foram consideradas 99 companhias listadas no segmento Novo Mercado que negociaram suas ações no período entre 2009 e 2014, sendo a variável independente as cláusulas *poison pills* identificadas nos formulários de referência e estatutos sociais, e a variável dependente o gerenciamento de resultados operacionalizada pelos *accruals* discricionários calculados de acordo com o modelo de Jones (1991) e controlada pelas variáveis Tamanho do Ativo e q de Tobin. As regressões por meio de Dados em Painel e do teste t para amostras independentes indicaram que companhias brasileiras que possuem cláusulas *poison pills* apresentam níveis de gerenciamento de resultados significativamente diferentes e menores das companhias que não possuem tal mecanismo, evidenciando menor incentivo para realização de gerenciamento de resultados, estando ao encontro de achados de pesquisas realizadas nos Estados Unidos. Estes resultados contribuem para o aprofundamento do debate sobre os efeitos causados pelas *poison pills* no mercado acionário brasileiro, bem como motiva a expansão de pesquisas na área de Contabilidade Financeira que envolvam este mecanismo de disposição estatutária.

Palavras-chave: *Poison pills*, gerenciamento de resultados, *takeover*.

1 INTRODUÇÃO

A condição de controle exercida por acionistas das companhias resulta em maior poder em favor desses, dando-lhes condições para influenciar os gestores a tomarem decisões de acordo com seus interesses, em especial quando se trata de definição de estratégias organizacionais, metas financeiras e de crescimento, políticas de distribuição de dividendos e composição da estrutura de capital (Thomsen & Pedersen, 2000). Buscando manter o poder de decisão sobre os principais aspectos operacionais das empresas, especialmente naquelas em que há razoável dispersão acionária, os acionistas controladores podem se valer de instrumentos para evitar uma tomada hostil de controle da companhia, dentre eles, as disposições estatutárias denominadas *poison pills* (Vieira, Martins & Fávero, 2009).

Recentes ocorrências no mercado de ações internacional demonstram a eficácia dessas cláusulas. A companhia farmacêutica holandesa Myers realizou no em 2015 uma operação bem-sucedida de defesa baseada em uma cláusula *poison pill* para evitar a tomada do controle acionário por parte da empresa israelense Teva (Massoudi, 2015). No Brasil, também há relatos de ocorrência de defesa do controle acionário com a utilização de *poison pills*, como na tentativa de aquisição da companhia de alimentos Perdigão pela empresa Sadia no ano de 2006 (Vieira *et al.*, 2009). Ainda no Brasil, o caso da companhia GVT, as cláusulas contratuais de *poison pill* exigiram o aval dos acionistas diante da intenção destes autorizar a aquisição do controle por outro grupo econômico (Nascimento, 2010).

Nas situações em que há a possibilidade da tomada hostil de controle acionário é possível conjecturar que tal situação motive escolhas contábeis por parte de gestores com vistas a influenciar a percepção do mercado de capitais sobre o desempenho da empresa, fazendo com que as informações contábeis divulgadas tornem-se assimétricas (Healy & Wahlen, 1999; Fields, Lys & Vincent, 2001). Estudos de Easterwood (1998) e Guan, Wright e Sun (2004) indicaram que, na iminência de um *takeover* hostil, gestores gerenciam os resultados da companhia visando reportar situação financeira mais favorável.

Além disso, outras pesquisas verificaram a relação entre a utilização de instrumentos para proteção de tomada hostil de controle e o gerenciamento de resultados. Jiraporn (2005) analisou essa relação em empresas estadunidenses, e os resultados dessa investigação constataram que, dependendo do mecanismo utilizado para proteção contra *takeover*, o relacionamento entre as variáveis pode ser tanto positivo quanto negativo, e tratando especificamente sobre as *poison pills*, indicou-se uma relação negativa entre utilização dessas cláusulas e gerenciamento de resultados. Ge e Kim (2014) constataram indícios de que a existência de os mecanismos de proteção contra *takeover* em companhias americanas reduzem as motivações dos gestores em gerenciar resultados.

No Brasil, as cláusulas restritivas por meio de *poison pills* ainda são pouco exploradas em pesquisas científicas, especialmente quando se refere à área de finanças. No entanto, considerando a parcela de companhias abertas que adotam esse mecanismo, aliado à evolução do mercado de capitais do país, bem como as características distintivas das *poison pills* brasileiras e de seu mercado acionário em comparação ao que ocorre nos Estados Unidos (Vieira *et al.*, 2009; Souza, 2011), torna-se interessante verificar o potencial desses elementos atuarem como redutor de práticas discricionárias dos gestores típicas do gerenciamento de resultados contábeis. Dessa forma, a preocupação deste estudo reside em responder à seguinte questão: **companhias brasileiras que possuem cláusulas estatutárias sobre *poison pills***

apresentam níveis diferentes de gerenciamento de resultados daquelas companhias que não utilizam essas cláusulas estatutárias?

Conseqüentemente, a investigação tem por objetivo verificar se os níveis de gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBovespa que possuem cláusulas estatutárias sobre *poison pills* que negociaram suas ações no período de 2009 a 2014 são diferentes das companhias que não utilizam essas cláusulas estatutárias. Além do ineditismo na abordagem desse relacionamento tendo como enfoque as companhias que negociam suas ações no Brasil, o estudo justifica-se pela efetiva utilização dessas cláusulas por companhias nacionais, motivada principalmente pela criação do Novo Mercado pela BM&FBovespa (Vieira *et al.*, 2009; Souza, 2011). Ainda, investigações que envolvem as *poison pills* são relevantes para o desenvolvimento da literatura brasileira sobre o tema, tratando em específico da área de pesquisa em Contabilidade, visto a ausência de estudos empíricos dessa natureza e do impacto que esses mecanismos podem apresentar na qualidade da informação contábil reportada a usuários externos.

2 CONTROLE ACIONÁRIO POR MEIO DE *POISON PILLS* E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Empresas listadas que possuem mecanismos de defesa de controle acionário em seus estatutos constroem a ocorrência de *takeover* hostil, que pode ser impetrado tanto por investidores que não compõem a composição acionária atual da empresa quanto por acionistas atuais da empresa que não exercem o controle. Estes mecanismos de defesa do controle acionário inibem ou impedem a aquisição da empresa por um grupo de acionistas distinto daquele que possui o controle em dado momento (Kabir, Cantrijn & Jeunink, 1997).

Kabir *et al.* (1997) e Jarrell, Brickley e Netter (1988) destacam que os mecanismos de defesa podem ser classificados de acordo com a possibilidade ou não de seu acionamento pelos acionistas: enquanto alguns mecanismos protetivos exigem a aprovação dos acionistas antes de sua adoção – como a exigência de quórum qualificado (*supermajority amendments*) e cláusulas de preço justo (*fair price amendments*), outras medidas devem ser adotadas pela gestão da empresa independentemente de aprovação dos acionistas – como a recompra de ações da empresa-alvo (*greenmail*) e as *poison pills*,

As *poison pills* destacam-se dentre os mecanismos de proteção de controle acionário, tanto por ser considerada a mais significativa inovação ocorrida na área de finanças corporativas desde a década de 1980 (Bruner, 1991), quanto pelas controvérsias que envolvem sua adoção (Jarrell *et al.*, 1988; Bruner, 1991). De acordo com Bruner (1991), as principais controvérsias relacionadas às cláusulas *poison pills* nos Estados Unidos estão ligadas à sua legalidade, por ser considerada uma tática abusiva de defesa de controle acionário. No cenário brasileiro, Souza (2011) enfatiza que as *poison pills* também provocam intensos debates nos âmbitos acadêmico, profissional e regulatório tendo como enfoque a sua legalidade, sobre a qual a autora se posiciona a favor de sua licitude.

Popularizadas com a grande quantidade de *takeovers* ocorridos durante a década de 1980 nos Estados Unidos, em sua maioria hostis, as *poison pills* são definidas por Jarrell *et al.* (1988) como um conjunto de direitos conferidos aos acionistas que, na ocorrência de um evento que possa alterar a atual configuração de controle da empresa, confere aos atuais acionistas controladores direitos de aquisição de ações adicionais ou de venda de ações para os potenciais adquirentes em termos altamente vantajosos, impondo, dessa forma, significativas penalidades econômicas aos adquirentes hostis. De forma mais simplificada, Davis (1991) as

define como cláusulas estatutárias que buscam dificultar a ocorrência de *takeover* hostil ao aumentar drasticamente o custo potencial que um comprador agressivo terá que pagar para completar a transação.

As *poison pills* possuem algumas características em comum, conforme apresentado por Nascimento (2010): (i) funciona como uma medida defensiva acionando o “gatilho” em momentos em que há tentativa de tomada de controle impetrada contra a companhia; (ii) ajudam a desarmar atitudes ácidas sobre a intenção de se tomar o controle, seja por meio de assembleia geral ou por decisão dos administradores, viabilizando a negociação de melhores condições em favor de acionistas ou gestores da companhia-alvo.

Bruner (1991) elenca os seguintes objetivos para a adoção de *poison pills*: (i) impor diluição inaceitável das ações sobre o adquirente, (ii) aumentar as incertezas sobre chances de sucesso e de custos necessários no processo de aquisição, e (iii) possibilitar tempo para o conselho de administração ter condições de definir a melhor estratégia de ação – até mesmo para analisar uma proposta que possa ser vantajosa aos proprietários atuais. Monteiro (2011) expõe, de acordo com a literatura estadunidense, duas hipóteses que são consideradas para explicar a adoção das *poison pills* pelas companhias: (i) a de proteção da administração (ou entrenchamento gerencial), que considera a defesa dessas cláusulas por estes visando evitar a mudança de controle da empresa e, conseqüentemente, da administração, o que poderia significar diante do público externo um mau desempenho por parte da gestão, o que conduziu a uma aquisição; (ii) a do interesse do acionista, que considera a defesa dessas cláusulas por estes visando o aumento de sua riqueza, já que essas cláusulas possibilitam a negociação de termos mais vantajosos junto ao possível adquirente.

Os mecanismos de defesa do controle acionário podem apresentar diferenças entre os países, por conta de características distintas de cada mercado, como práticas de governança corporativa, composição acionária e disponibilidade de crédito (Kabir *et al.*, 1997). No Brasil o mercado acionário, como resultado de seu processo de evolução, possui companhias eminentemente públicas, com controle pulverizado ou com razoável dispersão acionária. Assim, são apresentadas condições para que as empresas que negociam suas ações nessa localidade adotem cláusulas estatutárias para prevenir uma tomada hostil de controle, como as *poison pills* (Vieira *et al.*, 2009).

O estudo de Vieira *et al.* (2009) constatou, com base em levantamento realizado junto às empresas com ações negociadas na BM&FBovespa em 2006, a existência de sete companhias com cláusulas *poison pills*, sendo intrigante a presença desses mecanismos não só em organizações sem acionista controlador e controle negociado no mercado, mas também em companhias com acionista controlador e controle negociado no mercado e até em companhias com acionista controlador e sem controle negociado no mercado.

A despeito do comentário de Vieira *et al.* (2009), que lançaram dúvidas a respeito do desenvolvimento dessas cláusulas no Brasil, por conta da cultura de controle corporativo da realidade institucional não consolidada e do ambiente instável de regulação, Nascimento (2010) apontou uma evolução na ocorrência de inserção de cláusulas de proteção à dispersão acionária no país, mesmo naquelas companhias onde há controle concentrado e perspectiva de negociação de controle no mercado praticamente nula, e mesmo com a baixa ocorrência de ofertas hostis de aquisição de controle no mercado acionário local. Em complemento, Monteiro (2011) notou que, com o ingresso de um maior número de empresas no Novo Mercado da BM&FBovespa, mais frequente foi o surgimento de cláusulas *poison pills*. Nascimento (2010) constatou que, das 40 companhias que aderiram ao Novo Mercado em 2007, 29 possuíam *poison pills* em seus estatutos e, ao final do ano de 2007, 56 empresas

listadas no Novo Mercado (56,6%) apresentavam *poison pills* em seus estatutos, sendo notada uma evolução relevante a partir do ano de 2006. Em consequência da relevante evolução na adoção de mecanismos de proteção de controle acionário, verificou-se a ocorrência de investigações que buscaram averiguar a relação entre a adoção de tais mecanismos com a lucratividade das companhias e com o gerenciamento de resultados.

Primeiramente, cita-se a investigação realizada por Malatesta e Walkling (1988) que, diante da crescente adoção dessas cláusulas nos Estados Unidos durante a década de 1980, identificou com base em uma amostra de 132 empresas no período entre 1982 e 1986 que empresas que adotam *poison pills* apresentam lucratividade menor do que empresas que não possuem essas cláusulas, o que estaria de acordo com a hipótese de entrincheiramento gerencial elaborada para análise dos efeitos desses mecanismos.

Com os resultados de estudos como o de Malatesta e Walkling (1988), seria natural a ocorrência de investigações que avaliassem tal fenômeno pela ótica do gerenciamento de resultados. O estudo de Easterwood (1998) constatou em uma amostra de 110 empresas no período entre 1985 e 1989, que empresas alvo de tomada de controle hostil apresentam maiores indícios de gerenciamento de resultados, aumentando sistematicamente os resultados reportados antes e depois do evento. Tal conduta pode ser entendida como uma estratégia de defesa dos gestores, estando dessa forma de acordo com a hipótese de proteção dos administradores.

Jiraporn (2005) averiguou o impacto de mecanismos de defesa de controle acionário no gerenciamento de resultados em empresas estadunidenses, tomando como base 1.621 observações no período entre 1993 e 1998. Constatou que, dos quatro mecanismos examinados, dois apresentaram relação com a diminuição de indícios de gerenciamento de resultados (*poison pills* e quórum qualificado), um mecanismo apresentou relação com o aumento de *accruals* discricionários (*dual class stock*), enquanto um não apresentou relação significativa (*blank check preferred stock*). Além de o estudo de Jiraporn (2005) apontar uma diminuição de incentivos para gerenciamento de resultados na presença de mecanismos de proteção contra *takeover*, demonstrou que diferentes estruturas de defesa de controle acionário podem causar efeitos distintos no gerenciamento de resultados.

Zhao e Chen (2008) examinaram a relação entre mecanismos de proteção contra *takeover* e gerenciamento de resultados no período entre 1995 e 2002. Ao considerar as *poison pills* como *proxies* para mecanismos de proteção contra tomada de controle, encontraram que tais mecanismos estão associados com menor ocorrência de *accruals* discricionários anormais, por diminuírem os incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis.

Resultados semelhantes também foram encontrados nos estudos de Zhao, Chen e Yao (2009), Zhao, Chen, Zhang e Davis (2012) e Ge e Kim (2014), estando esses resultados de acordo com a hipótese do alinhamento de interesses mencionada por Zhao e Chen (2008) e por Ge e Kim (2014), a qual considera que uma maior proteção contra *takeover* diminui os níveis de gerenciamento de resultados por promover maior segurança aos gestores em suas posições atuais e, por consequência, diminuir a pressão pela obtenção de resultados no curto prazo, resultando em um alinhamento de interesses de longo prazo de gestores e acionistas.

Vale ressaltar que, em diversos dos estudos relatados (Jiraporn, 2005; Zhao & Chen, 2008; Zhao *et al.*, 2009), os autores consideram, com base nos resultados obtidos, que a redução de mecanismos contra *takeover* pode implicar em um aumento de gerenciamento de resultados e, por consequência, na diminuição da qualidade da informação reportada.

Os estudos envolvendo *poison pills* e gerenciamento resultados foram realizados considerando o ambiente das empresas estadunidenses, em sua grande maioria. Assim, considerando que a prática de *poison pills* também faz parte da realidade brasileira, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa: **companhias brasileiras que utilizam *poison pills* tendem a apresentar níveis diferentes de gerenciamento de resultados daquelas que não utilizam essas cláusulas restritivas.**

3 METODOLOGIA

Levando em consideração o objetivo da investigação, buscando verificar se companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa que utilizam *poison pills* apresentam diferentes níveis de gerenciamento de resultados, bem como a derivada hipótese de pesquisa, são identificadas nesse momento as variáveis que contribuem para fornecer resposta à questão de pesquisa. O relacionamento entre as variáveis conceituais, operacionais e de controle é descrito na Figura 1.

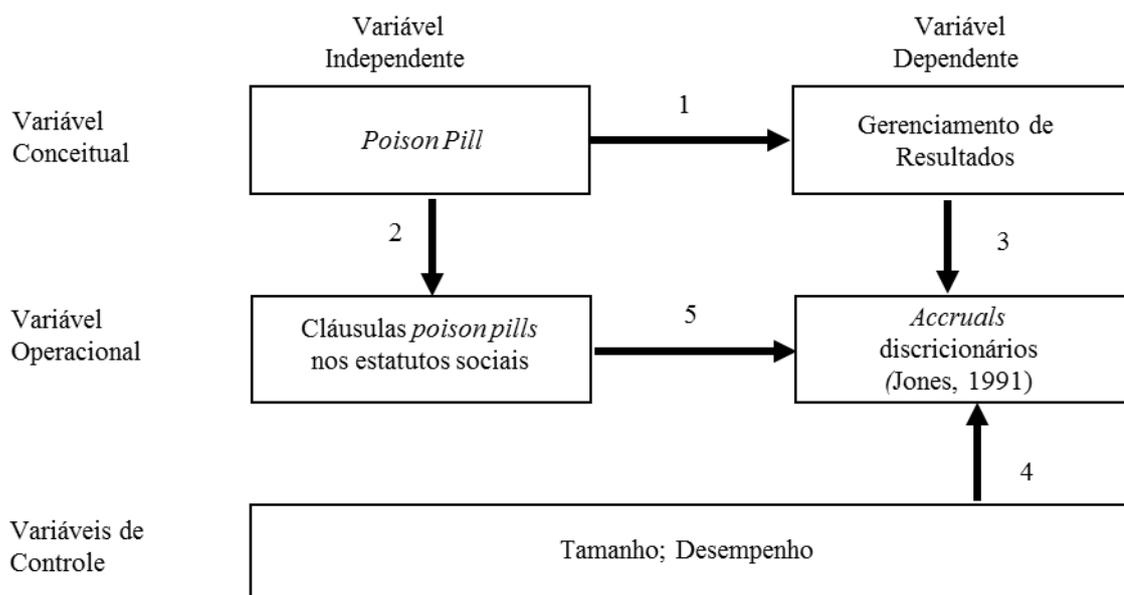


Figura 1. Libby box da pesquisa

Fonte: elaborada pelos autores com base em Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

Com relação à variável independente, essa foi operacionalizada com a verificação das companhias que possuem em seus estatutos sociais cláusulas que possuem características de *poison pills*. Tal análise foi realizada durante o mês de agosto de 2015, com a consulta a documentos disponíveis no sítio da BM&FBOVESPA.

Nesse processo, recorreu-se inicialmente às informações apresentadas nas companhias por meio dos formulários de referência, mais especificamente no item 18.2 (descrição de eventuais regras estatutárias que limitem o direito de voto de acionistas significativos ou que os obriguem a realizar oferta pública). Após a coleta de dados, foi empreendida uma verificação na última versão disponível do estatuto social das empresas analisadas, buscando confirmar a consistência entre as informações presentes no formulário de referência e o estatuto vigente. Fortuitamente, a verificação realizada constatou inconsistências entre as

informações presentes nos dois documentos. Diante disso, uma nova análise da presença de cláusulas estatutárias com características de *poison pills* foi realizada, dessa vez diretamente na versão mais atualizada no estatuto social das companhias analisadas, visando a obtenção de dados com maior fidedignidade.

Quanto à variável dependente, os *accruals* discricionários (*proxy* para gerenciamento de resultados) foram identificados com a aplicação do método de Jones (1991). A escolha do modelo de Jones (1991) ao invés do modelo de Jones modificado (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995) se justifica pela necessidade de apuração dos *accruals* discricionários (erro da regressão) para cada companhia. Vale ressaltar, também, que o método de Jones (1991) é apontado como um dos métodos de cálculo de *accruals* mais utilizados em pesquisas publicadas nos periódicos brasileiros de contabilidade (Machado & Beuren, 2014).

Os dados necessários para o cálculo dos *accruals* discricionários foram coletados por meio do *software Bloomberg*[®], considerando a divulgação realizada pelas companhias referente aos exercícios de 2009 a 2014. Vale ressaltar que os dados coletados sofreram validações preliminares, visando a verificação da existência de dados extremos (*outliers*), a verificação da normalidade dos dados e a homogeneidade das variâncias. Após isso, os *accruals* discricionários foram calculados por meio do *software Gretl* (versão 1.10.1), no qual foi executada uma regressão de dados em painel. O modelo de Jones (1991) é realizado de acordo com a formulação a seguir.

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que,

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

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

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa i no período t;

$PPE_{i,t}$ = representa o total de propriedade, plantas e equipamentos da empresa i no período t;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$ = os coeficientes a serem estimados;

$\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro (*accruals* discricionários).

A seguir, para verificar se a existência de cláusula estatutária *poison pill* influencia nos níveis de gerenciamento de resultados, realizou-se a análise sobre o modelo geral para detecção de gerenciamento de resultados contábeis, proposto por McNichols e Wilson (1988) e utilizado por Dechow, Hutton, Kim e Sloan (2012).

$$AD = \alpha + \beta(PART_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que,

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

$PART_{i,t}$ = conjunto de variáveis particionadas que capturam os fatores que presumidamente motivam o gerenciamento dos *accruals* na empresa i no período t;

$\varepsilon_{i,t}$ = fatores aleatórios não relacionados à hipótese específica de gerenciamento de resultados da empresa i no período t .

Como variáveis de controle, foram selecionadas o tamanho, já utilizado em estudos semelhantes realizados em outros países (Jiraporn, 2005; Zhao *et al.*, 2009; Zhao *et al.*, 2012, Ge & Kim, 2014), normalizado pelo logaritmo natural do Ativo Total (LnA) (Silva, 2004), e o desempenho, também utilizado em estudos semelhantes (Jiraporn, 2005; Zhao *et al.*, 2009; Zhao *et al.*, 2012), que é operacionalizado neste estudo por meio do Q de Tobin (Jiraporn, Miller, Yoon & Kim, 2008; Gunny, 2010).

Com isso, apresenta-se a seguinte hipótese de teste utilizada para esse estudo, levando em considerado o elencado no quadro teórico de referência e as variáveis operacionais definidas na Figura 1:

H₁: companhias brasileiras que possuem cláusulas *poison pills* em seus estatutos sociais apresentam *accruals* discricionários significativamente menores das que não utilizam essas cláusulas restritivas.

Com a obtenção dos dados necessários para operacionalização das variáveis independente, dependente e de controle, optou-se por realizar o teste da hipótese por meio do teste t para amostras independentes (Field, 2009), utilizando para essa finalidade o *software Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)*® (versão 21).

Quanto à amostra, foram selecionadas companhias que negociaram suas ações na BM&FBOVESPA no período de 2009 a 2014, tendo como recorte as empresas que estão listadas no segmento Novo Mercado. Esse recorte é justificado por estas cláusulas de proteção de tomada de controle hostil serem mais comuns em companhias listadas nessa categoria, além de que as características impostas nesse segmento exigem um percentual mínimo de circulação de ações ordinárias (*free float*), o que também facilitou a dispersão acionária das empresas listadas (Nascimento, 2010; Monteiro, 2011; Souza, 2011). Desse conjunto, composto por 129 empresas, foram desconsideradas as empresas pertencentes ao setor financeiro (19), comumente excluídas deste tipo de análise, e empresas com dados insuficientes para a realização das análises (11), constituindo-se dessa forma uma amostra de 99 empresas, das quais 53 apresentaram cláusulas que caracterizam a existência de *poison pill* (53,5%) e 46 não apresentaram cláusulas com tal característica (45,5%).

4 ANÁLISE DOS DADOS

Inicialmente foram verificados os *outliers*, a normalidade dos dados e da homogeneidade das variâncias para o cálculo dos *accruals* discricionários. Após a tabulação dos dados e cálculo das variáveis necessárias para viabilização dos modelos, foi empreendida a verificação da existência de *outliers*, sendo realizada a correção dos mesmos pela substituição destes pelo valor da soma da média e dois desvios-padrão, conforme indicação de Field (2009).

Em relação à normalidade, após o ajuste dos *outliers* as variáveis se mostraram adequadamente comportadas. A verificação da normalidade segue o parâmetro dos valores entre -1 e +1 para assimetria e entre -3 e +3 para curtose, conforme indicado por Hair, Babin, Money e Samouel (2005), além da análise gráfica para constatação da não violação da suposição de normalidade dos dados, tendo em vista que o teste de Kolmogorov-Smirnov, normalmente utilizado para testar a normalidade dos dados em grandes amostras, não indicou a

normalidade, o que já era esperado, pois segundo Hair, Black, Babin, Anderson e Tatham (2009) estes testes são muito sensíveis em grandes amostras.

Nesse mesmo sentido, baseando-se no teorema do limite central, Wooldridge (2010) afirma que os estimadores do método MQO satisfazem a normalidade assintótica em amostras de tamanhos suficientemente grandes, ou seja, eles têm distribuição aproximadamente normal. Portanto, apesar do teste específico não apontar a normalidade, o pressuposto da normalidade é relaxado nas inferências sobre os parâmetros dos modelos, pois seus coeficientes são consistentes e não viesados assintoticamente.

Para a verificação da homogeneidade das variâncias, foi utilizado o Teste de Levene, que segundo Field (2009) é a tendência para verificação da homogeneidade das variâncias para grupos de dados. No entanto, da mesma forma que no caso da normalidade, grandes amostras podem comprometer os resultados desse teste (Field, 2009). Assim, adicionalmente, utilizou-se a metodologia apontada por Field (2009, p. 117), que prescreve que onde o resultado da razão entre o grupo com maior variância e o grupo com a menor variância "... for menor que 2, é seguro afirmar que há homogeneidade das variâncias".

Na sequência, os dados foram importados para o *software* Gretl para realização da regressão de dados em painel, seguindo a descrição da Equação 1. Na análise, o *software* Gretl desconsidera as linhas que contenham alguma informação faltante (dados ausentes), sendo executado o modelo pelo MQO agrupado, utilizando 565 observações e 99 unidades de corte transversal. Os resultados estão indicados na Tabela 1.

Tabela 1. Estimativas do Modelo de Jones (1991), período 2009-2014

Variáveis	Coefficientes	Erro padrão	Razão-t	p-value
$1 / A_{i,t-1}$	24,595	43,216	0,569	0,570
$\Delta R_{i,t} / A_{i,t-1}$	-28,2042	32,123	-0,8780	0,380
$PPE_{i,t} / A_{i,t-1}$	-0,38539	0,047	-8,182	0,000*
Estatística F	82,443			0,000*
R ²		0,3031		

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

* Significantes ao nível de 0,01.

O R² ajustado para a regressão apresentada na Tabela 1 indica um moderado poder explicativo dos *accruals* totais, sendo que somente a variável que representa o total de propriedade, plantas e equipamentos se mostrou representativa, indicando que apenas ela está estatisticamente relacionada aos *accruals* totais. No entanto, o objetivo é gerar os *accruals* discricionários (erro da regressão) para que eles sirvam de variável dependente na Equação 2, cujos resultados são demonstrados na Tabela 2. Nesta representação são apresentados quatro modelos, sendo que no segundo é considerada apenas a variável de controle tamanho (LnA), no terceiro modelo é considerada a variável de controle desempenho (Q de Tobin) e no último modelo são consideradas as duas variáveis de controle.

Tabela 2. Análise dos *Accruals* Discricionários em Relação ao *Poison Pills*, período 2009-2014

Variáveis	Coefficien-tes	p-value	Coefficien-tes	p-value	Coefficien-tes	p-value	Coefficien-tes	p-value
-----------	----------------	---------	----------------	---------	----------------	---------	----------------	---------

Constante	0,016*			-0,0780	0,008*	-0,00589	0,958	
	-0,0539	*	0,04017	0,669	0			
<i>Poison Pills</i>	0,042*					0,06500	0,037*	
	0,05414	*	0,05450	*	0,06428	0,039**	*	
LnA	-	-	-0,011883	0,296	-	-	-0,00890	0,498
Q de Tobin	-	-	-	-	0,04178	0,141	0,03845	0,179
Observações	565		565		469		469	
Estatística F	8,668	0,003*	5,660	0,004*	6,360	0,022*	4,624	0,003*
R ²	0,0151		0,0197		0,0266		0,0290	

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

* Significantes ao nível de 0,01; ** Significantes ao nível de 0,05.

Inicialmente, é importante destacar que nos modelos que incluem a variável de controle Q de Tobin existe uma quebra nas observações, tendo em vista que os valores para o Q de Tobin não estavam disponíveis na base de dados no momento da coleta para algumas empresas e/ou alguns anos.

O R² ajustado para as regressões apresentadas na Tabela 2 indicam um baixo poder explicativo dos *accruals* discricionários a partir das variáveis explicativas. No entanto, percebe-se que à medida em que são inseridas as variáveis de controle (LnA e Q de Tobin) o R² aumenta, indicando que o último modelo possui um poder explicativo melhor que o primeiro. Além disso, os coeficientes referentes ao *Poison Pills* também aumentam à medida em que se incluem as variáveis de controle, indicando que, quando a equação é moderada pelos referidas variáveis, a existência da cláusula ganha relevância no modelo.

Os resultados apresentados indicam que a existência da cláusula estatutária teve influência positiva e estatisticamente significativa sobre os *accruals* discricionários, mesmo quando não considerado o tamanho (variável de controle). Este resultado é um indicio de que a existência da cláusula estatutária *poison pill* influencia no gerenciamento de resultados contábeis, o que se mostra em linha com achados de pesquisas internacionais, como nos estudos de Jiraporn (2005), Zhao e Chen (2008) e Zhao *et al.* (2009), que sugeriram que a utilização de mecanismos contra *takeover* interfere nos níveis de gerenciamento de resultados.

Tendo em vista a hipótese proposta, de que companhias brasileiras que possuem cláusulas *poison pills* em seus estatutos sociais apresentam *accruals* discricionários significativamente diferentes das que as não utilizam, utilizou-se o teste *t* para amostras independentes para seu exame. Na Tabela 3 apresenta-se o resultado do referido teste.

Tabela 3. Resultado do Teste de Hipótese (H1), período 2009-2014

Condição	Média do AD	Desvio-padrão	Teste <i>t</i>	<i>p-value</i>
Sem cláusula	-0,0539	0,24012	-2,895	0,004*
Com cláusula	0,0002	0,19697		

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores

* Significante ao nível de 0,01.

Como pode ser observado, o teste *t* indica a um nível de significância de 1%, a existência de diferença estatisticamente significativa entre os *accruals* discricionários dos dois grupos de

empresas (com e sem cláusula *poison pill*), o que corrobora com a hipótese de pesquisa, estando ao encontro do que fora observado em estudos semelhantes realizados com empresas estadunidenses (Jiraporn, 2005; Zhao & Chen, 2008; Zhao *et al.*, 2009; Zhao *et al.*, 2012; Ge & Kim, 2014) nos quais se identificou que companhias que utilizam cláusulas estatutárias *poison pills* apresentam níveis diferentes de gerenciamento de resultados daquelas que não utilizam essas cláusulas restritivas.

Ainda, como também pode ser notado por meio da Tabela 3, a média dos *accruals* discricionários das companhias que possuem *poison pills* está mais próxima de zero do que a média apresentada para as empresas que não as possuem, ou seja, indica-se que a existência de cláusulas estatutárias *poison pills* diminuem os incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis, confirmando a hipótese de teste e estando no mesmo sentido dos achados das pesquisas que foram realizadas em companhias dos Estados Unidos (Jiraporn, 2005; Zhao & Chen, 2008; Zhao *et al.*, 2009; Zhao *et al.*, 2012; Ge & Kim, 2014), que também encontraram indícios de que companhias que utilizam as cláusulas estatutárias *poison pills* possuem menor nível de gerenciamento de resultados em comparação às companhias que não utilizam essas cláusulas restritivas.

5 CONCLUSÕES

O estudo verificou se companhias brasileiras que negociam suas ações na BM&FBovespa e que possuem cláusulas estatutárias sobre *poison pills* apresentam diferentes níveis de gerenciamento de resultados em comparação àquelas companhias que negociam na BM&FBovespa e não possuem cláusulas *poison pills*. Para isso, foram investigadas 99 empresas enquadradas no segmento Novo Mercado, considerando-se para o cálculo dos *accruals* discricionários o modelo de Jones (1991) e as informações referentes aos exercícios de 2009 a 2014.

A análise dos dados demonstrou a existência de indícios de que, no cenário brasileiro, companhias que possuem cláusulas estatutárias *poison pills* apresentam níveis de gerenciamento de resultados significativamente diferentes das empresas que não possuem tal mecanismo de proteção do controle acionário, tendo sido acatada a hipótese da pesquisa.

Ademais, os testes estatísticos empregados revelaram indícios de que as companhias brasileiras que possuem esses mecanismos apresentam menor incentivo para realização de gerenciamento de resultados em comparação às empresas que não possuem tais mecanismos, o que pode indicar uma contribuição da existências desses mecanismos para uma melhoria na qualidade da informação contábil reportada para os usuários externos, independentemente de qualquer controvérsia existente no cenário nacional e internacional a respeito de sua licitude.

Dessa forma, os achados dessa pesquisa realizada junto a empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa vão ao encontro do observado em pesquisas realizadas em companhias dos Estados Unidos, como em Jiraporn (2005) e Ge e Kim (2014), bem como estando em acordo com a hipótese do alinhamento de interesses entre gestores e acionistas dada por Zhao e Chen (2008) e Ge e Kim (2014). Dessa forma, os resultados obtidos também sugerem que a inclusão de mecanismos de proteção contra *takeover* hostil podem beneficiar os atuais detentores dos instrumentos patrimoniais de uma companhia ao facilitar o alinhamento de interesses de longo prazo de gestores e acionistas.

Os achados desta pesquisa ajudam para uma melhor compreensão e para o aprofundamento do debate a respeito dos efeitos do crescente fenômeno das *poison pills* no

gerenciamento de resultados contábeis, na qualidade da informação contábil e, de forma geral, no mercado acionário brasileiro. Dessa forma, tais resultados podem fornecer novos subsídios sobre riscos e benefícios trazidos pela presença dessas cláusulas nos estatutos de companhias abertas brasileiras e seus impactos nos investidores e no mercado acionário brasileiro, bem como podem trazer à tona novos elementos que subsidiem a tomada de decisão de investidores atuais e potenciais na escolha de aplicação de recursos em determinada companhia.

Considera-se, ainda, que os achados podem servir de referência e ponto de partida para expansão de pesquisas na área de Contabilidade que envolvam este mecanismo. Em um primeiro momento, diante da significância demonstrada por meios dos testes estatísticos, sugere-se que as *poison pills* sejam consideradas no rol dentre possíveis variáveis de controle a serem utilizadas em testes de hipóteses que envolvam como variável dependente o gerenciamento de resultados no cenário brasileiro.

Outrossim, retoma-se a situação incidental ocorrida na aplicação dos procedimentos metodológicos, mais especificamente durante a extração de informações dos Formulários de Referência elaborados pelas companhias e disponibilizados no sítio da BM&FBovespa. A experiência relatada com relação à coleta de dados do item 18.2 do referido relatório e a inconsistência observada na confrontação desses dados com os estatutos sociais das companhias pode apontar que, para a busca de informações nessa fonte visando a realização de pesquisas acadêmicas, é prudente a realização de verificações em outras fontes de informação, de modo a garantir maior consistência sobre características das companhias estudadas e, conseqüentemente, nos resultados obtidos.

Outras sugestões e recomendações para futuras pesquisas podem ser disponibilizadas a partir deste estudo, como a validação dos resultados obtidos nessa investigação com a utilização de um método diferente de verificação dos *accruals* discricionários, o aprofundamento das análises empreendidas considerando os “gatilhos” e os prêmios previstos pelas companhias nas cláusulas estatutárias *poison pill* ou mesmo considerando a sua estrutura de controle e o *free float* existente, além de estudos que comparem o comportamento de companhias brasileiras que possuam ou não esse mecanismo diante da possibilidade de ocorrência de uma tomada de controle hostil.

REFERÊNCIAS

- Bruner, R. F. (1991). *The poison pill anti-takeover defense: the price of strategic deterrence*. Charlottesville, VA: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysis.
- Davis, G. F. (1991). Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, 36 (4), 583-613.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: a new approach. *Journal of Accounting Research*, 50 (2), 275-334.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70 (2), 193-225.
- Easterwood, C. M. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14 (1), 29-47.

- Field, A. (2009). *Descobrendo a estatística usando o SPSS* (2a. ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 255-307.
- Ge, W., & Kim, J. (2014). Boards, takeover protection, and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 43 (4), 651-682.
- Guan, L., Wright, C. J., & Sun, L. (2004). Earnings management in targeted hostile takeover firms. *Journal of Forensic Accounting*, 5 (2), 421-432.
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27 (3), 855-888.
- Hair, J. F. Jr., Babin, B., Money, A. H., & Samouel, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- Hair, J. F. Jr., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6a. ed). Porto Alegre: Bookman.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383.
- Kabir, R., Cantrijn, D., & Jeunink, A. (1997). Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: an empirical analysis. *Strategic Management Journal*, 18 (2), 97-109.
- Jarrell, G. A., Brickley, J. A., & Netter, J. M. (1988). The market for corporate control: the empirical evidence since 1980. *The Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 49-68.
- Jiraporn, P. (2005). An empirical analysis of corporate takeover defences and earnings management: evidence from the US. *Applied Financial Economics*, 15(5), 293-303.
- Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S., & Kim, Y. S. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 17 (3), 622-634.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193-228.
- Libby, R., Bloomfield, R., & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27 (8), 775-810.
- Machado, D. G., & Beuren, I. M. (2014). Gerenciamento de resultados: análise das publicações em periódicos brasileiros de contabilidade. *Enfoque*, 33 (1), 19-36.

- Malatesta, P. H., & Walkling, R. A. (1988). Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 20, 347-376.
- McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26, 1-31.
- Massoudi, A. (2015). Mylan readies its poison pill defences. *Financial Times*. Companies, Health, Pharmaceuticals. 23 abr. 2015. Recuperado em 19 mai. 2015, de <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fa5ffe02-e90c-11e4-b7e8-0144feab7de.html#axzz3aXIFeEqy>.
- Monteiro, M. A. P. (2011). *Um estudo sobre a utilização de poison pills no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro. Recuperado em 21 mai. 2015, de http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Marco-Antonio-Papera-Poison-Pills.pdf.
- Nascimento, J. P. B. D. (2010). *Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado em 20 mai. 2015, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-113835/>
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39 (4), 348-361.
- Souza, P. R. C. (2011). *A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado em 20 mai. 2015, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21082012-110744/>
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21 (6), 689-705.
- Vieira, J., Martins, E., & Fávero, L. P. L. (2009) *Poison pills no Brasil: um estudo exploratório*. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 20 (50), 6-24.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Cengage Learning.
- Zhao, Y., & Chen, K. H. (2008). The influence of takeover protection on earnings management. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, (3-4), 347-375.
- Zhao, Y., Chen, K. H., & Yao, L. J. (2009). Effects of takeover protection on earnings overstatements: evidence from restating firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 33 (4), 347-369.

Zhao, Y., Chen, K. H., Zhang, Y., & Davis, M. (2012). Takeover protection and managerial myopia: evidence from real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31 (1), 109-135.