

ASSOCIAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E O PROCESSO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS ADQUIRENTES LISTADAS NA B3

SILVIO SILVA MIRANDA FILHO

Universidade Federal de Goiás

CARLOS HENRIQUE SILVA DO CARMO

Universidade Federal de Goiás

ILÍRIO JOSÉ RECH

Universidade Federal de Goiás

Resumo

O Gerenciamento de Resultados (GR) se revela no uso oportunístico das escolhas contábeis com vistas a produzir resultados enviesados, produzindo dados que podem ser usados em processos de fusões e aquisições. Dessa forma, o artigo examinou a associação entre os processos de fusão e aquisição e o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes listadas na B3. Para alcançar o objetivo foram analisados os dados de um ano antes do anúncio da transação de 44 empresas listadas na B3 que realizaram F&A's entre os períodos de 2011 e 2020. Com base em análise de regressão múltipla com dados em painel desbalanceado utilizou-se como variável dependente o gerenciamento de resultados estimados através de cálculos realizados pelos modelos de Roychowdhury e pelo Modelo Pae. Como variável independente usou-se uma variável dummy que representa a ocorrência do envolvimento das empresas em processos de F&A's entre os períodos do estudo. Como variáveis de controle usou-se tamanho, rentabilidade dos ativos, alavancagem, variação no preço das ações e setor das transações. Os resultados evidenciaram associação entre gerenciamento de resultados e processos de fusões e aquisições, onde as empresas adquirentes elevam o nível de gerenciamento de resultados por accruals e reduzem o nível de gerenciamento de resultados por atividades reais, no ano imediatamente anterior ao anúncio das transações. Tais resultados estão em sintonia com estudos de outros países e são relevantes para os investidores, gestores e demais profissionais envolvidos nos processos de fusões e aquisições, dos quais os dados contábeis podem ser base para a avaliação dos investimentos.

Palavras chave: Gerenciamento de Resultados, Accruals Discricionários, Atividades Operacionais, Fusões e Aquisições.

1. INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições (F&A's) podem ser consideradas estratégias de reestruturação corporativa a serem implementadas por empresas em todo o mundo (Aggarwal e Garg, 2019). Para Kalra et al (2013), tais movimentos são influenciados por objetivos estratégicos e financeiros das empresas, para obter vantagem competitiva sobre seus concorrentes. Nesta mesma linha, Campbell et al (2016) reforçam que as referidas estratégias promovem esperança de melhoria ou sustentação do desempenho empresarial, quando adotadas.

Por um lado, as F&A's são motivadas por fatores como o fortalecimento da posição de mercado, transferência de conhecimento e economia de escala para criação de valor às empresas (Bispo et al, 2017). Em contrapartida a esse cenário, o processo de fusão também é marcado pela elevação da assimetria informacional e pela arrogância da gestão. Isso pode resultar em erros na avaliação da empresa alvo, situação que contribui para a redução do valor das companhias adquirentes (Berkovitch e Narayananm, 1993).

Ao analisar as F&A's ex ante e ex post facto Louis (2004), Lee et al (2008) e Heron e Lie (2002) identificaram gerenciamento de resultados contábeis nas empresas adquirentes. Os autores sugerem que empresas podem gerenciar resultados para aumentar o preço das suas ações, com o objetivo de reduzir o custo de compra das empresas-alvo.

Estes estudos foram realizados no intuito de investigar a ocorrência de manipulação das informações das demonstrações contábeis, em especial, da perspectiva do gerenciamento dos lucros, que caracterizam a prática da manipulação do desempenho econômico e financeiro das empresas que desejam realizar F&A.

A identificação do gerenciamento de resultados sobre a manutenção dos lucros pressupõe que as escolhas contábeis realizadas pelas empresas, em prol da maximização dos resultados, são capazes de alterar o nível informacional do desempenho reportado ao mercado, afetando a percepção sobre o valor da empresa. Botsari e Meeks (2008) analisaram o gerenciamento de resultados em empresas adquirentes um ano antes, na data da transação e um ano depois da reestruturação realizada de uma amostra de empresas do Reino Unido no período de 1997 e 2001. Os resultados sugerem que as empresas adquirentes se envolvem em gerenciamento de resultados por accruals para aumentar a receita no ano imediatamente anterior ao anúncio da oferta (Ano 0) concentrando-se, principalmente no componente de capital de giro dos accruals.

Da mesma forma Campa e Hajbaba (2016) investigaram o gerenciamento por meio de atividades operacionais 3 (três) anos antes do anúncio. Os resultados sugerem que, em média, as empresas gerenciam os lucros para cima usando transações reais em vez de accruals, durante o ano anterior à aquisição.

A literatura analisada (CAMPA & HAJBABA, 2016; MENDES ET AL, 2019; BOTSARI & MEEKS, 2008; LEE, 2008) destaca as evidências do comportamento oportunista dos gestores nos processos de F&A como momento adequado para o gerenciamento de resultados. Tais estudos destacam o gerenciamento de resultados como uma consequência das ações discricionárias dos gestores para manipular as informações contábeis sobre o desempenho das empresas em períodos que antecedem a transação.

Considerando que os estudos foram realizados em ambientes diversos de o brasileiro torna-se relevante examinar a associação entre os processos de F&A's e a prática de gerenciamento de resultados de empresas brasileiras adquirentes listadas na B3. Com isso surge

a seguinte questão de pesquisa: Qual a associação entre os processos de fusões e aquisições e a prática de gerenciamento de resultados das empresas adquirentes da B3?

Dessa forma o presente estudo tem por objetivo analisar a associação entre as fusões e aquisições e a prática de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras adquirentes da B3. Para alcançar o objetivo foram analisadas as empresas listadas na B3 que realizaram F&A's entre os períodos de 2011 e 2020. Para estimar o gerenciamento de resultados se utilizou os modelos de gerenciamento de resultados por atividades operacionais de Roychowdhury e o Modelo Pae para accruals discricionários. Os métodos desenvolvidos nos estudos de Botsari e Meeks (2008) e Campa e Hajbaba (2016) foram adaptados para investigar o gerenciamento de resultados um ano antes do anúncio da F&A.

Como contribuição da pesquisa, o estudo busca, através de modelos econométricos, estimar o gerenciamento dos resultados realizados pelas ações oportunistas e discricionárias dos gestores antes do anúncio da F&A de empresas adquirentes. Dessa forma, contribui por evidenciar possíveis conflitos de interesse presentes no processo de F&A, cujo gerenciamento de resultados leva a transações que excedem a visão simples de uma aquisição com base em valores de mercado. Além disso, os resultados da pesquisa contribuem por identificar evidências de gerenciamento de resultados nas empresas que seguem uma estratégia de aquisição, auxiliando acionistas e gestores de empresas-alvo para se assegurar que os números contábeis divulgados pelo adquirente estejam livres de manipulação.

Por sua vez, a contribuição teórica do trabalho reside na compreensão da relação entre as fusões e aquisições e o gerenciamento de resultados. Tal compreensão se torna relevante aos educadores e legisladores do tema por evidenciar parte do comportamento de gestores diante de oportunidades de F&A. A discussão deste tema no âmbito da academia e da análise de investimentos contribui para o aprendizado e o aperfeiçoamento da tomada de decisão nos processos de fusões e aquisições.

Com vistas a atingir o objetivo proposto e buscar respostas ao questionamento elencado, a pesquisa está estruturada da seguinte forma: inicia-se pela apresentação desta introdução, em seguida, descreve-se a literatura relacionada ao tema e, concomitante a isto, apresenta-se a hipótese de pesquisa. Após, é percorrida a metodologia e adiante, os resultados encontrados e a análise dos mesmos. Como encerramento, têm-se as considerações finais advindas dos resultados evidenciados.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Fatores que afetam as Fusões e Aquisições

Para Singh e Montgomery (1987), uma vez que a instituição empresarial tenha decidido expandir, essa pode escolher entre dois modos disponíveis: crescimento interno ou fusões e aquisições (F&A). Diante desse cenário, a estratégia de F&A pode ser considerada a alternativa a ser adotada por empresa que objetiva, segundo Soludo (2004), reduzir os custos de transação e alcançar uma economia de escala, bases para o crescimento e evolução empresarial almejados.

Fatores que afetam as fusões e aquisições mudam com a dinâmica dos ambientes jurídicos, políticos, econômicos e sociais (KAUSHAL, 1995). Kalra et al (2013) destacam que dentre tais fatores, estão o ganho de eficiência e a racionalidade estratégica. Para Healy, Palepu e Ruback (1992) e Capron e Pistre (2002), as F&A's estão relacionadas ao aumento do poder de mercado, obtenção de sinergias operacionais e financeiras, ganhos tributários, redução de custos, aumento de receita, diversificação de risco, melhor estrutura de capital e maior capacidade de alavancagem.

Apesar das fusões e aquisições proporcionarem os benefícios destacados, vale ressaltar que as operações não devem ser encaradas como uma solução simples para problemas internos ou ameaças de mercado. Há um elevado grau de incerteza e de complexidade envolvidos nestes processos, além da ausência de consenso sobre os benefícios aos acionistas (CAMARGOS e CAMARGOS, 2015).

Os desafios das fusões e aquisições são apontados por Anand e Singh (2018), tendo como base o custo de agência, o conflito de fluxo de caixa livre e o incentivo gerencial. Assim, diante de incertezas e de obstáculos que podem ser vivenciados, Seth et al (2000) identificaram que gestores que optam por F&A podem estar realizando a operação por objetivos meramente pessoais, em detrimento da otimização dos recursos investidos pelos acionistas das empresas. Os administradores da empresa adquirente ao perceberem o erro na avaliação do preço da empresa alvo, prezam pela manutenção da negociação, afirmando a veracidade do valor indicado, o que pode levar os investidores a perdas de eficiência nos investimentos.

Para subsidiar tais comportamentos, os administradores podem utilizar-se da discricionariedade nas escolhas contábeis e fluxos de caixa operacionais (PHILLIPS et al., 2003), gerenciar a intervenção intencional nos relatórios financeiros com o objetivo de obter algum ganho (SCHIPPER, 1989) e ainda, alterar a estrutura das transações dos relatórios financeiros. O objetivo, nos casos das empresas que possuem estratégia de aquisições é enganar os gestores e acionistas de empresas-alvo sobre o desempenho econômico da empresa e influenciar os resultados contratuais que dependam dos números contábeis (HEALY e WAHLEN, 1999).

Assim, diante da diversidade de fatores que impulsionam o gerenciamento de resultados em decorrência do processo de fusões e aquisições, as razões dos julgamentos e escolhas dos administradores das empresas adquirentes devem ser acompanhadas por todos os envolvidos e interessados no desempenho das empresas.

2.2 Gerenciamento de Resultados em processos de F&A

O gerenciamento de resultados, segundo El Diri (2018), consiste em um conjunto de decisões gerenciais que resultam em não relatar os verdadeiros ganhos ou perdas. O autor expõe ainda, os possíveis métodos utilizados no gerenciamento, estando dentre eles o gerenciamento de resultados por meio de accruals, gerenciamento de resultados por atividades operacionais, mudança da classificação de itens nas demonstrações financeiras e o uso de derivativos e entidades de propósitos específicos.

O contexto do gerenciamento de resultados encontra-se amparada na teoria da agência, como uma referência para trabalhos científicos (Walker, 2013). Para Makarem et al (2020), essa teoria tem sido usada para explicar a potencial assimetria da informação nos relatórios financeiros e seus reflexos para as partes envolvidas, bem como, a forma de previsão que os gestores se valem na manipulação de resultados para atingir interesses próprios.

De acordo com Bao e Lewellyn (2017), o estímulo para que um determinado gestor influencie na atividade de gerenciamento de resultados podem variar de acordo com as forças institucionais em jogo e com o contexto em que a empresa opera. Como um comportamento de expansão estratégica, as atividades de F&A são de grande importância para as corporações (ZHANG, 2015). O mesmo autor ressalta que o fracasso deste investimento geralmente leva a graves perdas econômicas. Em uma aquisição, há o empenho em garantir o sucesso do negócio a fim de se concretizar a sinergia operacional e aumentar o valor das empresas.

As aquisições de empresas têm sido frequentemente identificadas como transações com potencial para gerenciamento oportunista de resultados (ERICKSON & WANG, 1999;

CAMPA & HAJBABA 2016). Para Zhang (2015), quando os proprietários controladores ou gerentes percebem que a subvalorização ou supervalorização da corporação pode contribuir para o sucesso do negócio, eles têm fortes incentivos para manipular os lucros relatados antes da aquisição, na esperança de aumentar o preço das ações, reduzindo-se assim, o custo de compra do alvo.

A gestão da empresa aumenta os lucros contábeis antes de aquisição de ações por ações, ou seja, quanto mais alto o preço das ações da empresa adquirente na data do contrato, menor será o número de ações que devem ser emitidas para comprar a empresa alvo. A relação entre o preço das ações da empresa adquirente e as ações emitidas na transação, fornece vários incentivos para a empresa adquirente tentar aumentar o preço de suas ações antes da incorporação (Erickson e Wang, 1999).

Lee (2008) buscou investigar se as empresas de telecomunicações adquirentes administraram seus ganhos por meio de gerenciamento de resultados por accruals, antes do anúncio de aquisições de ações nos Estados Unidos, durante o período de 1990 a 2006. A pesquisa adotou o Modelo Jones (1991) para estimar os accruals não discricionários, discricionários e totais. Realizou os cálculos baseados nos 4 trimestres anteriores ao anúncio de uma aquisição.

O trabalho de Lee (2008) constata que as referidas empresas do estudo administram lucros para cima antes das aquisições. Porém, conclui ter encontrado evidências empíricas de que o GR das adquirentes de telecomunicações induz uma diminuição em seus valores de mercado. Os autores sugerem que o mercado reconhece o GR do adquirente e antecipa o reajuste do preço das ações.

Botsari e Meeks (2008) analisaram o GR por accruals em uma amostra com 42 empresas de capital aberto do Reino Unido, as quais realizaram F&A's durante o período 1997 a 2001. Os autores investigam se as empresas adquirentes gerenciam os lucros declarados para cima nos períodos antes do anúncio de uma aquisição. Além de utilizar-se do Modelo de Jones Modificado para calcular os accruals dos dados anualizados entre 2 anos anteriores ao anúncio e a data de conclusão do processo.

De acordo com os resultados apresentados por Botsari e Meeks (2008), as empresas adquirentes se envolvem no GR para aumentar a receita no ano imediatamente anterior ao anúncio, e que essa manipulação se concentra principalmente no capital de giro dos ativos. Por fim, os autores concluem que as aquisições por ações são usadas especialmente por adquirentes supervalorizados que reconhecem a possibilidade dos retornos negativos de suas ações em decorrência do mercado corrigir a sobrevalorização. E pode tentar, por meio do GR, tornar esses retornos menos negativos.

No estudo realizado por Campa e Hajbaba (2016), os autores investigaram se o retorno anormal pós aquisição dos adquirentes também é atribuído ao GR. Utilizaram os Modelos de Roychowdhury (2006) para calcular o GR por meio de atividades operacionais em uma amostra com 461 processos de F&A's nos EUA, entre os anos de 2001 e 2011. Apresentaram evidências que indicam GR por meio de atividades reais, em especial, nas vendas, e, conclui que as empresas gerenciam lucros para cima por meio da manipulação de vendas no ano anterior à aquisição.

Mendes et al (2019) buscaram identificar o impacto do anúncio de F&A's no aumento do nível de GR das companhias abertas listadas na B3 através do cálculo dos accruals discricionários positivos e negativos realizados pelo Modelo Pae (2005). Com dados de empresas brasileiras envolvidas nos processos de F&A entre os anos de 2015 e 2016. Os

resultados da pesquisa demonstraram que o evento de F&A causou impacto na intensidade do GR por accruals discricionários positivos. Além de concluir que quanto maior o crescimento da empresa, os ativos totais e o ROA, menor a propensão em constituir accruals positivos.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atingir o objetivo da pesquisa, foram coletadas as informações trimestrais das empresas adquirentes em F&A listadas na B3, obtidas na base de dados da Refinitiv Eikon. As empresas foram agrupadas por setores e os dados financeiros e contábeis utilizados para os cálculos do GR por accruals e por operações reais foram estruturados para análise de dados em painel.

3.1 Definição da Amostra e Coleta de Dados

Informações derivadas das demonstrações contábeis dessas empresas compreendem o período de 2010 a 2020, ao passo que a lista de empresas que realizaram F&A's estão relacionadas no período de 2011 a 2019. A diferença temporal entre a coleta dos dados das demonstrações contábeis e do conjunto de empresas que realizaram as F&A's deve-se ao fato de serem necessários dados defasados para se estimar o GR e realizar a análise do ano anterior ao anúncio da F&A.

O ano de início da amostra coincide com o ano do começo da obrigatoriedade das normas IFRS para as empresas brasileiras de capital aberto e, o ano limite está relacionado ao último ano com dados disponíveis. Cardoso et al. (2015) ressaltam a inadequação da análise de accruals em uma amostra de dados que contenham informações anteriores e posteriores à obrigatoriedade da IFRS.

Retirou-se às empresas financeiras e de energia em função de características específicas de regulação e legislação. De acordo com Gunny (2010), entidades que realizam suas operações em setores altamente regulados tendem a relatar números que dificultam a identificação das variáveis de gerenciamento.

Foram eliminados registros nos casos em que uma empresa realizou múltiplas transações durante o período da amostra. Dessa forma, os registros mais antigos foram excluídos da análise para evitar o uso de dados sobrepostos conforme metodologia adotada em Botsari e Meeks (2008).

Por fim, gerou-se um painel desbalanceado devido a eliminação de observações que não continham informações contábeis disponíveis e, todas as variáveis foram “winsorizadas” a 1% nos limites inferior e superior, para o controle de outliers. O resultado é um conjunto de dados com 44 empresas, 429 observações conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Classificação dos Setores da Amostra

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

Fonte: Elaborada pelos autores

* Os setores do conjunto de empresas seguem a classificação SIC e NAIC obtidos pela Refinitiv Eikon.

3.2 Estimativa do Modelo de GR por Accruals Discricionários

A estimativa dos accruals foi feita por meio do Modelo Pae que, devido ao incremento de variáveis de fluxos de caixa operacional, melhora a predileção em relação aos accruals, ao

passo que faz a reversão dos accruals anteriores (PAE, 2005). Dessa forma, os accruals totais foram calculados a partir do método do resultado, conforme a Equação 1:

$$TA_{it} = LL_{it} - FCO_{it} \quad (1)$$

Onde: TA_{it} são os accruals totais da entidade i no período t ; LL_{it} são os resultados contábeis da entidade i no período t ; FCO_{it} são o fluxo de caixa operacional da entidade i no período t .

Os accruals discricionários do Modelo Pae são representados pelos resíduos da regressão (Equação 2) e, os valores estimados para o gerenciamento foram utilizados em termos absolutos.

$$TA_{it} / AT_{t-1} = \alpha_0 + \beta_1 (1/AT_{t-1}) + \beta_2 (\Delta REC_{it} / AT_{t-1}) + \beta_3 (IMB_{it} / AT_{t-1}) + \beta_4 (FCO_{it} / AT_{t-1}) + \beta_5 (FCO_{it-1} / AT_{t-1}) + \beta_6 (TA_{it-1} / AT_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde: TA_{it} são os accruals totais da entidade i no período t , conforme Equação 1; ΔREC_{it} são a variação ($t - (t-1)$) das receitas da entidade i no período t ; IMB_{it} são o ativo imobilizado para entidade i no período t ; AT_{t-1} são o Ativo Total para entidade i no período $t-1$; FCO_{it} são o fluxo de caixa operacional da entidade i no período t ; FCO_{it-1} são o fluxo de caixa operacional da entidade i no período $t-1$; α , β_1 e β_2 são os coeficientes estimados da regressão; ε_{it} são o erro da regressão (resíduos). Estes resíduos foram utilizados na variável AEMPae.

3.3 Estimativa do Modelo de GR por Atividades Operacionais

Os modelos desenvolvidos por Roychowdhury utilizados para o gerenciamento de resultado por atividades operacionais utilizam-se dos resíduos das regressões de cada modelo para explicar os movimentos anormais e estimar o gerenciamento (Roychowdhury, 2006).

Um dos modelos apresentados por Roychowdhury (2006) analisa a manipulação de vendas, a qual pode originar-se da tentativa dos gerentes de aumentar temporariamente as vendas durante o período, promovido por descontos nos preços ou melhores condições de crédito. Porém, o aumento das receitas ocasiona um aumento na proporção dos custos de produção, ocasionando uma queda nas margens.

A seguir, tem-se a Equação 3, no qual os resíduos foram utilizados na variável REMFcxo:

$$FCO_{it} / AT_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/AT_{t-1}) + \beta_1 (VEN_{it} / AT_{t-1}) + \beta_2 (\Delta VEN_{it} / AT_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde: FCO_{it} são o fluxo de caixa operacional da entidade i no período t ; AT_{t-1} são o ativo total no início da entidade i do período $(t-1)$; VEN_{it} são as Vendas da entidade i no período t e ΔVEN_{it} são a diferença entre as vendas da entidade i no período $t - (t-1)$.

O modelo seguinte está relacionado aos custos dos produtos e serviços, no qual o acréscimo anormal da produção possibilita a redução de custos unitários, uma vez que os custos fixos são diluídos por uma maior quantidade de unidades e potencializa as margens realizadas (Roychowdhury, 2006).

A seguir, tem-se a Equação 4, no qual os resíduos foram utilizados na variável REMProd:

$$PROD_{it} / AT_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/AT_{t-1}) + \beta_1 (VEN_{it} / AT_{t-1}) + \beta_2 (\Delta VEN_{it} / AT_{t-1}) + \beta_3 (\Delta VEN_{it-1} / AT_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde: $PROD_{it}$ são o custo de produção somado aos estoques ($t-(t-1)$) da entidade i ; AT_{t-1} são o ativo total da entidade i no período $t-1$; VEN_{it} são as vendas da entidade i no período t ; ΔVEN_{it} são a diferença entre as vendas do período $t - (t-1)$; ΔVEN_{it-1} são a diferença entre as vendas do período $(t-1) - (t-2)$.

O último modelo observa as despesas discricionárias nas variações das contas de despesas de vendas gerais, administrativas, bem como as despesas comerciais, com pesquisa e desenvolvimento (P&D), além de publicidade e propaganda. Neste caso, os gestores tentam obter determinado nível de lucros por meio do corte de gastos com despesas (Roychowdhury, 2006).

A seguir, tem-se a Equação 5, no qual os resíduos foram utilizados na variável REMDesp:

$$\text{Desp}_{it} / \text{AT}_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/\text{AT}_{t-1}) + \beta_1 (\text{VEN}_{it} / \text{AT}_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde: Desp_{it} são as despesas discricionárias da entidade i no período t , representada pela soma das despesas administrativas, vendas e gerais; AT_{t-1} são o ativo total da entidade i no período $t-1$; VEN_{it} são as vendas da entidade i no período t .

As variáveis REMFcxo e REMDesp são multiplicados por -1 com o objetivo de potencializar o gerenciamento de resultado, pois o gerenciamento por atividades operacionais é verificado nos baixos fluxos de caixa operacional e na redução das despesas discricionárias (Roychowdhury, 2006).

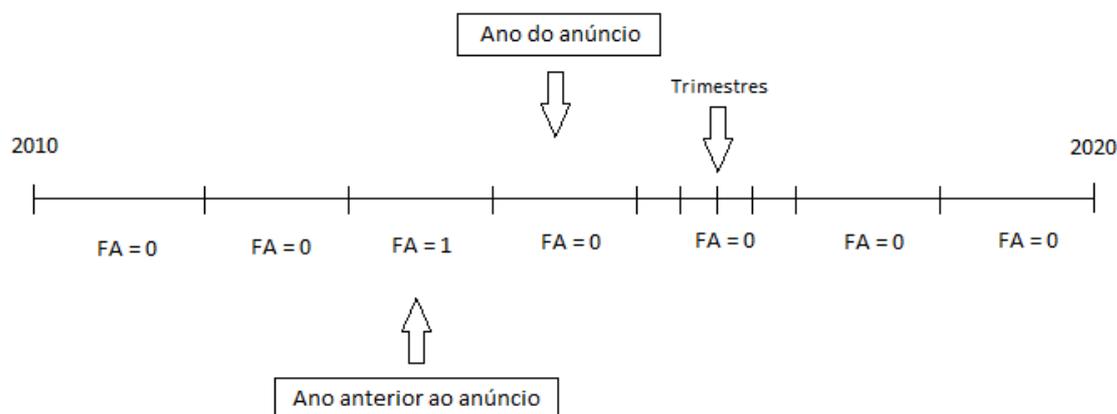
Por fim, foi definida a variável REMTotal com a soma dos resíduos gerados por meio das três regressões (REMFcxo, REMProd e REMDesp), a fim de se estabelecer uma variável que indique a totalidade do gerenciamento de resultados para a amostra analisada.

3.4 Variáveis Dependente, Independente e de Controle

Com o intuito de estimar a associação entre GR e as F&A's, levou-se em consideração possíveis diferenças no nível do GR 1 (um) ano antes do anúncio das empresas que realizaram pelo menos uma F&A dentro do período analisado, quando em comparação aos demais períodos, do mesmo conjunto de empresas.

A variável de interesse é a dummy indicativa do ano anterior ao anúncio da F&A. Dessa forma, se o ano das informações contábeis trimestrais for igual ao ano anterior ao anúncio, atribui-se 1 (um) à variável FA, caso contrário atribui-se 0 (zero). Segue ilustração da lógica de construção da variável FA na Figura 1.

Figura 1: Atribuição dos valores 0 ou 1 à variável FA



Fonte: Elaborado pelos autores

A variável dependente GR foi obtida através do Modelo Pae (AEMPae) e dos Modelos de Roychowdhury (REMFcxo, REMProd, REMDesp e REMTotal). Os valores encontrados nas

mencionadas variáveis são resultantes dos resíduos das regressões na qual relacionou-se o setor ao ano da respectiva informação coletada.

A Tabela 2 foi elaborada para ilustrar o modelo econométrico, as variáveis analisadas, a associação com as fontes de estudos anteriores e relação esperada de cada parâmetro.

Tabela 2: Modelo Econométrico, Descrição das Variáveis e Relação Esperada

Modelo Econométrico				
$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1FA_{it} + \beta_2TAM_{it} + \beta_3ROA_{it} + \beta_4ALAV_{it} + \beta_5VarACAO_{it} + \beta_6VNEG_{it} + \beta_7MSET_{it} + \varepsilon$				
Variável Dependente				
Variável	Fórmula		Fonte	
Gerenciamento de Resultado (GR)	GR			
Variável Independente de Interesse				
Variável	Descrição	Fórmula	Relação Esperada	Fonte
Fusões e Aquisições (FA)	Variável dummy: 1 – ano anterior ao anúncio da F&A; 0 – demais anos.	-	Positivo	
Variáveis Independentes de Controle				
Tamanho da Empresa (TAM)	Medido pelo Logaritmo Natural do Ativo Total.	Ln (Ativos Totais)	Positivo	Louis (2004)
ROA	Retorno sobre os ativos da empresa	$ROA = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativos Totais}$	Positivo	Botsari e Meeks (2008)
Alavancagem (ALAV)	Passivo Oneroso de Curto e Longo Prazo dividido pelo Ativo Total	$ALAV = \text{Dívida Onerosa} / \text{Ativos Totais}$	Positivo	Gioelli et al (2013)
VarACAO	Variação no preço da ação	$VarACAO = \text{Valor da ação atual} / \text{Valor da ação anterior}$	Positivo	Botsari e Meeks (2008)
VNEG	Valor negociado entre as empresas na F&A	-	Positivo	Campa e Hajbaba (2016)
MSET	Variável dummy: 1 - empresas do mesmo setor; 0 - empresas de setores diferentes	-	-	Heron e Lie (2002)

Fonte: Elaborado pelos autores.

As variáveis de controle do modelo da Tabela 2 têm o objetivo de reduzir a heterogeneidade dos dados e de analisar variáveis que possam influenciar o GR, conforme descrito na literatura.

Segundo Louis (2004), o tamanho da empresa pode influenciar o salário e outras vantagens recebidas por seus gestores, os quais tendem a ser construtores de impérios. O autor

também reforça que, segundo a teoria do fluxo de caixa livre, empresas que possuem caixa não utilizados, tendem a realizar aquisições em oposição à distribuição de dividendos a seus acionistas. Dessa forma, a variável tamanho da empresa (TAM) pode ter correlação com a realização da F&A, situação na qual o GR surge da possibilidade do gestor optar por investir em projetos de destruição de valor, ao invés de perder o controle dos ativos da empresa, caso fosse realizada a distribuição aos acionistas.

A variável ROA é utilizada como controle no trabalho de Botsari e Meeks (2008). Na ocasião, os autores identificaram correlação entre o ROA e os accruals discricionários dois anos antes do anúncio da F&A.

Pressupõe-se, que empresas altamente alavancadas tenham maior nível de GR, conforme afirmado por GIOIELLI et al (2013), porém os autores identificaram uma correlação negativa entre a alavancagem e o GR. A variável alavancagem (ALAV) é utilizada no presente trabalho com o objetivo de mensurar a influência da alavancagem da adquirente e o GR.

Botsari e Meeks (2008) também mencionam que os adquirentes reconhecem a possibilidade dos retornos negativos de suas ações, em decorrência do mercado corrigir eventual sobrevalorização dos ativos. Dessa forma, utilizou-se a variação do preço da ação (VarACAO) para tentar mensurar a percepção do mercado.

O valor do contrato de negociação pode impactar na riqueza das empresas envolvidas e nos acionistas, de forma significativa (CAMPA e HAJBABA, 2016). Sendo assim, os autores relatam que esse fator pode ser uma motivação para o GR, o que justifica a utilização da variável valor negociado entre as empresas na F&A (VNEG), no modelo apresentado.

Heron e Lie (2002) não encontraram evidências de que os adquirentes gerenciam seus resultados antes de F&A, porém identificaram correlação significativamente positiva entre as empresas do mesmo setor e a melhoria no desempenho operacional das adquirentes. Dessa forma, utilizou-se a variável dummy (MSET) para controlar a relação entre o GR e a F&A.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

As Tabelas 3 e 4 apresentam a estatística descritiva para as variáveis que caracterizam a amostra de empresas adquirentes em processos de F&A em algum momento entre os anos de 2011 e 2019. Os dados quantificados nas tabelas estão compreendidos entre os anos de 2010 e 2020, devido a necessidade de informações defasadas, conforme justificativa descrita na definição da coleta de dados.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis

Variável	Média	Mediana	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
TAM	20.119.703,87	3.535,92	53.692.859,90	230.808,00	478.129.515,00
ROA	0,0018	0,0062	0,0423	-0,4982	0,1769
VNEG	629,79	2.692,14	29,32	0,00	16.899,35
ALAV	0,33	0,31	0,16	0,00	0,83
VarACAO	0,04	0,01	0,25	-0,66	1,93

Obs.: As variáveis Total Ativos e Valor Negociado foram expressas em milhares.

Fonte: Elaborado pelos autores

Observa-se a elevada desproporção entre total dos ativos das empresas adquirentes da amostra, pois o maior total de ativos é 2.071 vezes maior que o valor mínimo. Sugestiona-se

com isso, a possibilidade de interferência da variável tamanho das empresas no nível de GR no processo de F&A, como verificado nos trabalhos de Campa e Hajbaba (2016) e Louis (2004).

O resultado médio e mediano das variáveis ROA e ALAV podem demonstrar o equilíbrio econômico das empresas adquirentes. Apesar da Tabela 3 não apresentar resultados por setor, observa-se em linhas gerais, os retornos positivos dos lucros sobre os ativos, sem volume excessivo das dívidas.

No valor negociado (VNEG) entre as adquirentes e empresas alvo, percebe-se a maior variação percentual entre o valor mínimo e máximo devido ao fato da inclusão de negociações que não utilizaram troca de recursos em dinheiro e, da grande variação dos ativos envolvidos nos processos de F&A da amostra.

Ao analisar a variável preço das ações (VarAcao), a estatística descritiva sugere movimento volátil no mercado mediante o processo de F&A, uma vez que a variável tem variação entre a redução de 66% e o acréscimo de 193% durante o processo de F&A. O referido resultado, pode estar relacionado ao movimento de antecipação do mercado, conforme descrito por Botsari e Meeks (2008).

Na Tabela 4, foram apresentados os valores das variáveis dummy utilizadas na pesquisa. Na ocasião, classificaram-se 42 observações com a variável FA igual a 1, representando os dados financeiros correspondentes ao ano em que a empresa anunciou a F&A. Já valores de FA iguais a 0 foram atribuídos para as demais observações, cujo os dados são referentes às mesmas empresas, porém em anos que não houveram anúncios de F&A.

Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis dummy

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

Fonte: Elaborado pelos autores

Os resultados referentes ao MSET, a estatística descritiva demonstra que no conjunto de empresas que realizaram F&A, ocorreram aproximadamente 3 vezes mais processos entre empresas do mesmo setor, quando comparados às empresas que realizam F&A na qual a adquirente e a empresa alvo são de setores distintos.

4.2 Análise Multivariada

Para verificar a associação entre o GR e as F&A's de empresas da B3, foi realizada a estimativa por meio das regressões multivariadas com dados em painel, exigindo-se, dessa forma, o desenvolvimento de 5 regressões, uma para os accruals discricionários através do Modelo Pae e as outras 4 para os modelos de Roychowdhury.

Surgiu, como premissas da análise econométrica desta técnica, a necessidade de realizar testes para se verificar a existência de multicolinearidade entre as variáveis analisadas. O teste VIF, apresentado na Tabela 5, não demonstrou problemas de multicolinearidade com as variáveis, pois todos os valores foram menores do que 4. Segundo Fávero e Belfiore (2017), o VIF corresponde ao valor de referência para afirmar que não há indícios de multicolinearidade.

Tabela 5 - Resultados do Teste de Multicolinearidade

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Aplicou-se também, o teste F de Chow, com o objetivo de identificar o modelo mais adequado aos dados da amostra, além do teste de Lagrange Multiplier (LM) de Breush-Pagan, para verificar se a variância entre as empresas da amostra seria igual a zero, ou seja, se não existem diferenças significativas entre elas. Assim, tanto os resultados do teste de F de Chow quando Breush-Pagan obtiveram prob > chibar2 de 0.000, evidenciando a possibilidade de utilizar dados em painel.

A Tabela 6 apresenta os resultados das estimativas para o modelo de regressão multivariada que inclui a variável dummy FA, responsável por identificar o ano anterior ao anúncio da F&A e representar o período em que as empresas tiveram os resultados potencialmente afetados pelo evento de F&A. Além da variável de interesse, a Tabela 6 também ilustra os resultados das variáveis de controle que caracterizam as empresas da amostra, bem como o processo de F&A.

Tabela 6 - Resultado das Estimações via Dados em Painel no Modelo Efeitos Aleatórios

Variáveis	AEMPae	REMFcxo	REMProd	REMDesp	REMTTotal
FA	0.0063499***	-0.0221706***	0.0011665	-.0016211	-.0232753**
TAM	-0.0002428	-0.0021594	0.0004774	.0017661	.0004355
ROA	-0.1614083***	-0.402591***	-0.381298***	-.0186963	-.1002859
ALAV	-0.0025148	.03593	-.0272166	-.0097074	-.008097
VarACAO	0.0054626**	.0046261	-.0113595	.0027616	-.003307
VNEG	8.74e-08	-5.14e-07	1.16e-06	-3.53e-07	3.75e-07
MSET	-0.0024662	.0013896	-.0080844	.0061446	-.0005079
Constante	0.0182648	.0141516	.0023989	-.0425415	-.0311814

Fonte: Elaborada pelos autores.

Notas: *** Significante ao nível de 1%; ** Significante ao nível de 5%; * Significante ao nível de 10%.

Em face da hipótese de que a F&A promove o aumento na prática do gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras da B3, a variável de interesse FA apresentou significância estatística tanto em relação a estimativa de GR por accruals (AEMPae), quanto em algumas das variáveis de estimativa de GR por atividades operacionais (REMFcxo e REMTotal).

Porém, observa-se que o coeficiente do GR por accruals é positivo ($AEMPae = 0.0063499$), enquanto o coeficiente de GR por atividades operacionais apresentou valor negativo ($REMFcxo = -0.0221706$ e $REMTot = -0.0232753$). Estes valores fornecem evidências de que 1 (um) ano antes do anúncio da F&A, as empresas da amostra elevaram o nível de GR por accruals e reduziram o nível de GR por atividades operacionais, quando em comparação ao agrupamento dos demais anos analisados.

Os achados da presente pesquisa são contrários aos demonstrados por Campa e Hajbaba (2016), pois identificou evidências, através do coeficiente negativo da variável $REMFcxo$, que pode ter ocorrido menos manipulação de vendas no período anterior ao anúncio da F&A do que nos demais períodos analisados.

A elevação do GR por accruals e a diminuição do GR por atividades operacionais podem ser sustentadas no objetivo da empresa adquirente em atingir apenas o reconhecimento dos lucros, sem gerar efeito sobre a receita total, nem afetar o custo de capital ou o risco (LIU et al, 2017). Caso a adquirente realize o GR por atividades operacionais, esta pode ter consequências prejudiciais aos negócios após a F&A.

Dentre as variáveis de controle, o ROA foi a única que apresentou resultados estatisticamente significativos, tanto no modelo por accruals quanto em alguns dos modelos por atividades operacionais. O ROA com coeficiente negativo pode indicar que as empresas têm correlação inversamente proporcionais ao GR no período anterior ao anúncio, em comparação aos demais anos da amostra. Campa e Hajbaba (2016) também identificaram o mesmo comportamento da variável de controle apresentada.

Em relação a variação do valor das ações ($VarACAO$), verificou-se resultados estatisticamente significantes, o qual sugere que exista uma relação positiva entre a variação do preço das ações e o GR por accruals. Esse achado contribui com as expectativas de trabalhos como os de Erickson e Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), Zhang (2015) e El Diri (2018).

Vale destaque ainda para a afirmação de Zhang (2015), o qual reforça que as empresas possuem incentivos para manipular os lucros relatados antes da aquisição, na esperança de aumentar o preço das ações, reduzindo-se assim, o custo de compra da empresa-alvo. Dessa forma, a gestão da empresa pode valer-se do GR como mecanismo para tentar elevar o preço das ações da empresa adquirente até a data do contrato, pois quanto maior o valor das ações, menor será o número de ações que devem ser emitidas para se comprar a empresa-alvo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo buscou-se examinar a associação entre o processo de fusões e aquisições e a prática de gerenciamento de resultados das empresas adquirentes da B3 que fizeram anúncios de F&A no período de 2011 a 2019, analisando dados financeiros de 2010 a 2020. Para analisar a associação utilizou-se da análise de regressão múltipla com dados em painel, tendo como variáveis dependentes os valores do GR calculados por meio dos accruals discricionários (Modelo Pae) e os valores do GR calculados nas atividades operacionais (Modelo de Roychowdhury).

Os resultados indicaram que as empresas adquirentes da amostra elevaram o nível de gerenciamento de resultados por accruals e reduziram o gerenciamento de resultados por atividades reais 1 (um) ano antes do anúncio da F&A. O resultado da elevação dos accruals apresenta-se alinhado com o demonstrado nos trabalhos de Erickson e Wang (1999), Louis (2004), Botsari e Meeks (2008) e Lee (2008). Porém, o resultado da redução do gerenciamento

de resultados por atividades reais é divergente em relação ao proposto por Campa e Hajbaba (2016).

Além do exposto, pode-se sugerir que os resultados da pesquisa, no contexto das empresas brasileira estão alinhados com o estudo de El Diri (2018), ao afirmar que o processo de F&A está entre os fatores que impulsionam o gerenciamento de resultados. De forma complementar, outro resultado que ilustra a relevância da pesquisa é a associação entre a variação do preço das ações com o período imediatamente anterior ao anúncio da F&A. Este aspecto é particularmente importante aos operadores de F&A e investidores, tanto na influência exercida sobre a variação do preço das ações no mercado de capitais, quanto à assimetria informacional das decisões e consequências envolvidas no processo (EL DIRI, 2018).

Sendo assim, esta pesquisa contribui com a literatura sobre os efeitos dos processos de fusões e aquisições no gerenciamento de resultados por demonstrar que essas transações estão entre os fatores que motivam as escolhas contábeis, com fim diversos da “visão justa e verdadeira” da situação econômica e financeira das empresas. O comportamento oportunista de gestores em processos de fusões e aquisições carece de maior escrutínio na literatura uma vez que tais estratégias podem afetar operações benéficas para os investidores e gestores, e, em muitos casos, a continuidade das empresas-alvo

Do ponto de vista da formação profissional os resultados da presente pesquisa evidenciam a necessidade de aprofundar o ensino e discussão de ferramentas que possam identificar o gerenciamento de resultados e seus efeitos na avaliação de investimentos, em especial as fusões e aquisições. Além disso, a discussão na formação profissional dos fatores motivadores de gerenciamento de resultados em processos de fusões e aquisições pode auxiliar no equilíbrio de condições entre as partes envolvidas em tais transações.

Como limitações deste trabalho, pode ser destacado a falta de informações sobre a forma de pagamento das empresas no processo de F&A's, pois o pagamento em ações pode ter maior influência sobre o gerenciamento de resultados, visando a elevação artificial do preço das ações para que, possivelmente, reduza o custo de aquisição.

Para que as investigações posteriores possam enriquecer a compreensão desse fenômeno, sugere-se que sejam realizadas análises comparativas entre diversos períodos que antecedem os anúncios das F&A's, assim como a investigação dos efeitos do gerenciamento de resultados nas empresas alvo.

REFERÊNCIAS

- Anand, M. & Jagandeep, S. (2008). Impact of Merger Announcements on Shareholders' Wealth: Evidence from Indian Private Sector Banks. *Vikalpa*, 33(1), 2008 January – March, 35-54. *Vikalpa*. 33. 10.1177/0256090920080103.
- Aggarwal, P. & Garg, S. (2019). Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India. *Global Business Review*. 097215091985200. 10.1177/0972150919852009.
- Bao, R. & Lewellyn, K. (2017). Ownership structure and earnings management in emerging markets—An institutionalized agency perspective. *International Business Review*. 26. 10.1016/j.ibusrev.2017.02.002.

- Berkovitch, E. and Narayanan, M. P., (1993), Motives for Takeovers: An Empirical Investigation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, issue 3, p. 347-362. 10.2307/2331418.
- Bispo, O. N. A., Maia, S. C., Barros, L. E. V., & Carvalho, F. M. (2017). Fusões, Aquisições e Gerenciamento de Resultados: Uma Revisão Sistemática Envolvendo Diferentes Categorias Analíticas . *Revista Organizações em Contexto*, 13(25), 51-98. 10.15603/1982-8756/roc.v13n25p51-98
- Botsari, A. & Meeks, G. (2008). Do Acquirers Manage Earnings Prior to a Share for Share Bid?. *Journal of Business Finance & Accounting*. 35. 633-670. 10.1111/j.1468-5957.2008.02091.x.
- Campa, D & Hajbaba, A. (2016). Do Targets Grab the Cash in Takeovers: The Role of Earnings Management. *International Review of Financial Analysis*. 44. 10.1016/j.irfa.2016.01.008.
- Campbell, J. T.; Sirmon, D. G.; Schijven, M. (2016). Fuzzy Logic and the Market: A Configurational Approach to Investor Perceptions of Acquisition Announcements. *Academy of Management Journal*, v. 59, n. 1, p. 163-187, feb. 10.5465/amj.2013.0663.
- Cardoso, R. L., Souza, F. S. R. N. e Dantas, M. M. (2015). Impactos da adoção do ifrs na acumulação discricionária e na pesquisa em gerenciamento de resultados no Brasil, *Revista Universo Contábil* 11(2): 65–84. 10.4270/ruc.201521.
- El Diri, M. (2018). *Introduction to Earnings Management*. Springer International Publishing, eBook, ISBN 978-3-319-62685-7.
- Fávero, L. P. L., & Belfiore, P. P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Gioielli, S. O., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *Brazilian Business Review*, 10(4), 32-68.
- Gunny, K. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence From Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*. 27. 855 - 888. 10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365–383.
- Heron, R. & Lie, E. (2002). Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 37. 137-155. 10.2307/3594998.
- Kalra, N. & Gupta, S. & Bagga, R. (2013). A Wave of Mergers and Acquisitions: Are Indian Banks Going Up a Blind Alley?. *Global Business Review*. 14. 263-282. 10.1177/0972150913477470.

- Lee, H. & Seongcheol, K. & Nam, C. & Han, S. (2008). Earnings Management of Acquiring Firms in Stock-for-Stock Takeovers in the Telecommunications Industry. *Journal of Media Economics*. 21. 217-233. 10.1080/08997760802541117.
- Louis, H. (2004). Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*. 74. 121-148. 10.2139/ssrn.336180.
- Mendes, L. P., Pimenta, M. M., & Sousa, G. A. (2019). Fusões e Aquisições Versus Gerenciamento de Resultados: Análise da Qualidade da Informação Contábil das Companhias Listadas na B3. *Pensar Contábil*, 21(74), 11-19.
- Phillips, J. & Pincus, M. & Rego, S. (2003). Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense. *SSRN Electronic Journal*. 78. 10.2139/ssrn.276997.
- Schipper, K. (1989). Commentay on earnings management. *Accounting Horizons*, 3, 91–102.
- Seth, A. & Song, K. & Pettit, R.. (2000). Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms. *Journal of International Business Studies*. 31. 387-405. 10.1057/palgrave.jibs.8490913.
- Soludo C . (2004). “Consolidating the Nigerian Banking Industry to Meet the Development Challenges of the 21st Century”, Address by Mr Charles Chukwuma Soludo, Governor of the Central Bank of Nigeria, at the Special Meeting of the Bankers’ Committee.
- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*. 43. 445-481. 10.1080/00014788.2013.785823.