

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Faculdade de Ciências Econômicas
Programa de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade

Elizio Marcos dos Reis

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A) DE
EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Belo Horizonte
2025

Elizio Marcos dos Reis

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A) DE
EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Controladoria e Contabilidade.

Área de concentração: Controladoria e
Finanças

Orientador: Prof. Dr. Wagner Moura
Lamounier

Belo Horizonte
2025

Ficha Catalográfica

R375g
2025 Reis, Elizio Marcos dos.
Gerenciamento de resultados em fusões e aquisições (F &A)
de empresas de capital aberto no Brasil / Elizio Marcos dos
Reis – 2025.
1 v.: il.

Orientador: Wagner Moura Lamounier.

Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais,
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e
Contabilidade.
Inclui bibliografia e apêndices.

1. Empresas - Fusão e incorporação - Teses. 2.
Desenvolvimento econômico - Teses. 3. Contabilidade - Teses.
4. Controladoria - Teses. I. Lamounier, Wagner Moura. II.
Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-
Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade. III.
Título.

CDD: 658.16

Elaborado por Adriana Kelly Rodrigues CRB-6/2572
Biblioteca da FACE/UFMG. – AKR/076/2025



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

FOLHA DE APROVAÇÃO

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A) DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL

ELIZIO MARCOS DOS REIS

Tese de Doutorado defendida e aprovada, no dia dez de julho de dois mil e vinte e cinco, pela Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais constituída pelos seguintes professores:

Wagner Moura Lamounier - Orientador

UFMG

Paulo Victor Gomes Novaes

FUCAPE BUSINESS SCHOOL

Wilson Toshio Nakamura

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

Marcos Antônio de Camargos

UFMG

Renata Turola Takamatsu

UFMG

Belo Horizonte, 10 de julho de 2025.



Documento assinado eletronicamente por **Wagner Moura Lamounier, Professor do Magistério Superior**, em 11/07/2025, às 12:59, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Renata Turola Takamatsu, Professora do Magistério Superior**, em 11/07/2025, às 13:04, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Victor Gomes Novaes, Usuário Externo**, em 11/07/2025, às 20:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Wilson Toshiro Nakamura, Usuário Externo**, em 17/07/2025, às 17:02, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcos Antonio de Camargos, Professor do Magistério Superior**, em 21/07/2025, às 09:56, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site

[https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?](https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0)

[acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0](https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **4301133** e o código CRC **0B3D2AFF**.

*Aos meus pais, José Damázio e Maria das Graças
À minha avó paterna, Maria Lina Amarante (in memoriam)*

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela minha vida e saúde.

À Márcia, Ana Clara e Arthur pelo apoio recebido durante a realização deste doutorado.

Aos meus pais, José Damázio e Maria das Graças, pela educação e valores que levarei para o resto da minha vida. Aos meus irmãos, Edenizio, Jane e Jumara, pelo carinho e amizade.

Ao Professor Dr. Wagner Moura Lamounier, pelas sugestões e contribuições na orientação desta tese.

Aos membros da banca examinadora, Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura, Prof. Dr. Marcos Antônio de Camargos, Prof. Dr. Paulo Victor Gomes Novaes, Prof^ª. Dr^ª. Renata Turola Takamatsu e Prof. Dr. Wagner Moura Lamounier, pelas preciosas contribuições.

À Prof^ª. Dr^ª. Renata Turola Takamatsu, que coordenou o programa durante um período de tempo do meu doutorado, em nome de quem agradeço a todos os demais professores do departamento, com quem aprendi muito.

Aos colegas do doutorado, pela amizade e companheirismo, em especial aos colegas que entraram no mesmo período, Hugo Ferreira, Laiz Carvalho, Lua Santos, Flávia Duque, Kelly Nunes, Cássia Oliveira e Otávio Carvalho. Ao longo do doutorado, outros colegas se juntaram, em especial, Carlos José, Anna Thereza e Camila Viana.

À Pró-Reitoria de Planejamento e Desenvolvimento da UFMG, nas pessoas do Prof. Dr. Maurício Freire e Macilene Gonçalves de Lima, pelo apoio na conclusão desta tese.

Ao Departamento de Contabilidade e Finanças da UFMG, pelo apoio para concluir esta tese, em especial, Erivelto Martins, vice-diretor e Andrea Lisboa, secretária do departamento.

Ao Departamento de Ciências Contábeis e aos funcionários do CEPCON, pelo apoio e pela oportunidade de realização do doutorado.

À UFMG, pela oportunidade de estudar e trabalhar nesta conceituada instituição.

RESUMO

Evidências empíricas internacionais mostram que os gestores das empresas adquirentes e das empresas alvo podem utilizar práticas de Gerenciamento de Resultados (GR) para influenciar os lucros nos períodos que antecedem as Fusões e Aquisições (F&A). Essas práticas podem ser intensificadas conforme a forma de pagamento adotada na transação, com o objetivo de influenciar a valorização das ações no mercado e, assim, reduzir o custo da operação. No entanto, o uso do GR por ambas as partes envolvidas pode levar ao abandono das negociações ou comprometer o desempenho das empresas adquirentes, nos casos onde a negociação é concluída. Para investigar esse fenômeno no contexto brasileiro, esta tese está estruturada em três artigos. O primeiro artigo explora a relação entre as práticas de GR e as formas de pagamento utilizadas nas F&A, dinheiro, ações ou uma combinação de ambas, a partir do pressuposto de que a escolha da forma de pagamento funciona como um sinal para o mercado. Além disso, analisa se há reversão das práticas de GR por parte das empresas adquirentes que utilizaram ações, total ou parcialmente, como meio de pagamento. Os resultados permitiram inferir que as práticas de GRR realizadas no período anterior às F&A não afetam a probabilidade de as empresas adquirentes utilizarem suas ações na concretização do negócio. Por outro lado, as práticas de GRA influenciam positivamente a probabilidade das empresas adquirentes utilizarem dinheiro para quitar as F&A. Os resultados evidenciaram ainda que as empresas que utilizam as suas ações como pagamento pela F&A, não possuem reversão significativa dos *accruals* no período posterior às F&A em relação às empresas que utilizaram apenas dinheiro, quer seja a análise trimestral ou anual, sugerindo que independentemente do tipo de pagamento, se dinheiro ou com ações, essas práticas permanecem similares. Por outro lado, essas empresas possuem reversão significativa das práticas de GRR no ano posterior às F&A em relação às empresas que utilizaram apenas dinheiro. O segundo artigo, partindo da premissa de que F&A buscam gerar sinergias, investiga os impactos das práticas de GR no desempenho das empresas adquirentes após a operação. Os resultados mostraram que o desempenho econômico médio das empresas adquirentes após as F&A, representado pelos indicadores ROA, ROIC e MB e GA, sofreu uma redução em relação ao ano anterior à transação. Da mesma forma, o desempenho médio de mercado, medido pelos indicadores MTB, QT e RET, também apresentou queda no ano seguinte à F&A. Além disso, verificou-se que o desempenho econômico, avaliado pelos indicadores ROA, MB, ML e GA, foi impactado negativamente pelas práticas de GRA adotadas antes da F&A. Em relação ao GRR, observou-se um efeito negativo no ROA entre um e dois anos após a transação, quando comparado ao ano anterior à sua realização. Por outro lado, nenhuma das práticas de GR analisadas demonstrou influência significativa sobre o desempenho de mercado das empresas adquirentes no período pós-F&A. Por fim, o terceiro artigo, utilizando a Teoria da Informação, teve como objetivo identificar os fatores que explicam a probabilidade de desistência dessas transações no Brasil. Os resultados mostraram que as práticas de GR, tanto via *accruals* quanto via decisões reais, não afetam essa probabilidade, independentemente da forma de pagamento. Da mesma forma, o tempo de conclusão da operação, o fato de a empresa alvo ser subsidiária da adquirente, a experiência prévia da adquirente em F&A, a valorização do mercado acionário e a incerteza da política econômica no país também não impactam a conclusão do negócio. Em contrapartida, a forma de pagamento, a empresa alvo ser de capital aberto e o nível de desenvolvimento

econômico do país influenciam significativamente a chance de desistência das F&A. Os resultados obtidos oferecem *insights* relevantes do ponto de vista teórico. As práticas de GR aumentam a probabilidade de as empresas utilizarem dinheiro como forma de pagamento, sugerindo que a sinalização contábil pode estar mais direcionada aos credores, em busca de melhores condições de financiamento, do que ao mercado de capitais. Quanto à reversão das práticas de GR, especialmente aquelas relacionadas aos *accruals*, é possível que os gestores evitem evidenciar essa reversão no período pós-F&A, uma vez que, por serem mais fáceis de detectar, tal reversão poderia ser interpretada como oportunismo, em consonância com a Teoria de Agência. Além disso, os resultados de desempenho econômico negativo após as F&A corroboram evidências anteriores e podem estar relacionados à dificuldade de gerar sinergias prometidas, também explicadas pela Teoria de Agência. Isso abre espaço para que futuras pesquisas avaliem a motivação das F&A no Brasil sob a ótica do *hubris effect*. Por fim, embora as práticas de GR não tenham influenciado significativamente as métricas de desempenho de mercado consideradas nesta tese, investigações futuras podem explorar se o mercado de capitais brasileiro ajusta os preços das ações diante da percepção de práticas de GR, à luz da Teoria do Mercado Eficiente.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados; Fusões e Aquisições; Desempenho Econômico e de Mercado; Desistência em Fusões e Aquisições.

ABSTRACT

International empirical evidence shows that the managers of acquiring companies and target companies may use Earnings Management (EM) practices to influence profits in the periods leading up to Mergers and Acquisitions (M&A). These practices can be intensified depending on the payment method adopted in the transaction, with the aim of influencing the market valuation of shares and thus reducing the cost of the deal. However, the use of EM by both parties involved can lead to the abandonment of negotiations or compromise the performance of acquiring firms in cases where the deal is completed. To investigate this phenomenon in the Brazilian context, this thesis is structured into three articles. The first article explores the relationship between EM practices and the payment methods used in M&A, cash, shares, or a combination of both, based on the assumption that the choice of payment method serves as a signal to the market. Additionally, it examines whether there is a reversal of EM practices by acquiring companies that used shares, wholly or partially, as a means of payment. The results suggest that GRR practices carried out in the period preceding the M&A do not affect the likelihood of acquiring firms using their own shares to complete the transaction. On the other hand, GRA practices positively influence the probability of acquiring firms opting to use cash to settle the M&A. The findings also show that companies that use their shares as payment for the M&A do not exhibit a significant reversal of accruals in the post-M&A period compared to companies that paid solely in cash, whether in quarterly or annual analyses. This suggests that, regardless of the type of payment, cash or shares, these practices remain similar. Conversely, companies that used shares for payment exhibit a significant reversal of GRR practices in the year following the M&A, compared to those that used only cash. The second article, based on the premise that M&A aim to generate synergies, investigates the impact of EM practices on the performance of acquiring companies after the deal. The results showed that the average economic performance of acquiring firms following M&A, represented by indicators such as ROA, ROIC, MB and GA, declined compared to the year before the transaction. Similarly, average market performance, measured by MTB, QT and RET indicators, also dropped in the year after the M&A. The reduction in these economic and market performance metrics was statistically significant, suggesting that the expected synergy gains, both economic and market-based, did not materialize in the first year after the transaction. Furthermore, it was found that economic performance, as measured by indicators like ROA, MB, ML, and GA, was negatively impacted by AEM practices adopted before the M&A. As for REM, a negative effect on ROA was observed between one and two years after the transaction, compared to the year prior to its completion. On the other hand, none of the EM practices analyzed showed a significant influence on the market performance of acquiring firms in the post-M&A period. Finally, the third article, based on Information Theory, aimed to identify the factors that explain the probability of withdrawal from these transactions in Brazil. The results showed that earnings management practices, both through accruals and real activities, do not affect this probability, regardless of the form of payment. Similarly, the time taken to complete the transaction, whether the target company is a subsidiary of the acquirer, the acquirer's prior M&A experience, stock market valuation, and economic policy uncertainty in the country also do not impact the completion of the deal. In contrast, the form of payment, whether the target company is publicly traded, and the country's level of economic development significantly influence the

likelihood of M&A withdrawal. These findings offer valuable theoretical insights. Earnings management practices increase the probability of companies using cash as a form of payment, suggesting that accounting signals may be aimed more at creditors, seeking better financing conditions, than at the capital market. As for the reversal of earnings management practices, especially those related to accruals, it is possible that managers avoid making this reversal evident in the post-M&A period, since such practices are easier to detect and a subsequent reversal could be interpreted as opportunistic behavior, in line with Agency Theory. Moreover, the findings of negative economic performance following M&A transactions support previous evidence and may be related to difficulties in generating the expected synergies, also explained by Agency Theory. This opens the door for future research to analyze the motivation behind M&As in Brazil through the lens of the hubris effect. Finally, although earnings management practices did not significantly influence the market performance metrics considered in this thesis, future studies could explore whether the Brazilian capital market adjusts stock prices in response to the perception of earnings management practices, in light of the Efficient Market Theory.

Keywords: Earnings Management; Mergers and Acquisitions; Economic and Market Performance; Withdrawal in M&A.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 2.1 – Definição da Amostra (Empresas Adquirentes de Capital Aberto)	43
Figura 2.2 – Definição das Variáveis Utilizadas nesta Pesquisa	45
Figura 3.1 – Definição da Amostra (Empresas Adquirentes de Capital Aberto)	94
Figura 3.2 – Definição das Variáveis Utilizadas nesta Pesquisa.....	95
Gráfico 3.1 – Fusões e Aquisições completadas no Brasil entre 2010 e 2022.....	100
Figura 4.1 – F&A completadas, pendentes ou abandonadas no Brasil.....	149
Figura 4.2 – Definição das Variáveis Utilizadas nesta Pesquisa.....	150
Figura 4.3 – Resumo das Hipóteses a serem testadas neste artigo.....	154
Figura 5.1 – Resumo da Pesquisa.....	182

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 – Estatísticas Descritivas das Proxies de Gerenciamento de Resultados.....	57
Tabela 2.2 – Coeficientes da Equação 2.10 e 2.11 – Teste das Hipóteses 1 e 2.....	59
Tabela 2.3 – Coeficientes das Equações 2.12 e 2.13 – Teste das Hipóteses 3 e 4 – Dummy.....	63
Tabela 2.4 – Coeficientes da Equação 2.10 e 2.11 – Teste das Hipóteses 1 e 2.....	73
Tabela 2.5 – Coeficientes da Equação 2.10 e 2.11 – Teste das Hipóteses 1 e 2 – Percentual.....	74
Tabela 2.6 – Coeficientes das Equações 2.12 e 2.13 – Teste das Hipóteses 3 e 4 – Percentual...	75
Tabela 3.2 – Desempenho Econômico e de Mercado Antes e Após as F&A.....	101
Tabela 3.3 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Utilizadas.....	103
Tabela 3.4 – Desempenho Médio das Empresas Adquirentes e as Práticas de GR – Ano t+1 (menos) Ano t-1.....	105
Tabela 3.5 – Desempenho Médio das Empresas Adquirentes e as Práticas de GR – Ano t+2 (menos) Ano t-1.....	106
Tabela 3.6 – Correlação entre as Variáveis Utilizadas.....	107
Tabela 3.7 – Coeficientes da Equação 3.1 – Teste da Hipótese 1 – Desempenho Econômico.	108
Tabela 3.8 – Coeficientes da Equação 3.1 – Teste da Hipótese 2 – Desempenho Econômico.	110
Tabela 3.9 – Coeficientes da Equação 3.2 – Teste da Hipótese 3 – Desempenho de Mercado.	112
Tabela 3.10 – Coeficientes da Equação 3.2 – Teste da Hipótese 4 – Desempenho de Mercado	112
Tabela 4.1 – Quantidade de F&A por Setor/Status da F&A.....	156
Tabela 4.2 – Média das Variáveis Utilizadas separadas por Status da F&A.....	157
Tabela 4.3 – Coeficientes da Equação 4.1 – Teste das Hipóteses apresentadas neste artigo...	161

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADVGA – Nível Anormal de Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas

AFCO – Nível Anormal de Fluxo de Caixa Operacional

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

APROD – Nível Anormal de Custos de Produção

BP – Balanço Patrimonial

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CEO – *Chief Executive Officer*

CVM – Conselho de Valores Mobiliários

DFC – Demonstração dos Fluxos de Caixa

DVGA – Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas

ENDIV – Endividamento das Empresas

F&A – Fusões e Aquisições

FCO – Fluxo de Caixa Operacional

GA – Giro do Ativo

GMM – *Generalized Method of Moments*

GR – Gerenciamento de Resultados

GRA – Gerenciamento de Resultados por *Accruals*

GRR – Gerenciamento de Resultados Reais

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IMA – Índice de Mercado de Ações

IPE – Incerteza Política Econômica

IPO – *Initial Public Offering*

LL – Lucro Líquido

MB – Margem Bruta

ML – Margem Líquida

MO – Margem Operacional

MTB – *Market to Book*

PIB – Produto Interno Bruto

PROD – Custos de Produção

PUBTARG – Empresa Alvo de Capital Aberto

QT – Q de Tobin

RET – Retorno sobre as Ações

ROA – Retorno sobre os Ativos

ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido

ROIC – Retorno sobre o Capital Investido

ROS – Retorno sobre as Vendas

STR – Setor

TAM – Tamanho das Empresas

TC – Tempo de Conclusão

VIF – *Variance Inflation Factor*

Sumário

Capítulo 1 – Contextualização.....	16
1.1 Introdução.....	16
1.2 Justificativa e Contribuições.....	22
1.3 Problema de Pesquisa e Objetivos.....	24
1.4 Tese.....	25
Capítulo 2 – Gerenciamento de Resultados e a Forma de Pagamento em Fusões e Aquisições no Brasil	26
2.1 Introdução.....	28
2.2 Objetivos.....	29
2.3 Justificativa.....	30
2.4 Referencial Teórico	31
2.4.1 Teoria da Sinalização.....	31
2.4.2 Gerenciamento de Resultados em Fusões e Aquisições e Hipóteses de Pesquisa.....	35
2.5 Metodologia.....	42
2.5.1 Definição da Amostra.....	42
2.5.2 Modelo Econométrico para Análise do GR por <i>Accruals</i>	46
2.5.3 Modelos Econométricos para Análise do GR por Decisões Reais.....	48
2.5.4 Modelos Econométricos para Verificação das Hipóteses de Pesquisa.....	52
2.5.4.1 Modelo Econométrico para testar as Hipóteses 1 e 2.....	53
2.5.4.2 Modelo Econométrico para testar as Hipóteses 3 e 4.....	54
2.6 Resultados e Discussões	56
2.6.1 Estatísticas Descritivas	56
2.6.2 Análise das Hipóteses 1 e 2 – Probabilidade de Pagamento em Ações nas F&A.....	59
2.6.3 Análise das Hipóteses 3 e 4 – Reversão do GR em F&A	62
2.7 Considerações Finais	66
Referências	69
Apêndice 2.A	73
Apêndice 2.B	74
Apêndice 2.C	75
Capítulo 3 – Gerenciamento de Resultados e o Desempenho de Empresas Adquirentes em Fusões & Aquisições no Brasil	76
3.1 Introdução.....	78

3.2 Objetivos.....	81
3.3 Justificativa.....	81
3.4 Referencial Teórico	83
3.4.1 Desempenho Econômico e Desempenho de Mercado em Fusões e Aquisições.....	86
3.4.1.1 <i>Desempenho Econômico em Fusões e Aquisições</i>	86
3.4.1.2 <i>Desempenho de Mercado em Fusões e Aquisições</i>	88
3.5 Hipóteses de Pesquisa.....	89
3.6 Metodologia.....	93
3.6.1 Definição da Amostra.....	93
3.6.2 Modelos Econométricos para Verificação das Hipóteses de Pesquisa.....	97
3.7 Resultados e Discussões	99
3.7.1 Estatísticas Descritivas	99
3.7.2 Análise das Hipóteses de Pesquisa	107
3.8 Considerações Finais	114
Referências	116
Apêndice 3.A	121
Capítulo 4 – Probabilidade de Desistência em Operações de Fusões & Aquisições de Empresas no Brasil.....	127
4.1 Introdução.....	129
4.2 Objetivos.....	132
4.3 Justificativa.....	132
4.4 Referencial Teórico	134
4.4.1 Teoria da Informação.....	134
4.4.2 Revisão da Literatura Empírica e Desenvolvimento das Hipóteses de Pesquisa	138
4.5 Metodologia.....	148
4.5.1 Definição da Amostra.....	148
4.5.2 Definição das Variáveis.....	149
4.5.3 Modelo Econométrico para Verificação das Hipóteses de Pesquisa.....	153
4.6 Resultados e Discussões	155
4.6.1 Estatísticas Descritivas	155
4.6.2 Análise das Hipóteses de Pesquisa	160
4.7 Considerações Finais	167
Referências	169
Apêndice 4.A	175

Apêndice 4.B	181
Capítulo 5 – Conclusões da Tese	182
Referências da Tese	187
Apêndices da Tese.....	199
Apêndice 01 – Modelos Econométricos e Testes de Validação	199
Apêndice 01.01 – Modelos Estatísticos com os Dados em Paineis	199
Apêndice 01.02 – Modelos Estatísticos com os Dados em Paineis (Endogeneidade).....	202
Apêndice 01.03 – Modelos Estatísticos de Regressão Logística.....	204

Capítulo 1 – Contextualização

1.1 Introdução

Diante da competitividade do ambiente de negócios, as empresas são obrigadas a desenvolver estratégias para manter sua existência, melhorar seu desempenho, sobreviver no mercado e atingir os seus objetivos, que incluem a geração de lucros, com a finalidade de criar a maior riqueza possível para os seus acionistas (Edi & Irayanti, 2019).

Uma das estratégias que as empresas podem adotar para sobreviverem e se desenvolverem no mercado competitivo é a expansão dos seus negócios. Essa expansão pode ser interna, aumentando a capacidade da fábrica, o número de unidades de produção, o número de clientes, as unidades vendidas e a participação de mercado (Edi & Irayanti, 2019; Wainstein & Silva, 2021). Esse crescimento é denominado de crescimento “orgânico”, que normalmente é sustentável, mas ao mesmo tempo pode ser lento diante da crescente competição e das rápidas transformações empresariais da economia moderna.

Por outro lado, a expansão pode ser externa, mediante operações de Fusões & Aquisições (F&A). Em uma Fusão, normalmente ocorre um acordo estratégico que envolvem duas ou mais entidades para formar uma única unidade econômica, enquanto em uma Aquisição há uma compra de uma parcela suficiente de ações com direito a voto da empresa alvo com o objetivo de controlá-la (Banseh & Khansalar, 2016; Novaes et al., 2022).

As F&A representam uma forma de crescimento, considerado “inorgânico”, que faz as empresas crescerem mais rapidamente, ampliando suas posições de mercado, obtendo ganhos de escala, adquirindo ativos estratégicos, apropriando-se de novas tecnologias, expandindo a base de clientes e o conjunto de produtos. Tudo isso pode ajudar as empresas a obter sinergias, eliminando instalações, custos e despesas gerais excedentes, reduzindo a concorrência, melhorando o acesso ao capital, sendo mais benéfico do que trabalhar sozinhas em um mercado competitivo (Renneboog & Vansteenkiste, 2019; Edi & Irayanti, 2019; Wainstein & Silva, 2021).

No Brasil, após dois anos consecutivos de queda, as operações de F&A retomaram em 2024, indicando uma tendência positiva e um cenário mais otimista para as empresas. A estabilidade

econômica observada no primeiro semestre de 2024 foi um dos principais motivos para o aumento das transações. A inflação controlada, a melhora no ambiente de negócios e a retomada do crescimento do PIB criaram um cenário favorável para investimentos (KPMG, 2025). Ainda de acordo com a KPMG (2025), entre 2005 e 2024 houve ao todo 19.061 eventos de F&A no Brasil, tornando o país como um dos mais dinâmicos da América Latina, quando o assunto são as F&A.

Em F&A existem duas partes principais: as empresas adquirentes, que são aquelas que possuem interesse em adquirir ou se fundir com outra empresa, e as empresas alvo, aquelas que são objeto de aquisição ou fusão. Para concretizar um negócio desse tipo, as empresas adquirentes podem realizar o pagamento em dinheiro, com as suas ações ou na forma mista, que envolve uma parte em dinheiro e outra parte em ações (Hansen, 1987; Shleifer & Vishny, 2003).

Erickson e Wang (1999) relatam que quando a operação de F&A é amigável e a adquirente pagará a aquisição com suas ações, uma das primeiras etapas da negociação é a definição do preço de compra. O número de ações da empresa adquirente trocadas por cada ação da empresa alvo é determinado pelo preço das ações da empresa adquirente quando o acordo de fusão é alcançado, dado o preço de compra acordado. Assim, quanto maior o preço das ações da adquirente na data do acordo, menor o número de ações utilizadas para comprar a empresa alvo. Essa relação entre o preço das ações da empresa adquirente e a quantidade de ações utilizadas na transação fornece incentivos para que a empresa adquirente tente aumentar o preço de suas ações antes da incorporação, mesmo que artificialmente, podendo incorrer na prática de Gerenciamento de Resultados (GR) (Erickson & Wang, 1999).

As práticas de GR que podem ser adotadas pelos gestores das empresas adquirente e alvo podem envolver a postergação de decisões de investimento, a redução de despesas administrativas, a concessão de descontos nos preços dos produtos com o objetivo de aumentar a receita de vendas, influenciando o lucro das empresas, a constituição de provisões mais ou menos prudentes, o aumento do nível de produção com o objetivo de reduzir os custos dos produtos vendidos, dentre outras práticas.

Neste sentido, na visão dos gestores da empresa adquirente, caso o pagamento seja realizado em ações, total ou parcialmente, tendo em vista que essas ações são negociadas no mercado de capitais, pode haver interesse dos gestores em utilizar práticas de GR para tentar aumentar o

valor das ações no mercado, sem necessariamente representar a realidade do negócio. Esse fato revela uma falta de alinhamento entre os interesses dos gestores e acionistas da empresa adquirente que pode ser explicada pela Teoria de Agência.

Conflitos de agência podem surgir quando os interesses dos agentes ligados à empresa são divergentes dos interesses dos acionistas. Nesse contexto, as decisões dos gestores das empresas adquirentes, sobre a realização das F&A, podem ser conflitantes em relação aos interesses dos acionistas quanto à escolha desta estratégia corporativa. Isso pode acarretar impactos na reação do mercado, no risco e no retorno das ações diante das informações contábeis divulgadas (Jensen & Meckling, 2008; Trapp, 2009).

Além dos conflitos de agência existentes neste processo, surge ainda um problema de informação de dupla direção, pois o retorno esperado pela empresa adquirente depende de uma avaliação precisa do valor da empresa alvo e dos efeitos sinérgicos que o acompanham. Da mesma forma, o efeito riqueza para os acionistas da empresa alvo em transações que envolve ações depende do valor da empresa adquirente e dos potenciais ganhos de sinergia (Luypaert & Caneghem, 2017).

Neste sentido, o tipo de pagamento pelo negócio pode ser um fator sinalizador para os gestores das empresas adquirentes e para os gestores das empresas alvo. Balakrishnan e Koza (1993) discorrem que é razoável esperar que a empresa alvo não venda os seus ativos por um preço que seja inferior ao seu valor presente líquido. Afinal, os valores dos ativos podem ser considerados um *benchmark* do real valor da empresa. Neste sentido, na visão da empresa adquirente, caso a empresa alvo aceite uma oferta em dinheiro, é sinal de que a oferta realizada é superior aos ativos da empresa alvo, incorrendo em seleção adversa (Balakrishnan & Koza, 1993).

Para evitar que isso ocorra, as empresas adquirentes tendem a oferecer suas próprias ações para a aquisição ou fusão com a empresa alvo, pois qualquer preço pago no momento da aquisição é determinado pela lucratividade futura das empresas combinadas, após a aquisição e, portanto, os acionistas da empresa alvo arcarão com parte do risco de avaliação (Sudarsanam & Mahate, 2003). Diante disso, uma vez que as ações utilizadas para concretizar o negócio são negociadas no mercado de capitais e, pressupondo que esse mercado pode não ser capaz de interpretar todas as informações disponíveis, pode ser possível que os gestores das empresas adquirentes

consigam utilizar as práticas de GR para influenciar o preço de suas ações. Se isso ocorrer, as empresas adquirentes poderiam sinalizar para a empresa alvo uma supervalorização de suas ações, a qual tenderia a aceitar uma fração menor das ações da adquirente.

Pelo lado da empresa alvo, especialmente quando há uma tentativa de uma aquisição do tipo hostil, quando uma oferta se torna pública e é prontamente rejeitada pela empresa alvo (Schwert, 2000), os gestores da empresa alvo podem adotar medidas consideradas *anti-takeover* para tentar evitar a aquisição por parte da empresa adquirente. Isso ocorre porque as propostas indesejáveis são muitas vezes percebidas como ameaçadoras para algumas partes interessadas nas empresas alvo, como a substituição total ou parcial da equipe de administração, levando a amplas reações defensivas por parte da administração da empresa-alvo (Schwert, 2000).

Um tipo de mecanismo *anti-takeover*, passível de ser utilizado pela empresa alvo, é tentar realizar práticas, consideradas GR, de forma a transmitir à empresa adquirente e/ou ao mercado de capitais, que sua situação financeira é melhor do que a realidade dos seus negócios. Assim, a empresa alvo poderia obter êxito tentando elevar os valores a serem recebidos pelo pagamento da empresa adquirente ou evitar a aquisição, passando a impressão de sobreavaliação.

Portanto, devido à presença de informação assimétrica, potenciais conflitos de interesses entre as partes envolvidas no processo de F&A e levando em consideração o peso atribuído aos lucros divulgados nas demonstrações financeiras de ambos os lados, pode-se argumentar que cada parte possui incentivos e motivações para tentar manipular seus números contábeis divulgados visando maximizar os seus resultados finais no negócio (Erickson & Wang, 1999).

Neste sentido, diversas evidências empíricas internacionais mostram o comportamento oportunista dos gestores, tanto das empresas adquirentes quanto das empresas alvo, gerenciando resultados contábeis em períodos anteriores às F&A (Erickson & Wang, 1999; Botsari & Meeks, 2008; Campa & Hajbaba, 2016; Farooqi et al., 2020; Elrazaz et al., 2021). Além disso, essas práticas de GR são potencializadas quando a operação é realizada utilizando-se como forma de pagamento as ações da adquirente (Louis 2004; Farooqi et al., 2017). Possivelmente, os gestores dessas empresas contam com a ineficiência do mercado em reconhecer as práticas de GR e assim usufruem de um valor de mercado das ações superior ao que deveria ser, em relação a um período sem esse tipo de prática.

Ocorre que as práticas de GR no processo de F&A podem trazer consequências para as empresas adquirentes e elas não conseguem alcançar os seus objetivos, especialmente a obtenção de sinergias. Isso pode ocorrer porque quando as informações contábeis da empresa alvo estão gerenciadas, mas esse gerenciamento não é detectado na etapa de *due diligence* e a empresa alvo é adquirida mesmo com números contábeis que não representam a realidade do negócio, o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes, pós F&A, tende a ser afetado negativamente (Farooqi et al., 2020; Mughal et al., 2021). Isso pode levar as empresas adquirentes a terem que se desfazer de negócios adquiridos, dado um baixo desempenho apresentado após a F&A (Mukherjee et al., 2004).

Além disso, as próprias atitudes dos gestores das empresas adquirentes em utilizar práticas de GR para melhorar o seu resultado, em períodos anteriores às F&A, pode afetar o seu desempenho no período pós-fusão. Isso pode acontecer porque quaisquer práticas de GR baseado em *accruals*, por exemplo, que ocorrer em um período, devem ser revertidas no período seguinte (Dechow et al., 2012). Aliás, uma propriedade fundamental dos *accruals* (Fedyk et al., 2020). Ou seja, a impossibilidade de repetir sucessivamente as práticas de GR ocorridas no período anterior às F&A e/ou a sua reversão, pode afetar o desempenho das empresas adquirentes no período pós F&A.

Exemplificando, em uma revisão de literatura, Agrawal e Jaffe (2000) constataram que a maioria dos resultados dos trabalhos, até aquele momento, concluiu que o desempenho de longo prazo das empresas que se envolveram em F&A era negativo. Moeller et al. (2005) analisaram os movimentos dos preços das ações e descobriram que em sua amostra, os acionistas da empresa compradora perderam 12 centavos por cada dólar gasto em aquisições. Cuyppers et al. (2017) mostraram que em aquisições concluídas entre 2002 e 2017, as empresas adquirentes tiveram, em média, um desempenho significativamente pior do que seus pares não adquirentes, considerando um período de 12 a 24 meses após a conclusão do negócio.

Ou seja, a causa para o desempenho subsequente às F&A ser inferior, detectada por Agrawal e Jaffe (2000), pode ser atribuída às práticas de GR nas empresas adquirentes e nas empresas alvo. Ademais, as empresas adquirentes que pagam pelas F&A utilizando as suas ações, tendem a experimentar desempenho subsequente inferior àquelas empresas similares que não passaram por F&A (Farooqi et al., 2017; Borodin et al., 2020; Mughal et al., 2021).

Outra consequência das práticas de GR nas empresas alvo é a não concretização do negócio, após o processo de *due diligence*. Em uma pesquisa conduzida por Sales e Zanini (2017), no mercado brasileiro, um dos entrevistados discorreu que frequentemente muitas empresas alvo fazem ajustes questionáveis nas demonstrações contábeis, durante a preparação de um processo de venda, a fim de traçar um quadro mais otimista para os potenciais compradores. Tal atitude pode comprometer a credibilidade e, eventualmente, finalizar as negociações para a ocorrência da F&A (Sales & Zanini, 2017).

A baixa qualidade das informações contábeis das empresas alvo, aumenta o custo do processo de *due diligence*, os custos de renegociação e aumenta a possibilidade de desistência do negócio (Amel-Zadeh & Zhang 2015; Marquardt & Zur, 2015; Wangerin, 2019). Em um estudo realizado por Lim e Chang (2017) ficou compreendido que a baixa qualidade das informações contábeis das empresas alvo sul-coreanas estava positivamente relacionada à probabilidade de a empresa adquirente desistir do negócio. Neste mesmo sentido, a necessidade de reapresentação das demonstrações contábeis, uma *proxy* para baixa qualidade das informações contábeis, está associado ao aumento do tempo para a conclusão das F&A (Amel-Zadeh & Zhang, 2015; Chahine et al., 2018).

Diante do cenário apresentado e com objetivo de analisar as práticas de GR em F&A de empresas de capital aberto no Brasil, esta tese está dividida em três artigos. Especificamente, o primeiro artigo, considerando a Teoria da Sinalização nos processos de F&A, abordou as relações entre as práticas de GR, a forma de pagamento das F&A pelas empresas adquirentes e a reversão dessas práticas no período posterior às F&A. Ademais, ocorrendo as F&A, mesmo diante de informações contábeis gerenciadas, o segundo artigo buscou verificar o impacto das estratégias de GR no desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes no período pós-F&A, considerando a motivação da sinergia para a ocorrência das F&A. O terceiro artigo, tendo como base a Teoria da Informação, buscou avaliar os efeitos das práticas de GR e de outros fatores na probabilidade de ocorrência ou não das F&A no Brasil.

Tendo em vista que as práticas de GR podem afetar tanto o desempenho econômico quanto o desempenho de mercado das empresas (influenciando as decisões dos acionistas existentes e potenciais) foram consideradas, nesta tese, essas duas vertentes de desempenho.

1.2 Justificativa e Contribuições

Compreender os processos de F&A é cada vez mais importante, pois são grandes negócios em termos de recursos investidos e ocorrem com uma frequência cada vez maior. Amel-Zadeh e Meeks (2020) apontam que desde 2006 houve, em média, 40.000 transações de F&A por ano no mundo. Meeks e Whittington (2021) relatam que aproximadamente 83% das empresas que estavam listadas na bolsa de valores do Reino Unido, em 1948, foram adquiridas em algum momento, considerando até o ano de 2018. Segundo a Forbes, as F&A movimentaram US\$ 5 trilhões em todo o mundo em 2021. No Brasil, essas operações, que envolvem aquisições de controle, incorporações e vendas de participações minoritárias tem sido relevantes em termos de volume de recursos, movimentando R\$ 108,6 bilhões apenas em 2019, um aumento de 20,0% em relação ao ano anterior (ANBIMA, 2019).

Considerando a frequência em que acontecem e o volume de recursos envolvidos, pode-se entender que as F&A são as decisões de investimento mais significativas que as empresas fazem (Howell, 2025) e é justificável o interesse da academia em buscar compreender e explicar, como as informações contábeis (gerenciadas ou não) são utilizadas pelos gestores nesses processos de decisões de investimento. Os interesses desses gestores, nessas transações, podem não estar alinhados aos interesses dos acionistas, fazendo-os utilizar sua discricionariedade e melhores informações sobre a empresa para gerenciar os resultados contábeis de modo a influenciar os *stakeholders* interessados no negócio.

De acordo com Botsari e Meeks (2008), as práticas de GR, no contexto das F&A, podem ter impactos econômicos significativos nas transferências de riqueza entre as partes interessadas. Isso ocorre porque os acionistas existentes e potenciais das empresas adquirentes, por exemplo, podem acreditar em números contábeis que não representam a realidade do negócio da empresa, fazendo investimentos que podem não apresentar retornos satisfatórios.

Corroborando a visão de Botsari e Meeks (2008), evidências empíricas mostram que, tanto no Brasil quanto em outros países, as empresas que passaram por F&A possuem desempenho econômico e/ou de mercado inferior ao que possuíam antes das F&A, especialmente quando as empresas adquirentes utilizam suas ações para concretizar a operação (Louis, 2004; Camargos & Barbosa, 2010; Motta et al., 2013; Zhang, 2015; Vieira et al., 2017; Farooqi et al., 2017; Borodin et al., 2020; Novaes et al., 2022).

No entanto, é escasso no contexto nacional, estudos sobre as causas na queda do desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes, nos períodos posteriores às F&A. Internacionalmente, uma das causas atribuídas a esse fato são as práticas de GR nos períodos que antecedem as F&A, tanto das próprias empresas adquirentes quanto das empresas alvo, especialmente quando o pagamento ocorre com as ações da empresa adquirente.

Neste sentido, a forma de pagamento das F&A pode ser relevante para os usuários que se interessam por investimento em empresas que negociam suas ações no mercado de capitais, pois esses usuários, podem ter percepções diferentes quando a intenção das empresas adquirentes for o pagamento em dinheiro ou com as suas ações pelo negócio que está sendo pretendido. Esse fato pode sinalizar aos acionistas da empresa adquirente e até mesmo para os acionistas ou proprietários da empresa alvo quais as possíveis atitudes dos gestores nesses processos e tentar adotar práticas para se proteger dessas atitudes. Neste sentido, uma das contribuições desta tese é o desenvolvimento de análises que envolvem os impactos das práticas de GR nas diferentes formas de pagamento de uma F&A e as consequências dessas escolhas e práticas.

As consequências das escolhas e das práticas de GR em F&A, podem recair sobre o desempenho das empresas adquirentes nos períodos posteriores às F&A, especialmente o desempenho de mercado, pois pode-se pressupor que o maior interessado no processo de F&A são os acionistas das empresas, quer seja no papel de adquirente ou adquirida. Portanto, é relevante que se estude o desempenho das ações dessas empresas no mercado de capitais brasileiro (uma contribuição potencial desta tese) pois pode-se assim obter evidências diretas do impacto das F&A na riqueza dos acionistas.

Além disso, mesmo após incorrer em todos os custos que envolvem um processo de *due diligence*, a empresa adquirente pode desistir da operação por informações contábeis de baixa qualidade. Assim, os participantes do mercado de F&A, bem como os agentes reguladores, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), podem se beneficiar dos resultados desta tese utilizando-os para aprimorar as análises e exigências nessas operações. Pois, a não concretização de uma F&A pode acarretar custos relacionados a registros obrigatórios junto das autoridades reguladoras (Muehlfeld et al., 2011), pode gerar penalidades por quebra de contrato ou pode prejudicar gravemente a reputação e a credibilidade de uma empresa adquirente (Luo, 2015).

A sociedade em geral pode ser beneficiada com os resultados dos estudos propostos nesta tese, pois estudar o impacto de atitudes dos gestores, relacionadas ao GR, no desempenho econômico e de mercado de empresas adquirentes, em processos de F&A, pode revelar as motivações e as consequências dessas atitudes, especialmente para acionistas existentes e potenciais. Ou seja, os resultados potenciais desta tese poderão auxiliar esses usuários a se protegerem dos possíveis impactos, de uma gestão motivada por interesses individuais, no desempenho das suas ações e a decidirem em investir, manter ou desinvestir em empresas que passaram ou estão passando por processos de F&A.

Outros fatores como a natureza da empresa alvo, se capital aberto ou fechado, o tempo gasto para concretizar uma F&A, as formas de pagamento (dinheiro, ações ou ambas) e fatores relacionados à incerteza política e o desenvolvimento econômico foram avaliados para verificar se são motivadores ou não para a realização de F&A no Brasil. Assim, a contribuição dos resultados desta tese para os participantes do mercado de F&A, vai além das práticas de GR. A intenção é oferecer a esses participantes, no mercado brasileiro, evidências empíricas de fatores que podem afetar a concretização de uma F&A, um tema que está sendo estudado em contextos internacionais.

1.3 Problema de Pesquisa e Objetivos

As evidências empíricas, no contexto internacional, sugerem que os gestores podem influenciar os lucros das empresas adquirentes e das empresas alvo, nos períodos pré-F&A, e que esse gerenciamento pode ser potencializado pela forma de pagamento que as empresas adquirentes utilizam nas F&A. Além disso, evidências empíricas mostram ainda que as práticas de GR nas empresas alvo podem levar à desistência do negócio por parte da adquirente, ou levar a impactos negativos no desempenho, seja de mercado ou econômico, das empresas adquirentes no período posterior à F&A, nos casos em que a negociação é concluída.

Portanto, acredita-se que as empresas brasileiras, adquirentes e/ou alvo, tenham estímulos para praticarem GR, em períodos que antecedem as F&A. Isso pode ocorrer por pertencerem a um mercado emergente, que difere daqueles desenvolvidos no que diz respeito aos seus ambientes institucionais que facilitam (ou restringem) os aspectos de governança corporativa, que ajudam na mitigação de práticas de GR (Purayil & Lukose, 2021). Essas práticas podem levar à destruição de valor, no período posterior às F&A, para as empresas e seus acionistas (Louis,

2004; Zhang, 2015; Farooqi et al., 2017; Huang et al., 2019; Chang & Pan, 2020; Fasipe & Sun, 2020), possivelmente pela reversão ou descontinuidade dessas práticas no período posterior às F&A.

Diante do contexto apresentado, a questão geral de pesquisa que esta tese pretende responder é: ***Quais as relações e consequências da prática de Gerenciamento de Resultados nas empresas envolvidas em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de empresas de capital aberto no Brasil?***

O objetivo geral desta tese é verificar as ocorrências das práticas de GR e seus efeitos nos processos de F&A de empresas de capital aberto no Brasil, no período de 2010 a 2024. Os objetivos específicos que visam responder ao objetivo geral desta tese foram abordados em artigos, de forma separada, que visam:

- I. Identificar as relações entre as estratégias de GR das empresas adquirentes em F&A no Brasil, no período anterior às F&A, e a sua forma de pagamento pelo negócio.
- II. Avaliar as relações entre as estratégias de GR das empresas adquirentes, no período anterior às F&A, e o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes no Brasil, no período posterior às F&A.
- III. Identificar a influência das estratégias de GR das empresas envolvidas em F&A na probabilidade de não conclusão das operações de F&A no Brasil.

1.4 Tese

A tese a ser defendida é: a potencial prática de gerenciamento de resultados contábeis, no período anterior ao processo de F&A, pode ser inibidor das F&A no Brasil, e levar a consequências e perdas para as empresas e acionistas no mercado de capitais brasileiro.

Capítulo 2 – Gerenciamento de Resultados e a Forma de Pagamento em Fusões e Aquisições no Brasil

RESUMO

O objetivo deste artigo foi verificar as relações entre as estratégias de Gerenciamento de Resultados (GR) e a forma de pagamento das Fusões e Aquisições (F&A) das empresas adquirentes de capital aberto envolvidas em F&A no Brasil. A relação entre as práticas de GR e a forma de pagamento em F&A foi fundamentada na Teoria da Sinalização, pressupondo que os gestores utilizam as ações das empresas adquirentes apenas quando estas estão supervalorizadas. Isso pode sugerir uma motivação para as práticas de GR no período anterior às F&A, com consequente reversão dessas práticas no período posterior às F&A. Para responder o objetivo proposto, utilizou-se informações contábeis e das F&A, considerando 103 F&A entre 2010 e 2024, de empresas listadas na B3, coletadas na base de dados Refinitiv®, utilizando modelos de regressão liner e Logit. De um modo geral, os resultados evidenciaram práticas de GR no ano anterior às F&A no sentido de aumentar os resultados contábeis relacionadas às decisões reais (GRR), com consequente reversão dessas práticas no ano seguinte às F&A, especialmente para as empresas que utilizam as suas ações para concretizar as F&A. Isso pode ter reflexos na sinergia esperada com as F&A, podendo afetar a percepção dos praticantes do mercado de capitais em relação às empresas adquirentes. Contudo, essas práticas não afetam a probabilidade de escolha da forma de pagamento da F&A, porque as empresas podem estar utilizando tais práticas por outros motivos, como sustentar um desempenho recente, por exemplo, e não com o objetivo de decidir sobre a forma de pagamento em F&A. Por outro lado, as práticas dos *accruals* (GRA) afeta positivamente a probabilidade das empresas adquirentes utilizarem dinheiro para adquirir a empresa alvo. Esses resultados contribuem com o mercado de capitais ao sinalizar que as práticas de GRA estão relacionadas à escolha da forma de pagamento em F&A, revelando que a intenção das empresas adquirentes pode ser no sentido de captar financiamentos para quitar a operação de F&A, utilizando dinheiro. O aumento do endividamento das empresas adquirentes para realizar F&A pode aumentar o risco da empresa, com consequente aumento de risco para os seus acionistas, devendo as sinergias geradas pelas F&A serem superiores ao custo desses financiamentos.

Palavras-Chave: Fusões e aquisições. Gerenciamento de resultados. Forma de pagamento.

ABSTRACT

The objective of this article was to examine the relationship between Earnings Management (EM) strategies and the form of payment used in Mergers and Acquisitions (M&A) by publicly traded acquiring companies involved in M&A transactions in Brazil. The relationship between EM practices and the form of payment in M&A was grounded in Signaling Theory, assuming that managers use the acquiring company's shares only when they are overvalued. This may suggest a motivation for the use of EM practices in the period prior to the M&A, with a subsequent reversal of these practices afterward. To address this objective, accounting and M&A information was used, covering 103 M&A transactions between 2010 and 2024 involving companies listed on B3. Data was collected from the Refinitiv® database and analyzed using linear regression and Logit models. Overall, the results indicated the presence of EM practices in the year preceding M&A transactions, particularly aimed at inflating accounting results through real activities manipulation (REM), with a corresponding reversal of these practices in the year following the M&A, especially in companies that used their own shares to complete the transaction. This behavior may affect the expected synergies from M&A and influence how capital market participants perceive the acquiring firms. However, these practices do not impact the likelihood of choosing a specific form of payment for the M&A, suggesting that companies may be engaging in such practices for other reasons, such as maintaining recent performance, rather than to determine the payment method. On the other hand, accrual-based earnings management (AEM) practices positively affect the probability of acquiring firms using cash to purchase the target company. These findings contribute to the capital market by signaling that AEM practices are associated with the choice of payment method in M&A, revealing that acquiring firms may be aiming to raise funds to finance the transaction using cash. The increase in leverage to carry out M&As can elevate the firm's risk, consequently increasing the risk for its shareholders. Therefore, the synergies generated through M&A transactions must exceed the cost of such financing.

Keywords: Mergers and acquisitions. Earnings management. Payment methods.

2.1 Introdução

As Fusões e Aquisições (F&A) proliferaram nas últimas décadas e continuam sendo uma forma popular para as empresas diversificarem, crescerem e entrarem em novos mercados, por meio de uma estratégia de reestruturação corporativa amplamente utilizada pelas empresas em todo o mundo (Aggarwal & Garg, 2022; Eulerich et al., 2022; Cumming et al., 2023). Na visão de Long (2015), as F&A ganharam importância devido à liberalização, globalização, competição e integração de mercados internacionais para sustentar o objetivo das empresas que visam obter lucros e aumentar a riqueza dos acionistas em uma economia globalizada.

Apesar de todo interesse das empresas em F&A, uma grande quantidade de estudos acadêmicos que investigaram desempenho em torno e após uma F&A, mostra que os acionistas das empresas adquirentes obtêm retornos nulos ou mesmo negativos após a F&A (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Boa parte desse fraco desempenho pode ser atribuído às práticas de GR realizadas pelas empresas adquirentes (Erickson e Wang, 1999; Louis, 2004; Botsari e Meeks, 2008), que ocorrem com o objetivo de aumentar o valor de suas ações no mercado antes da F&A (Higgins, 2013), uma vez que em F&A as empresas adquirentes podem utilizar suas próprias ações para adquirir o controle da empresa alvo (Erickson & Wang, 1999).

A preferência pelo método de pagamento para que o negócio seja concretizado está relacionada ao grau de assimetria informacional existente entre empresas adquirentes e empresas alvo. Se a empresa alvo possui informações superiores à empresa adquirente, a informação privada detida pelos gestores da empresa alvo pode desencadear um problema para a empresa adquirente, que é a possibilidade de avaliar incorretamente o alvo, levando a um risco de avaliação. Portanto, é mais provável que a adquirente faça uma oferta de compra considerando suas ações ou parte delas, devido ao compartilhamento do risco com os acionistas da empresa alvo (Sudarsanam & Mahate, 2003).

Quando as F&A ocorrem com pagamentos por meio das ações ou parte delas, de propriedade das empresas adquirentes, a contraprestação recebida pelos acionistas da empresa alvo são as ações da empresa adquirente. O número total de ações emitidas pelo adquirente para obter o controle da empresa alvo é calculado com base no preço das ações da empresa adquirente na data do contrato de aquisição ou próximo a ela. Como essa relação de troca está inversamente relacionada ao preço das ações da empresa adquirente, a empresa adquirente pode ter um

incentivo para aumentar os lucros contábeis antes da aquisição, na esperança de aumentar o preço de mercado de suas ações e, portanto, reduzir o custo de compra da empresa alvo (Erickson & Wang, 1999; Botsari & Meeks, 2008).

Luypaert e Caneghem (2017) avaliam que em F&A existe um alto nível de assimetria de informação. Isso pode fazer com que ambas as partes são igualmente motivadas a gerenciar seus resultados contábeis, a fim de evitar um pagamento excessivo, no caso da empresa adquirente, ou um pagamento insuficiente, no caso da empresa alvo. Alguns estudos sugerem que o grau de gerenciamento de resultados aumenta com o nível de assimetria informacional (Richardson, 2000; Vasilescu & Millo, 2016).

Diante disso, é possível que os gestores de determinada empresa, quando visualizam a possibilidade de adquirir ou se fundir com outra empresa, possam utilizar práticas de GR afim de influenciar os preços de suas ações e assim escolher utilizá-las para adquirir a empresa alvo. Portanto, as práticas de GR no período anterior às F&A podem afetar a probabilidade de escolha da forma de pagamento em F&A. Além disso, tendo em vista a ausência de motivação para os gestores continuarem com as práticas de GR após as F&A, e até mesmo a característica comum do GR, quando se utiliza os *accruals*, que é o seu processo de reversão no período seguinte, pode-se esperar uma reversão das práticas adotadas pelos gestores ou a reversão natural dos *accruals* no período seguinte às F&A.

Dessa forma, entendendo que os gestores das empresas brasileiras, adquirentes em transações de F&A, podem estar interessados em gerenciar os seus resultados contábeis com vistas a aumentar o valor das ações das adquirentes no mercado, e assim gastarem menos na aquisição da empresa alvo, a questão de pesquisa que este artigo pretende responder é: ***Quais as relações entre as estratégias de GR e a forma de pagamento das F&A (dinheiro, ações ou ambas) das empresas adquirentes envolvidas em F&A no Brasil?***

2.2 Objetivos

O objetivo geral deste artigo é verificar as relações entre as estratégias de GR e a forma de pagamento das F&A das empresas adquirentes de capital aberto envolvidas em F&A no Brasil. Para atingir o objetivo geral proposto neste artigo e, por conseguinte responder à questão de pesquisa deste trabalho, os objetivos específicos podem ser apresentados da seguinte forma:

- i. Identificar as estratégias de GR utilizadas pelas empresas adquirentes nos períodos anteriores ao anúncio das F&A;
- ii. Verificar se as estratégias de GR, adotadas pelas empresas adquirentes nos períodos anteriores ao anúncio das F&A, influenciam na probabilidade dessas empresas utilizarem suas ações como forma de pagamento pelas F&A;
- iii. Verificar se as empresas adquirentes que utilizam suas ações, total ou parcialmente, como forma de pagamento das F&A, possuem reversão significativa das práticas de GR nos períodos posteriores às F&A.

2.3 Justificativa

Esse estudo considera que, em períodos anteriores às F&A, os gestores se sentem motivados a apresentarem informações contábeis que possam influenciar o mercado de capitais, com o objetivo de aumentar o valor de suas ações e, assim, pagar um valor relativamente menor para a aquisição da empresa alvo. Essa pressuposição está alicerçada na ideia de que o mercado de ações é ineficiente na sua forma semiforte de Fama 1970, uma vez que esse mercado não seria capaz de interpretar as informações contábeis que contenham práticas de GR, apesar de serem públicas.

Portanto, é possível que as práticas de GR que ocorrem antes das F&A afetem a probabilidade da escolha da forma de pagamento em F&A. Além disso, considerando a natureza oportunista das práticas de GR, é possível que as estratégias de GR ocorridas no período anterior às F&A, especialmente aquelas em que as empresas adquirentes utilizam as suas ações para o pagamento da F&A, sejam revertidas no período posterior às F&A.

Evidências internacionais, dentre as quais aquelas encontradas por Erickson e Wang (1999), Louis (2004), Botsari e Meeks (2008) e Higgins (2013), apontaram para a existência de práticas de GR em empresas adquirentes no período anterior às F&A. De forma similar, evidências nacionais sobre a existência de práticas de GR em empresas que passaram por F&A são encontradas nos trabalhos de Mendes et al. (2018), Antonio et al. (2023) e Miranda Filho et al. (2024).

No contexto nacional, apenas Antonio et al. (2023) levaram em consideração a forma de pagamento que as empresas adquirentes no Brasil utilizam para concretizar o negócio. No entanto, do ponto de vista metodológico, os autores utilizaram os dados de empresas adquirentes e não adquirentes como amostra do estudo. Este trabalho se difere daquele realizado por Antonio et al. (2023) ao considerar apenas empresas adquirentes, que utilizam suas ações ou dinheiro para adquirir a empresa alvo. Ou seja, as empresas que utilizam dinheiro para concretizar as F&A funcionaria como uma espécie de controle, conforme (Erickson & Wang, 1999). Essa escolha metodológica pode ser mais coerente quando se quer verificar diferenças entre empresas que utilizam diferentes estratégias de pagamento em F&A. Isso pode levar a melhoria qualitativa na interpretação dos resultados. Além disso, esse trabalho amplia a discussão de GR e F&A ao verificar se as práticas de GR ocorridas no período anterior às F&A afetam a probabilidade de escolha da forma de pagamento das F&A e se essas práticas se reverterem no período seguinte às F&A.

Dessa forma, este estudo pretende contribuir com os agentes que se interessam por investimentos em empresas que negociam suas ações no mercado de capitais, pois a forma de pagamento das F&A pode oferecer a esses investidores percepções diferentes quando a intenção das empresas adquirentes for o pagamento em dinheiro ou com as suas ações pelo negócio que está sendo pretendido. Esse fato pode sinalizar aos acionistas da empresa adquirente e até mesmo para os acionistas ou proprietários da empresa alvo quais as possíveis atitudes dos gestores nesses processos e tentar adotar práticas para se proteger dessas atitudes, como por exemplo, se desfazer das ações.

2.4 Referencial Teórico

2.4.1 Teoria da Sinalização

A Teoria da Sinalização foi desenvolvida considerando a pesquisa no mercado de trabalho (Spence, 1973), mas descreve um fenômeno geral aplicável em qualquer mercado com informação assimétrica (Morris, 1987). No caso dos dividendos, por exemplo, Miller e Rock (1985) desenvolveram um modelo no qual uma maior distribuição de dividendos sinaliza lucros futuros maiores. Da mesma forma, quando uma empresa resolve financiar novas oportunidades de investimento por meio de dívida, sinaliza ao mercado que os gestores acreditam que as ações da empresa estão subavaliadas. Essa decisão representa um sinal positivo ao mercado, pois a

riqueza produzida pelo novo investimento será absorvida apenas pelos acionistas atuais (Harris & Raviv, 1991; Silva Brito et al., 2006).

Assim, “a teoria da sinalização trata dos problemas de assimetria informacional nos mercados e procura demonstrar como essa assimetria pode ser reduzida com a indicação de mais informação” (Dalmácio et al., 2013, p. 108). No mercado de capitais, a assimetria de informação acontece quando os gestores de uma determinada empresa possuem informações que os investidores não possuem (Myers & Majluf, 1984). Ou seja, quando uma parte, em qualquer negociação, possui mais informações do que a outra parte, tem-se a assimetria informacional. Portanto, essa relação pode ser aplicada no contexto das F&A uma vez que os gestores de empresas adquirentes e os gestores das empresas alvo podem não possuir o mesmo nível de informação sobre o que está sendo negociado.

A informação assimétrica, nesse caso, consiste em identificar corretamente ou o mais próximo possível, pela empresa adquirente, o verdadeiro valor da empresa alvo, pois os gestores da empresa alvo, teoricamente, possuem mais informações sobre o seu valor do que os gestores da empresa adquirente. Balakrishnan e Koza (1993) discorrem que é razoável esperar que a empresa alvo não aceite uma oferta de compra se o valor ofertado for menor do que o valor presente líquido dos seus ativos. Mesmo considerando que as regras contábeis não permitem registrar os ativos gerados internamente pela empresa alvo, ainda assim é possível que os gestores da empresa alvo entendam que os seus ativos possuem um valor acima daquele avaliado pela empresa adquirente.

Neste sentido, Hansen (1987, p. 76) “examina o processo de transação de uma fusão ou aquisição com o objetivo específico de formular um modelo para a escolha do meio de troca: dinheiro ou ações”. Para isso, o autor inicia a demonstração do modelo teórico analisando o processo de troca em F&A quando a adquirente utiliza dinheiro para adquirir a empresa alvo. No modelo proposto por Hansen (1987), uma firma adquirente que tem valor x , que é conhecido por todas as partes, deseja adquirir uma empresa alvo, com valor v , que é de conhecimento apenas da empresa alvo, precisa definir uma estratégia ótima para efetuar uma oferta de aquisição do tipo “pegar ou largar”.

Apesar de valer v para a empresa alvo, essa mesma empresa alvo poderá ter um valor $w(v) \geq v$ para a empresa adquirente, por acreditar que poderá ser melhor gerenciada nas mãos da gestão

da adquirente. O valor v será uma variável aleatória, contida no intervalo $[vl, vh]$, com Função de Distribuição $F(v)$ e Função Densidade de Probabilidade $f(v)$, com vl sendo o menor valor e vh o maior valor possível.

Para uma oferta em dinheiro de valor C , o lucro esperado da empresa adquirente π_r será condicionado à aceitação da oferta, isto é, condicionado a que $vl < v < C$. Ou seja:

$$E(\pi_r|C) = \int_{vl}^C [w(v) - C]f(v)dv \quad (2.1)$$

Para que a transação ocorra é necessário que a expectativa de lucro da empresa adquirente dado por $E(\pi_r|C)$, seja > 0 , com o valor ofertado em dinheiro C entre $vl \leq C \leq vh$. Se a expectativa de lucro for < 0 , não haverá a F&A.

Considerando que a empresa alvo só venderá seus ativos por um valor superior ou igual ao que valem; que apenas ela conhece o real valor dos seus ativos; e que a empresa adquirente oferece o pagamento em dinheiro; surge um problema de seleção adversa (Hansen, 1987). Além disso, se os ativos da empresa alvo forem específicos e não houver mercados competitivos nos quais ativos idênticos sejam negociados, a obtenção de informações sobre seus preços será dispendiosa ou indisponível (Balakrishnan & Koza, 1993). Assim, a empresa alvo, utilizando suas informações privadas, poderá não aceitar a oferta e o negócio pode não ser realizado, mesmo que a negociação seja benéfica para ambos os lados (Hansen, 1987).

Uma solução para esse problema de seleção adversa é a empresa adquirente oferecer um percentual β das ações da nova firma que surgirá após a fusão, como forma de pagamento pela empresa alvo, ao invés de dinheiro (Hansen, 1987). O problema de seleção adversa, nesse caso, é reduzido pois qualquer valor pago no momento da aquisição é determinado pela lucratividade futura das empresas combinadas, após a F&A e, portanto, os acionistas da empresa alvo arcam com parte do risco de avaliação (Sudarsanam & Mahate, 2003).

Hansen (1987) demonstra que, se a empresa adquirente oferecer um percentual β das ações da nova empresa, essa transação será interessante para a empresa alvo, se o valor final obtido pelos acionistas da empresa alvo, após a F&A, for maior ou igual a v considerando que $v \in [vl, vh]$, com probabilidade $F(v^*)$ se o seu valor $v \in [vl, v^*]$, onde $v^* = C$. Ou seja, o valor v^* é correspondente a um valor em dinheiro ofertado C .

Dessa forma, considerando que a empresa alvo conhece a função $w(v) \geq v$ associada à melhor gestão da empresa alvo pela equipe da empresa adquirente, a troca será boa para a empresa alvo se o percentual β das ações da nova empresa atender à seguinte restrição:

$$\beta[x + w(v)] \geq v \quad \forall v \in [vl, v^*] \quad (2.2)$$

Ou seja, o percentual de ações β das ações da nova empresa deve ser:

$$\beta \geq \frac{v}{x+w(v)} \quad \forall v \in [vl, v^*] \quad (2.3)$$

Pelo lado da empresa adquirente, Hansen (1987) avalia que caberá a ela buscar encontrar o valor ótimo de β capaz de maximizar seus ganhos no processo de M&A, considerando o valor que lhe couber da nova firma, a partir de seu percentual de ações $(1 - \beta)$, que deve ser superior ao valor corrente x de sua atual firma, que pode ser descrito da seguinte forma:

$$(1 - \beta)[x + E(w|v^*)] \geq x \quad (2.4)$$

Por outro lado, se a empresa adquirente tiver informações internas sobre o valor de seu patrimônio, a empresa alvo enfrentará um problema semelhante de seleção adversa, uma vez que o patrimônio do adquirente pode estar supervalorizado. Assim, será lucrativo para o adquirente explorar e converter seu patrimônio supervalorizado em ativos reais. Se for esse o caso, os acionistas da empresa alvo podem presumir que as ofertas em dinheiro só serão feitas se o adquirente acreditar que seu patrimônio está subvalorizado (Sudarsanam & Mahate, 2003).

Hansen (1987) considera que, nesse caso, há uma condição de equilíbrio por meio do qual a empresa adquirente oferece suas ações quando estão supervalorizadas e oferece dinheiro quando as ações estão subavaliadas. A empresa alvo então usa o meio de troca e o tamanho da oferta de ações como sinais do valor da empresa adquirente. Dada essa estratégia da empresa alvo, a empresa adquirente escolhe, de forma otimizada, o meio de troca e o tamanho da oferta, de forma a sustentar as crenças da empresa alvo, sinalizando o seu valor (Hansen, 1987). Ou seja, o método de pagamento atua como um mecanismo de transferência de informação (Myers & Majluf, 1984).

Tendo em vista essa condição de equilíbrio proposta por Hansen (1987), de que a empresa adquirente ofereceria as suas ações como método de pagamento pelas F&A quando estas estão supervalorizadas, e considerando que os preços das ações são determinados pela negociação no mercado de capitais, poderá haver um interesse natural dos gestores das empresas adquirentes pela valorização, mesmo que artificial e momentânea de suas ações, na expectativa de influenciar os tomadores de decisão no mercado de capitais com o objetivo de aumentar o preço de suas ações e, portanto, reduzir o custo de compra da empresa alvo (Erickson & Wang, 1999).

Esses argumentos oferecem suporte para as hipóteses 1 e 2 deste artigo, pois avaliam diretamente se as práticas de GR realizadas pelas empresas adquirentes, nos períodos anteriores ao anúncio da F&A, exercem influência positiva na probabilidade de essas empresas utilizarem suas ações como meio de pagamento total ou parcial nas F&A. De forma indireta, oferecem suporte para as hipóteses 3 e 4 que tratam da reversão dessas práticas no período posterior às F&A.

Neste sentido, este artigo se baseia na Teoria da Sinalização para justificar as diferentes formas que a empresa adquirente possui para quitar a aquisição ou a fusão com a empresa alvo. E, se essas formas de pagamento pelas F&A podem levar os gestores das empresas adquirentes a se sentirem incentivados a gerenciarem os seus resultados contábeis, com objetivo de influenciar o preço das ações no mercado e assim pagar um valor menor pela empresa alvo.

2.4.2 Gerenciamento de Resultados em Fusões e Aquisições e Hipóteses de Pesquisa

Conceitualmente, gerenciamento de resultados pode ser definido como o julgamento que os gestores utilizam nos relatórios financeiros e nas transações estruturais com objetivo de enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico da empresa ou influenciar os contratos que dependem dos números contábeis divulgados (Healy e Wahlen, 1999), o que remete ao uso de critério gerencial sobre as escolhas contábeis, escolhas de divulgação dos lucros e decisões econômicas reais para influenciar como os eventos econômicos subjacentes são refletidos em uma ou mais medidas de resultados (Walker, 2013).

Neste sentido, pode-se argumentar que os gestores das empresas adquirentes possuem incentivos para utilizar práticas contábeis denominadas de Gerenciamento de Resultados por meio dos *Accruals* (GRA) e/ou Gerenciamento de Resultados por meio de Decisões Reais

(GRR) (Gunny, 2010). Essas práticas podem ser utilizadas, pelas empresas adquirentes, para aumentar os resultados contábeis, que podem não ser bem compreendidas pelo mercado, e assim influenciar os preços de suas ações, beneficiando a empresa adquirente ao comprar a empresa alvo utilizando um número menor de ações (Erickson & Wang, 1999).

Dentre essas práticas, pode haver uma preferência dos gestores nas estratégias de GRR, tendo em vista que as práticas de GRA podem ser mais fáceis de serem detectadas pelo mercado, empresas de auditoria e órgãos reguladores (Graham et al., 2005; Cohen & Zarowin, 2010; Zang, 2012). Contudo, alguns autores consideram que as empresas podem utilizar ambas as estratégias de GR, como substitutas ou complementares, dependendo de seus custos e do grau em que uma delas é restrita em relação à outra (Zang, 2012; Abernathy et al., 2014; Black et al., 2017).

As práticas de GR estão relacionadas à demora na baixa de ativos, no reconhecimento discricionário de ganhos ou perdas, na alteração de métodos de reconhecimento e mensuração e em estimativas para provisão de qualquer natureza. (Roychowdhury, 2006; Dechow et al., 2010; Zang, 2012). Todas essas práticas são classificadas na literatura como GRA, aquelas que não afetam o caixa das empresas (Roychowdhury, 2006).

As decisões relacionadas ao GRR incluem a superprodução, para reduzir o custo dos produtos vendidos; a oferta de descontos no preço de vendas, para aumento temporário do volume de vendas, e a redução agressiva dos gastos discricionários. Todas essas decisões objetivam melhorar as margens de lucro divulgadas e podem afetar o caixa das empresas (Roychowdhury, 2006; Gunny, 2010; Zang, 2012).

Independente do tipo de prática de GR, os gestores das empresas adquirentes podem estar interessados em reduzir o percentual β das ações da nova empresa, que é oferecido para as empresas alvo em caso de fusão, ou percentual β das ações das próprias empresas adquirentes em caso de aquisição. Nesse sentido, as práticas de GR atuam como forma de influenciar o mercado de capitais, antes das F&A, com o objetivo de aumentar o valor das ações no mercado e assim diminuir o custo de compra da empresa alvo.

Algumas pesquisas internacionais, dentre as quais Erickson e Wang (1999), Louis (2004), Botsari e Meeks (2008) e Higgins (2013), evidenciaram, em diferentes contextos, a existência

de práticas de GR nos períodos anteriores às F&A com o objetivo de atingir determinadas metas de cotação de preços das ações no mercado de capitais e assim pagar menos pela empresa alvo.

Diante dessas evidências e considerando ser factível essa hipótese, a decisão de utilizar práticas de GR pode estar atrelada à escolha da forma de pagamento em F&A. Neste contexto, Bodt et al., (2017) apontam que a escolha da forma de pagamento em transações de F&A tem sido um campo de pesquisa ativo em finanças corporativas, servindo para testar inúmeras teorias que estruturam a visão moderna da empresa em finanças corporativas, dentre as quais a assimetria informacional.

Assim, Yung et al. (2013), estudando 786 F&A americanas que ocorreram no período de janeiro de 1993 a dezembro de 2004, com o objetivo de investigar o papel da qualidade dos lucros da empresa adquirente na escolha do método de pagamento em F&A, concluíram que os *accruals* anormais do ano anterior às F&A não tem impacto significativo na escolha do pagamento em F&A. No mesmo sentido, Kassamany et al. (2017) utilizando uma amostra de 197 empresas adquirentes do Reino Unido, financiadas por ações e dinheiro, entre 1990 e 2009, apontaram que os *accruals* do ano anterior às F&A não exercem influência na probabilidade de o pagamento ocorrer por meio de ações da empresa adquirente.

Por outro lado, Huang et al. (2019) utilizando uma amostra de 1.680 fusões de empresas chinesas, listadas na *Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges* de 2000 a 2015, apontaram que as práticas de GRA e GRR, no ano imediatamente anterior às F&A, aumentam significativamente a probabilidade de o pagamento do negócio ocorrer parcialmente ou integralmente por meio de ações das empresas adquirentes. No Brasil, Antonio et al. (2023), utilizando uma amostra de empresas não financeiras, listadas na B3, no período de 2009 a 2017, identificaram que o pagamento em ações incentiva as práticas de GR.

Diante dessas evidências, em dois estudos que levaram em consideração ambientes nos quais os mercados são desenvolvidos, americano Yung et al. (2013) e no inglês Kassamany et al. (2017), os resultados foram contrários ao esperado teoricamente. Na China, Huang et al. (2019), os resultados foram coerentes com o que propõe a teoria. Esses resultados conflitantes podem ser decorrentes de diferenças em aspectos de governança e de ambientes econômicos. Em mercados emergentes, normalmente existe uma concentração acionária maior em relação aos mercados desenvolvidos e a proteção de acionistas majoritários e minoritários também é menor.

No estudo nacional, Antonio et al. (2023) avaliou essa relação de forma inversa ao que propõe este artigo, que está em linha com os trabalhos internacionais e com a teoria subjacente, além das diferenças metodológicas apontadas anteriormente. Diante disso, propõe-se avaliar, nesta pesquisa, as seguintes hipóteses no mercado brasileiro:

H1: As práticas de GRA realizadas pelas empresas adquirentes, nos períodos anteriores ao anúncio da F&A, exercem influência positiva na probabilidade de essas empresas utilizarem suas ações como meio de pagamento total ou parcial nas F&A.

H2: As práticas de GRR realizadas pelas empresas adquirentes, nos períodos anteriores ao anúncio da F&A, exercem influência positiva na probabilidade de essas empresas utilizarem suas ações como meio de pagamento total ou parcial nas F&A.

Considerando a importância que as F&A possuem no contexto corporativo, pesquisas internacionais e nacionais, dentre as quais Erickson e Wang (1999), Louis (2004), Botsari e Meeks (2008), Higgins (2013), Farooqi et al. (2017), Chang e Pan (2020); Antonio et al. (2023) e Miranda Filho (2024) têm explorado o tema GR em F&A, por entender que os gestores das empresas adquirentes possuem interesses em utilizar estratégias de GR antes das F&A, para atingir determinadas metas e pagar menos pela empresa alvo, por exemplo. Essas pesquisas têm estudado tanto as ações dos gestores utilizando GRA quanto as decisões de GRR. No entanto, são escassos na literatura, trabalhos que possuem como foco a reversão das práticas de GR, no período pós F&A.

Erickson e Wang (1999), analisando uma amostra 55 empresas adquirentes que concluíram as F&A utilizando suas ações como forma de pagamento, durante o período de 1985-1990, encontraram resultados consistentes com a manipulação de *accruals*, no sentido de aumentar os lucros, no trimestre anterior ao anúncio do acordo de F&A. Este resultado é coerente com a conclusão de que as empresas adquirentes utilizam procedimentos contábeis, na tentativa de aumentar o preço de suas ações antes das F&A, quando utilizam suas ações como meio de pagamento pela empresa alvo (Erickson & Wang, 1999). No entanto, os resultados desses autores permitem inferir que não houve reversão dos *accruals* no trimestre posterior às F&A.

De forma similar, Louis (2004), estudando F&A americanas entre janeiro de 1992 e dezembro de 2000, encontrou evidências de que as empresas adquirentes que utilizam suas ações para

concretizar as F&A, exageram nos lucros que são divulgados, no trimestre anterior ao anúncio da F&A. A mediana dos *accruals* anormais foi significativamente positiva para as empresas adquirentes que utilizavam suas ações para adquirir a empresa alvo, ao passo que foi estatisticamente insignificante para os adquirentes que pagavam em dinheiro. No entanto, os resultados desses autores evidenciaram que não houve reversão dos *accruals* no trimestre posterior às F&A.

Botsari e Meeks (2008) evidenciaram que as empresas adquirentes, no Reino Unido, entre 1997 e 2001, gerenciavam os seus lucros antes da F&A quando eram financiadas por suas ações. A análise foi baseada em 42 empresas de capital aberto e os resultados sugerem que as empresas adquirentes se envolveram na manipulação dos *accruals* no ano imediatamente anterior ao anúncio da F&A, concentrado principalmente nos componentes de capital de giro dos *accruals*. De forma contrária ao que pôde inferir nos trabalhos de Erickson e Wang (1999) e Louis (2004), neste trabalho, observou-se a reversão dos *accruals* no ano seguinte às F&A. Nos trabalhos de Higgins (2013), Kassamany et al. (2017) e Antonio et al. (2023), apesar dos resultados apontarem para um GR utilizando os *accruals* no ano anterior às F&A, não foi possível verificar a reversão dessas práticas no período seguinte às F&A.

Portanto, utilizando diferentes metodologias e períodos trimestrais ou anuais, os autores citados anteriormente encontraram resultados consistentes acerca dos fatos de que as empresas adquirentes gerenciam os seus resultados contábeis, utilizando os *accruals* no período anterior às F&A, especialmente quando as empresas adquirentes utilizam suas ações para concretizar o negócio. No entanto, a reversão dos *accruals* nos períodos seguintes às F&A não é consenso nos resultados dos autores.

Contudo, conforme ressaltam Dechow et al. (2012), qualquer prática de gerenciamento de resultados, baseado em *accruals*, que ocorre em um período, deveria ser revertido em períodos futuros. Essa reversão pode acontecer dentro de um ano (Dechow et al., 2012), ou em um período superior a um ano (Allen et al., 2013). Assim, mesmo não sendo consenso nas pesquisas que deram suporte à argumentação, espera-se que as práticas de GRA do período anterior às F&A se reverta no período seguinte às F&A. Pois, se a intenção dos gestores é específica e temporária, visualizando as F&A, essa reversão deve ser esperada. Dessa forma, propõe-se a seguinte hipótese:

H3: As empresas adquirentes que utilizam as suas ações como forma de pagamento total ou parcial em F&A, possuem reversão significativa dos *accruals* no período posterior ao anúncio da F&A, do que as empresas adquirentes que utilizam apenas dinheiro como forma de pagamento em F&A.

Com foco nas práticas de GR por meio de decisões reais (GRR), aquelas que em sua maioria afetam o caixa das empresas (Roychowdhury, 2006), alguns autores buscaram analisá-las no contexto das F&A. Zhang (2015) pesquisou se as empresas adquirentes no mercado de capitais da China, entre 2008 e 2010, tentaram adotar uma estratégia de GRR para aumentar os lucros divulgados no período de anúncio de F&A. Verificou-se que as empresas que utilizaram as suas ações como meio de pagamento em F&A utilizaram práticas de GRR relacionadas ao fluxo de caixa, às despesas discricionárias e aos custos de produção durante o período de F&A. Além disso, apesar de não ser o objetivo do autor, é possível inferir a reversão dessas práticas no ano seguinte às F&A.

Farooqi et al. (2017) examinaram a capacidade dos investidores de identificar sinais de GRR nas empresas adquirentes, nos trimestres que antecederam o anúncio de uma fusão. Utilizaram uma amostra de 5.857 negócios domésticos nos EUA, entre 1980 e 2011, e medidas agregadas a partir dos modelos desenvolvidos por Roychowdry (2006) que estimam os níveis anormais dos fluxos de caixa operacionais e os níveis anormais das despesas com vendas, gerais e administrativas. Eles verificaram que as empresas adquirentes aumentaram o uso de GRR nos trimestres que antecederam os anúncios de fusão, mas reduziram essas práticas nos trimestres seguintes, evidenciando redução ou reversão dessas práticas.

Chang e Pan (2020) utilizaram uma amostra de 586 fusões do tipo *stock for stock* e 1.695 fusões de compra em dinheiro, das empresas de capital aberto dos Estados Unidos, anunciadas entre janeiro de 1990 e dezembro de 2013 e investigaram se os adquirentes do tipo *stock for stock* realizaram GRR para gerenciar lucros antes dos anúncios de fusão. Os autores descobriram que, em comparação com os adquirentes em dinheiro, os adquirentes *stock for stock* manipularam as vendas no trimestre imediatamente anterior ao anúncio da fusão por meio do aumento das vendas a crédito.

Fasipe e Sun (2020) examinaram se as empresas adquirentes em fusões do tipo *stock for stock* se envolveram em GRR no ano anterior ao anúncio da fusão. Para isso, utilizaram informações

de F&A concluídas, entre 2003 e 2013, de empresas públicas e capital fechado dos EUA e concluíram que as empresas adquirentes em F&A do tipo *stock for stock* inflacionaram os seus lucros cortando despesas discricionárias, manipulando as vendas para aumentar a receita e aumentando os níveis de produção, reduzindo o valor dos estoques e, por consequência o custo de mercadorias vendidas.

No Brasil, Antonio et al. (2023), utilizando uma amostra de empresas não financeiras, listadas na B3, no período de 2009 a 2017, identificaram que as empresas que passaram pelo processo de F&A gerenciavam os seus resultados por meio de GRR. Todavia, de acordo com os autores, não foi possível afirmar que as F&A envolvendo pagamento em ações incentiva as práticas de GRR por parte das empresas adquirentes.

As práticas de GRR se diferem das práticas de GRA. Normalmente as práticas de GRA estão relacionadas às estimativas de provisões contábeis que os gestores fazem e essas práticas podem ser confirmadas ou revertidas, dependendo do caso. Assim, se a intenção dos gestores foi gerenciar os resultados contábeis com o objetivo de pagar um valor menor pela empresa alvo, espera-se que as práticas de GRA sejam revertidas nos períodos posteriores às F&A.

Em relação às práticas de GRR, estas afetam o caixa das empresas na maioria das decisões dos gestores. Reduzir despesas administrativas, reduzir despesas com pesquisa e desenvolvimento, oferecer descontos nos preços com objetivo de aumentar o faturamento, dentre outras práticas, pode não ser possível revertê-las no período posterior às F&A. Exemplificando, é possível que um cliente ao adquirir mercadorias com descontos ou com condições de crédito facilitadas em um determinado trimestre, queira usufruir desses mesmos benefícios no trimestre posterior. Isso pode dificultar a reversão das práticas de GRR no trimestre posterior às F&A.

No entanto, mesmo diante da dificuldade na reversão das práticas de GRR nos períodos posteriores às F&A, caso essas práticas, no período anterior às F&A, sejam realizadas com o propósito oportunista, pode-se esperar a sua reversão no período seguinte às F&A. Dessa forma, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H4: As empresas adquirentes que utilizam as suas ações como forma de pagamento total ou parcial em F&A, possuem reversão significativa das práticas de GRR no período posterior ao

anúncio da F&A, do que as empresas adquirentes que utilizam apenas dinheiro como forma de pagamento em F&A.

Essas duas últimas hipóteses, que pelo caráter oportunista em que essas práticas são realizadas, momentos de F&A, é esperada a sua reversão e representam um diferencial em relação às pesquisas realizadas com esse tema no Brasil (Mendes et al., 2018; Antonio et al., 2023; Miranda Filho et al., 2024). O próximo tópico apresenta a metodologia utilizada neste trabalho.

2.5 Metodologia

Neste tópico, foram apresentados os critérios de seleção da amostra, bem como os modelos econométricos utilizados neste artigo.

2.5.1 Definição da Amostra

Para atender ao objetivo deste artigo, que visa verificar as relações entre as estratégias de GR e a forma de pagamento das F&A das empresas adquirentes de capital aberto envolvidas em F&A no Brasil, foi necessário conciliar as informações sobre as F&A e a disponibilidade de informações contábeis necessárias à condução deste estudo. Dessa forma, considerando a disponibilidade de dados contábeis, especialmente as informações sobre o fluxo de caixa operacional das empresas, foram consideradas as F&A completadas entre 1º de janeiro de 2010 e 31 de dezembro de 2023.

Considerando os estudos realizados por Botsari e Weeks (2008); Higgins (2013); Farooqi et al. (2017); Chang e Pan (2020); Fasipe e Sun (2020) e Antonio et al. (2023) foram adotados os seguintes critérios para a escolha da amostra:

- i) As empresas adquirentes devem ser listadas na B3;
- ii) A empresa adquirente deve adquirir pelo menos 50% das ações da empresa alvo;
- iii) Não deve ser empresa do setor financeiro (bancos, seguradoras e fundos de investimento), pelo fato de essas empresas possuírem legislação e plano de contas próprios, ou que estão inseridas em setores regulamentados, e possuam normas que podem impactar o cálculo dos *accruals* e causar viés à análise;
- iv) As F&A devem ser completadas no período do estudo;

- v) As F&A devem ser pagas com ações, dinheiro ou ambos os meios.

Alguns autores como Fasipe e Sun (2020) deixam claro que quando uma empresa realiza múltiplas transações durante o período do estudo, permanece na amostra a transação de F&A mais antiga realizada no período, as outras são excluídas, a fim de evitar a utilização de dados sobrepostos. Exemplificando: se uma mesma empresa realiza uma F&A no primeiro trimestre de 2012, outra F&A no terceiro trimestre de 2015 e uma terceira F&A no segundo trimestre de 2019, pelo critério de Fasipe e Sun (2020), os dados a serem considerados seriam aqueles da F&A mais antiga, realizada no primeiro trimestre de 2012.

Por outro lado, para evitar a perda de observações, Bomfim e Callado (2016) ao estudarem desempenho em processos de F&A, optaram por controlar os dados sobrepostos com uma variável *dummy* nos modelos estatísticos estimados por aqueles autores. Camargos e Barbosa (2010), também estudando desempenho em F&A, optaram por manter na amostra do estudo as F&A de maior valor, ou aquelas mais estratégicas para as empresas adquirentes.

Contudo, o critério adotado por Fasipe e Sun (2020) de manter as F&A mais antigas, pode não ser o adequado neste trabalho, pois o ideal seria utilizar as informações contábeis desde a primeira F&A para captar se houve ou não GR, o que não foi possível nesse artigo. Em relação à utilização de todas as F&A com controle via *dummy*, conforme Bomfim e Callado (2016), tem-se que isso pode prejudicar as análises univariadas, uma vez que as mesmas informações seriam utilizadas em duplicidade. Portanto, foram consideradas neste trabalho as F&A de maior valor, conforme critério utilizado por Camargos e Barbosa (2010). Acredita-se que nesse tipo de F&A pode haver maior interesse por GR pelo fato de se ter maior impacto em termos dos valores envolvidos.

A Figura 2.1 resume os critérios de inclusão e exclusão, bem como a quantidade de F&A de empresas adquirentes que foi utilizada neste estudo.

Figura 2.1
Definição da Amostra (Empresas Adquirentes de Capital Aberto)

Descrição	Quantidade (N)
Amostra Inicial (Quantidade de F&A entre 01/01/2010 e 31/12/2023) (Adquirentes de Capital Aberto)	1.385
Exclusões	
Negócios Não Completados	479
Percentual de Ações após a F&A abaixo de 50%	35
Negócios Realizados no Setor Financeiro	162
Negócios sem Valor da Transação	288

Negócios com a forma de pagamento (outros ou desconhecido)	25
Negócios de Empresas Adquirentes com Informações contábeis indisponíveis	123
Total de Negócios Realizados	273
Quantidade de Empresas Adquirentes (F&A de maior valor)	103
Pagamento com dinheiro e ações (combinação)	22
Pagamento em Ações	15
Pagamento em Dinheiro	236
Total de Negócios Realizados (Por tipo de Aquisição)	273
Alvo de Capital Fechado	256
Alvo de Capital Aberto	17

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações obtidas no Refinitiv®

Observa-se na Figura 2.1 que no período de 01/01/2010 a 31/12/2023 foram realizados 1.385 negócios de F&A no Brasil, envolvendo empresas adquirentes de capital aberto e empresas alvo de capital aberto ou fechado. No entanto, após os critérios de exclusão, permaneceram na amostra 273 negócios realizados e completados por 103 empresas diferentes. A maior parte das empresas adquirentes utilizou dinheiro para pagar as F&A, cerca de 87%, e apenas 13% das transações de F&A envolveram as ações das empresas adquirentes, seja total ou parcialmente. Isso reforça as evidências de Meng e Vijh (2021) e Dokas et al. (2025) que as F&A pagas em dinheiro tem sido predominantes (Meng e Vijh, 2021). Importante salientar que na Figura 2.1, foram consideradas apenas informações de empresas adquirentes de capital aberto, que foram utilizadas para estimar os coeficientes das Equações 2.5 a 2.8 deste artigo.

As informações contábeis foram coletadas em base trimestral, para os anos de 2008 até o terceiro trimestre 2024, na base de dados Refinitiv®. A data inicial 2008 decorre da necessidade de variáveis anteriores ao ano de 2010, data de início da análise, para utilizar nos modelos estatísticos e obter as *proxies* de GR. O início da pesquisa em 2010 é devido à disponibilidade de informações contábeis após a adoção completa do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no Brasil, pois até aquela data a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) não era obrigatória no Brasil. O *software* Stata® foi utilizado para a análise dos dados, realizar os testes de validação e estimar os coeficientes das regressões.

A utilização de informações contábeis da DFC permite mitigar problemas na estimação dos *accruals* quando se utiliza a abordagem do Balanço Patrimonial (BP). A estimação dos *accruals* pelo método de balanço baseia-se na suposta articulação dos seus componentes (receitas e despesas) na demonstração do resultado, com as contas do capital circulante líquido no BP (Paulo, 2007).

No entanto, Hribar e Collins (2002) argumentam que as F&A, podem induzir uma tendência positiva para os *accruals* estimados utilizando a abordagem do balanço, uma vez que os ativos correntes líquidos tendem a aumentar quando uma empresa adquire outra empresa, devido ao processo de consolidação das demonstrações contábeis. Exemplificando: os saldos dos estoques, das contas a receber, dos fornecedores, dentre outros ativos e passivos circulantes de curto prazo, das empresas alvo, foram incorporados aos saldos dessas contas das empresas adquirentes, afetando a análise dos *accruals* com base no BP.

Portanto, Hribar e Collins (2002) sugerem que seria prudente que os pesquisadores obtivessem as medidas de *accruals* utilizando informações obtidas diretamente da DFC ao invés de medidas aproximadas por meio do BP, especialmente em ambientes econômicos com intensos processos de combinações de negócios, como tem sido o mercado brasileiro nos últimos anos (Boina & Macedo, 2018). Empiricamente, Reis et al. (2023) concluíram que a utilização da abordagem de *accruals* calculados pela demonstração dos fluxos de caixa se mostrou mais adequada do que pela abordagem do balanço patrimonial, no contexto nacional. Nesse caso, os *accruals* foram calculados pela diferença entre o Lucro Líquido (LL) e o Fluxo de Caixa Operacional (FCO), forma que foi utilizada neste artigo.

Definida a quantidade de empresas adquirentes que foram utilizadas neste trabalho, a Figura 2.2 traz a definição das variáveis que foram utilizadas neste artigo, tendo por base os autores que deram suporte para as hipóteses definidas neste trabalho.

Figura 2.2

Definição das Variáveis Utilizadas nesta Pesquisa

Variável	Sigla	Forma de Cálculo	Referências
<i>Accruals</i> Totais	ACT	Lucro Líquido menos Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo Ativo Total do período anterior	Hribar e Collins (2002), Boina e Macedo (2018) e Reis et al. (2023)
Receita Líquida	RL	Receita Líquida do período atual menos Receita Líquida do período anterior dividido pelo Ativo Total do período anterior	Roychowdhury (2006), Farooqi et al. (2017), Kassamany et al. (2017), Chang e Pan (2020) e Antonio et al. (2023)
Variação da Receita Líquida	ΔRL	Receita Líquida do período atual menos Receita Líquida do período anterior dividido pelo Ativo Total do período anterior	Kothari et al. (2005), Roychowdhury (2006), Vasilescu e Millo (2016); Kassamany et al. (2017), Purayil e Lukose (2022), Malikov e Zalata (2024)
Variação do Contas a Receber	ΔREC	Contas a Receber do período atual menos Contas a Receber do período anterior dividido pelo Ativo Total do período anterior	Kothari et al. (2005), Vasilescu e Millo (2016); Kassamany et al. (2017), Purayil e Lukose (2022), Malikov e Zalata (2024)
Imobilizado	PPE	Imobilizado do período dividido pelo Ativo Total do período anterior	Kothari et al. (2005), Vasilescu e Millo (2016); Kassamany et al. (2017), Purayil e Lukose (2022), Malikov e Zalata (2024)

Retorno Sobre os Ativos	ROA	Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total do período anterior	Kothari et al. (2005), Vasilescu e Millo (2016); Kassamany et al. (2017), Purayil e Lukose (2022), Malikov e Zalata (2024)
<i>Accruals</i> Totais do período anterior	ACT_{t-1}	<i>Accruals</i> Totais do período anterior dividido pelo Ativo Total do período anterior	Dechow et al. (2012)
Fluxo de Caixa Operacional	FCO	Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo Ativo Total	Roychowdhury (2006), Farooqi et al. (2017), Kassamany et al. (2017), Chang e Pan (2020) e Antonio et al. (2023)
Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas	DVGA	Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas dividido pelo Ativo Total	Roychowdhury (2006), Farooqi et al. (2017), Kassamany et al. (2017), Chang e Pan (2020) e Antonio et al. (2023)
Custos de Produção	PROD	Custo do Produto Vendido + Variação dos Estoques dividido pelo Ativo Total	Roychowdhury (2006), Farooqi et al. (2017), Kassamany et al. (2017), Chang e Pan (2020) e Antonio et al. (2023)
<i>Proxy</i> para Gerenciamento por <i>Accruals</i>	GRA	Calculado conforme Kotari et al. (2005), Equação 2.5	Huang et al. (2019)
Gerenciamento por meio de Decisões Reais	GRR	Calculado conforme Roychowdhury (2006), Equação 2.9	Gunny (2010); Zang (2012); Reis et al. (2015); Huang et al. (2019); Fasipe e Sun (2020); Pimenta (2024)
LN (Deal)	LN (Deal)	Logaritmo Natural do Valor do Negócio	Huang et al. (2019)
Empresa Alvo de Capital Aberto	<i>PubTarg</i>	Variável dummy que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário	Conn et al. (2005); Muehlfeld et al. (2011)
Forma do Negócio	<i>FN</i>	Variável dummy que assume 1 para fusões e 0 para aquisições	
Endividamento	<i>ENDIV</i>	Passivo Oneroso dividido pelo Ativo Total	Louis (2004); Farooqi et al. (2017); Huang et al. (2019); Mughal et al. (2021) e Novaes et al. (2022)
<i>Market-to-Book</i>	MTB	Valor de Mercado dividido pelo Patrimônio Líquido	Huang et al. (2019)
Capacidade de Endividamento	FCOD	Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo Passivo Oneroso	
Desenvolvimento Econômico	PIB	Variação percentual do PIB trimestral em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.	

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas referências bibliográficas

As variáveis quantitativas contínuas foram winsorizadas a um nível de 1% e 99% a fim de limitar o efeito de *outliers*. Winsorização é um tratamento realizado em um conjunto de dados que ao invés de eliminar os *outliers* substitui-os por valores mais próximos dentro de um limite predefinido, mantendo a estrutura dos dados, mas reduzindo o impacto dos valores atípicos em medidas como a média e o desvio padrão. Essa técnica foi utilizada por autores que fazem parte das referências desse artigo como, por exemplo, Farooqi et al. (2017), Huang et al. (2019) e Chang e Pan (2020).

2.5.2 Modelo Econométrico para Análise do GR por *Accruals*

Com o objetivo de obter a *proxy* de GR por meio dos *accruals*, e seguindo autores que pesquisaram GR em F&A (Vasilescu & Millo, 2016; Kassamany et al., 2017; Huang et al.,

2019; Purayil & Lukose, 2022; Malikov & Zalata, 2024) optou-se por utilizar o modelo de *performance matching*, desenvolvido por Kothari et al. (2005), os quais sugerem que as medidas de *accruals* devem ser estimadas considerando o desempenho recente das empresas, neste caso o Retorno sobre os Ativos (ROA). Essa forma de estimar pode reduzir a chance de má especificação dos modelos e fortalecer o poder dos testes em relação a outras medidas de *accruals* discricionários estimados pelos modelos de Jones ou o de Jones modificado (Kothari et al., 2005).

Diferentemente dos autores citados, que utilizaram o modelo de *performance matching* para calcular as *proxies* de GR, foram acrescentados na Equação 2.5 os *accruals* totais defasados em um período. Conforme ressaltam Dechow et al. (2012), a inclusão da variável defasada dos *accruals* nos modelos estatísticos que verificam essas práticas, pode melhorar a especificação desses modelos em cerca de 40%, devido à propriedade inerente aos *accruals*, que é a sua reversão em períodos subsequentes. Tendo em vista a inclusão da variável dependente defasada no modelo estatístico, uma fonte de endogeneidade, este modelo foi estimado com os dados em painel pelo método GMM (Método dos Momentos Generalizados), conforme detalhado no Apêndice 01.02.

A variável dependente desse modelo (Equação 2.5) os *Accruals* Totais (ACT) foi calculada pela diferença entre o LL e o FCO, conforme (Vasilescu & Millo, 2016; Kassamany et al., 2017; Purayil & Lukose, 2022), tendo por base as orientações de Hribar e Collins (2002).

$$\frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CREC_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_4 \frac{LL_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_5 \frac{ACT_{it-1}}{AT_{it-2}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2.5)$$

Em que: ACT_{it} = *Accruals* totais da firma i no período t, calculados pela diferença entre o LL e o FCO; ΔREC_{it} = Variação da receita da firma i no período t; $\Delta CREC_{it}$ = Variação de contas a receber da firma i no período t; PPE_{it} = Imobilizado da empresa i no período t, LL_{it} = Lucro Líquido da empresa i no período t; AT_{it-1} = Ativo total da empresa i no período t-1; ACT_{it-1} = *Accruals* totais da firma i no período t-1, calculados pela diferença entre o LL e o FCO dividido pelo Ativo Total do período t-2; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

As variáveis independentes da Equação 2.5 explicam os níveis normais de *accruals*, e qualquer variação inexplicável (GR via *accruals*) é deixada para os resíduos (Pimenta, 2024). Assim, a estimação da Equação 2.5 levará em consideração todas as 103 empresas adquirentes componentes da amostra, configurando um painel, em que as diferentes empresas são observadas ao longo do tempo, sendo possível obter as *proxies* de GRA, que são os resíduos da Equação 2.5, por empresa e por trimestre.

De posse desse banco de dados, foi possível identificar a *proxy* de GRA exatamente no trimestre da F&A. Ou seja, se a F&A ocorreu no segundo trimestre de 2015, por exemplo, foi possível identificar a *proxy* de GRA do primeiro e do terceiro trimestre de 2015, que configuram, neste artigo, o período anterior e posterior à F&A, respectivamente. A análise também foi realizada considerando os quatro trimestres anteriores e os quatro trimestres posteriores às F&A.

Se os resíduos de períodos prévios e posteriores às F&A, forem, em média, estatisticamente diferentes de zero, significa que o valor observado dos *accruals* totais foram diferentes dos *accruals* totais estimados pela Equação 2.5, gerando *accruals* anormais (ou discricionários). Esses *accruals* anormais podem ser tanto para aumentar o resultado (*accruals* positivos), quando os *accruals* totais observados forem maiores que os *accruals* totais estimados, quanto para reduzir os resultados (*accruals* negativos), quando os *accruals* totais observados forem menores do que os *accruals* totais estimados (Zang; 2012; Christensen et al., 2023). Lembrando que os *accruals* totais são obtidos pela diferença entre o LL e o FCO. Ou seja, se houver *accruals* anormais positivos, significa que o LL é, de forma anormal, maior do que o FCO e vice e versa.

Considerando o contexto em que se está estudando as práticas de GRA, ou seja, em processos de F&A, espera-se que as empresas adquirentes estejam interessadas em aumentar os seus resultados contábeis antes das operações. Portanto, espera-se *accruals* positivos, a fim de influenciar os participantes do mercado de capitais, com vistas a aumentar o valor de mercado de suas ações e assim ter a possibilidade de pagar um valor proporcionalmente menor pela empresa alvo. Contudo, espera-se que esses *accruals* sejam revertidos no período posterior às F&A. Isto é, no período seguinte às F&A o sinal das *proxies* de GR deverá ser negativo.

2.5.3 Modelos Econométricos para Análise do GR por Decisões Reais

Para detectar a manipulação de resultados com base nas atividades reais, esse trabalho utiliza os modelos estatísticos desenvolvidos por Roychowdhury (2006) que investiga os padrões dos Fluxos de Caixa Operacionais (FCO), Despesas com Vendas Gerais e Administrativas (DVGA) e os Custos de Produção (PROD). Trabalhos nacionais e internacionais, dentre os quais Farooqi et al. (2017), Kassamany et al. (2017), Chang e Pan (2020) e Antonio et al. (2023) utilizaram esses modelos para estimar as *proxies* de GR por meio de decisões reais.

Os modelos desenvolvidos por Roychowdhury (2006) levam em consideração algumas variáveis do BP, da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e da DFC, especialmente as receitas líquidas, que podem representar certos níveis das atividades operacionais das empresas. O erro da estimativa representa um nível anormal das atividades reais da empresa, sendo, dessa forma, uma *proxy* do gerenciamento real (Paulo, 2007). Os níveis anormais, os resíduos das Equações 2.6, 2.7 e 2.8, foram denominados nesse trabalho, de AFCO, ADVGA e APROD. O modelo que relaciona o FCO e os níveis de vendas da empresa é dado por:

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2.6)$$

Em que: FCO = Fluxo de Caixa Operacional; A = Total do Ativo; RL = Receita Líquida; ΔRL = Variação da Receita Líquida; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

Para analisar a prática de GRR utilizando o FCO, é necessário, assim como nos *accruals*, verificar os resíduos da Equação 2.6. Se o resíduo obtido na Equação 2.6 for negativo, os gestores estariam gerenciando para aumentar os resultados contábeis. Isso evidenciaria que o aumento nas vendas seria em decorrência de descontos nos preços ou pelas condições de crédito mais favoráveis aos clientes, resultando em menor fluxo de caixa operacional.

Ou seja, nos momentos que antecedem as F&A, os gestores das empresas adquirentes poderiam aumentar as suas vendas artificialmente. Diante do princípio contábil da competência, estas vendas seriam reconhecidas no momento de sua ocorrência, aumentando o resultado contábil, mas com reflexo menor no fluxo de caixa operacional devido aos descontos nos preços ou condições de crédito mais favoráveis. No contexto de F&A, portanto, espera-se AFCO negativo, caso haja GR para melhorar o desempenho.

Para captar o gerenciamento de resultados por meio das despesas com vendas gerais e administrativas utiliza-se o seguinte modelo:

$$\frac{DVGA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2.7)$$

Em que: DVGA = Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

Teoricamente, para uma empresa obter receitas ela deve incorrer em despesas com vendas, gerais e administrativas. O comportamento dessas despesas, normalmente, acompanha o volume das vendas. Ou seja, quanto mais a empresa vende, maiores são suas despesas com vendas, por exemplo (Roychowdhury, 2006; Martinez & Cardoso, 2009). Dessa forma, se os gestores das empresas adquirentes possuírem interesse em aumentar o resultado contábil, essas despesas tendem a reduzir de forma anormal em relação ao volume de vendas. Portanto, se a variável ADVGA, que é o resíduo da Equação 2.7, for negativo, pode-se inferir que os gestores estão gerenciando resultados visando aumentá-los.

Para medir o gerenciamento de resultados relacionados com o nível de produção e seguindo Dechow et al. (1998), Roychowdhury (2006) derivou o modelo de estimação dos níveis normais dos custos de produção como uma função linear das vendas e de suas variações, conforme Equação 2.8.

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2.8)$$

Em que: PROD = Custo do Produto Vendido + Variação dos Estoques; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

Em teoria, quanto maiores as vendas, maior deverá ser a produção para sustentar o volume de vendas, pois pressupõe-se que as vendas e os níveis de produção aumentem de forma proporcional (Roychowdhury, 2006; Martinez & Cardoso, 2009). Neste sentido, se os custos

dos produtos vendidos não aumentam de forma proporcional, pode ser um sinal de que os gestores estejam interessados em aumentar os resultados contábeis.

Isso ocorre porque quando uma empresa realiza uma produção maior de um determinado produto, por exemplo, o valor unitário desse produto, que é estocado, é menor. Pois ao ratear os custos de produção por uma produção acima do esperado, os custos unitários daquele produto serão menores. A empresa, ao vender esse estoque com um custo unitário menor, reconhece um valor menor dos custos dos produtos vendidos em relação a um período em que a produção daquele produto foi considerada normal. Assim, utilizando essa estratégia e mantendo o mesmo nível de preços no momento da venda, a empresa tende a apresentar um aumento nos lucros divulgados.

Portanto, se o resíduo da Equação 2.8, *APROD*, for positivo, os gestores estariam interessados em gerenciar para aumentar os resultados contábeis. Neste sentido, em contextos de F&A, espera-se *APROD* positivo.

As diversas práticas de GRR podem estar relacionadas. A empresa ao oferecer desconto nos preços de vendas para vender uma quantidade maior, aumentando o resultado contábil, mas com reflexo proporcionalmente menor no FCO, pode ter que pagar comissões maiores aos vendedores, afetando também as DVGA. Além disso, quando as empresas resolvem diminuir as despesas administrativas, reduzindo os gastos com pessoal, gastando com rescisões, afeta também o FCO. Da mesma forma, se as empresas decidem aumentar a produção ou comprar produtos para revenda de forma anormal, podem ter que gastar mais recursos financeiros na aquisição de matéria prima ou na aquisição de produtos para revenda, por exemplo, afetando também o FCO.

Dessa forma, seguindo Gunny (2010); Zang (2012); Reis et al. (2015); Huang et al. (2019); Fasipe e Sun (2020); Pimenta (2024), dentre outros autores, constrói-se uma medida agregada das três *proxies* de GR por meio de decisões reais, *AFCO*, *ADVGA* e *APROD*, denominada neste trabalho de GRR, conforme Equação 2.9.

$$GRR_{it} = [(-1) * (AFCO_{it})] + [(-1) * ADVGA_{it}] + (APROD_{it}) \quad (2.9)$$

As variáveis AFÇO e ADVGA são multiplicadas por -1 , de tal forma que valores mais altos indicam que as DVGA e o gerenciamento das vendas que afetaram o FCO foram utilizados para aumentar o lucro. Em relação à variável APROD não é necessário multiplicar por -1 , pois já indica que, quanto maior o valor do resíduo, maior a quantidade produzida ou adquirida pela empresa. Dessa forma, conforme relatado anteriormente, com a utilização da métrica oriunda da Equação 2.9, é possível inferir sobre o GR por meio de decisões reais de maneira agregada, pois essas decisões podem estar relacionadas, uma vez que em muitas situações elas podem afetar o FCO simultaneamente. Além disso, conforme ressalta Pimenta (2024), pode evitar erros de medição das *proxies* de GRR ao analisá-las de forma agregada.

De forma similar ao tratamento dos *accruals*, a estimação das Equações 2.6 a 2.8 levou em consideração todas as 103 empresas adquirentes componentes da amostra, configurando em um painel, conforme detalhado no Apêndice 01.01, em que as diferentes empresas são observadas ao longo do tempo. Assim, ao obter as *proxies* de GRR, que são os resíduos das Equações 2.6 a 2.8, estas foram inseridas na Equação 2.9, obtendo uma medida de GRR de forma agregada, que foram identificadas e tabuladas para o momento em que ocorreu a F&A, com o objetivo de verificar as práticas de GRR em períodos de F&A. Contudo, considerando ser oportunista o GRR, espera-se a reversão dessas práticas nos períodos posteriores às F&A.

2.5.4 Modelos Econométricos para Verificação das Hipóteses de Pesquisa

Nesta seção são apresentados os modelos econométricos para analisar as hipóteses de pesquisa apresentadas neste artigo. O próximo tópico será dedicado à apresentação dos modelos para testar as hipóteses 1 e 2. No tópico 2.5.4.2 foram discutidos os modelos para testar as hipóteses 3 e 4.

Importante ressaltar que as hipóteses foram testadas neste artigo considerando dados trimestrais e dados anuais. Especificamente, foram considerados o trimestre anterior às F&A ($t-1$) e o trimestre posterior às F&A ($t+1$). Além disso, visando maior robustez às análises pretendidas neste artigo, foi utilizado também o somatório das *proxies* trimestrais de GR entre o 4º e o 1º trimestre antes da F&A ($t-4$ até $t-1$), configurando um ano antes das F&A e o somatório das *proxies* trimestrais de GR entre o 4º e o 1º trimestre após às F&A ($t+1$ até $t+4$), perfazendo um ano após às F&A. Assim, quando este trabalho se referir a período anterior e posterior às F&A, devem ser consideradas essas duas abordagens.

2.5.4.1 Modelo Econométrico para testar as Hipóteses 1 e 2

As *proxies* de GRA e GRR que foram utilizadas neste trabalho, assumindo em alguns casos o papel de variável dependente e em outros o papel de variável independente, foram obtidas por meio dos resíduos da Equação 2.5 e pela Equação 2.9, que é a soma dos resíduos das Equações 2.6 a 2.8.

Com o objetivo de testar as hipóteses H1 e H2 utiliza-se o modelo de regressão logística, conforme Equação 2.10, baseando-se em Yung et al. (2013), Kassamany et al. (2017) e Huang et al. (2019).

$$Y = \text{Ln}\left(\frac{p}{1-p}\right) = \beta_0 + \beta_1 GR_{it-1} + \beta_2 \text{Ln}(\text{deal})_i + \beta_3 \text{PubTarg}_i + \text{FN}_i + \beta_4 \text{ENDIV}_i + \beta_5 \text{MTB}_i + \beta_6 \text{FCOD}_i + \varepsilon_i \quad (2.10)$$

Em que: a variável dependente é uma variável qualitativa, dicotômica, que assume 1 quando a F&A é paga com ações, total ou parcialmente da empresa adquirente, 0 caso contrário; GR = *Proxy* para Gerenciamento de Resultados por *Accruals* (GRA) e *Proxy* para Gerenciamento de Resultados por Real (GRR) das empresas adquirentes no período anterior às F&A; $\text{Ln}(\text{deal})$ = Logaritmo Natural do valor do negócio; *PubTarg* = variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; FN = Variável *dummy* que assume 1 para fusões e 0 para aquisições; ENDIV = endividamento mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; MTB = valor de mercado da empresa adquirente dividido pelo patrimônio líquido; FCOD = Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo passivo oneroso β 's = Coeficientes estimados do modelo; ε_i termo de erro do modelo; i = cada empresa adquirente; t-1 = período anterior às F&A. As variáveis ENDIV, MTB e FCOD da Equação 2.10 foram mensuradas no período anterior ao anúncio da F&A.

O coeficiente β_1 da Equação 2.10, testou as hipóteses H1 e H2, devendo ser maior que zero e significativo estatisticamente, revelando que as práticas de GR, quer seja por *accruals* ou reais, realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior ao anúncio das F&A, exercem influência positiva na probabilidade dessas empresas utilizarem suas ações como meio de pagamento em F&A.

Considerando os trabalhos de Yung et al. (2013), Kassamany et al. (2017) e Huang et al. (2019) foram inseridas algumas variáveis de controle. *Lndeal* identifica o valor envolvido na

negociação. As empresas adquirentes podem preferir utilizar as suas ações quando envolvem valores elevados devido à existência de assimetria de informações (Hansen, 1987). *PubTarg* identifica as empresas alvo de capital aberto. Quando as F&A envolvem empresas de capital aberto tendem a utilizarem ações na concretização da F&A, pois ambas empresas possuem ações negociadas no mercado, o que facilita a mensuração do valor das empresas. A forma do Negócio, FN, se fusão ou aquisição pode afetar a forma de pagamento. Em fusões ocorre a criação de uma nova empresa e os acionistas de empresas adquirentes e alvos podem continuar a ser acionistas dessa nova empresa, favorecendo o pagamento em ações. O nível de endividamento, ENDIV, da empresa adquirente pode favorecer o pagamento com suas ações para evitar aumentar o endividamento por meio do pagamento em dinheiro utilizando financiamentos. Por outro lado, a capacidade de endividamento da empresa adquirente, FCOD, pode favorecer o pagamento em dinheiro, uma vez que haverá possibilidade de contrair novas dívidas para quitar as F&A. A relação entre valor de mercado e o patrimônio líquido, MTB, pode revelar uma supervalorização das suas ações, favorecendo pagamento em ações (Martin, 1996).

Considerando que a variável dependente das Equações 2.10 envolve uma *dummy*, que assume 1 se a empresa adquirente utiliza total ou parcialmente suas ações para adquirir a empresa alvo, adicionalmente, de forma similar, este trabalho utilizou também, como variável dependente na referida equação, o percentual de ações utilizadas pela empresa adquirente para concretizar negócio. Ou seja, a variável dependente assumirá uma escala de valores entre 0 e 1, configurando um modelo Tobit, onde 0 (zero) não utilizou nada de ações e 1 quando ocorreu o pagamento totalmente em ações da empresa adquirente.

Outra possibilidade que foi testada neste trabalho é a estimação do logit multinomial. Nesse tipo de estimação, a variável dependente assume no mínimo três categorias. Neste caso, foi utilizado o zero (0) para empresas que pagaram exclusivamente em dinheiro pelas F&A, um (1) para as empresas que utilizaram a forma mista (dinheiro e ações) e dois (2) para as empresas que utilizaram apenas as suas ações para concretizar as F&A.

2.5.4.2 Modelo Econométrico para testar as Hipóteses 3 e 4

Com o objetivo de testar as hipóteses 3 e 4 propostas neste artigo, foi utilizado modelo estatístico adaptado de Campa e Hajbaba (2016) e Fasipe e Sun (2020), conforme Equação 2.11.

Especificamente, Campa e Hajbaba (2016) utilizaram como variável dependente as *proxies* de GR de todas as empresas da amostra, controlando com uma *dummy* as empresas adquirentes em F&A. Fasipe e Sun (2020) utilizaram como variável dependente as *proxies* de GR do período anterior às F&A, diferenciando com uma *dummy* as empresas adquirentes que utilizaram suas ações, total ou parcialmente, em F&A.

Consoante ao apresentado por Campa e Hajbaba (2016) e Fasipe e Sun (2020), e tendo em vista o objetivo de verificar as reversões das práticas de GR nos períodos posteriores às F&A, a variável dependente da Equação 2.11, neste trabalho, é a *proxy* de GR no período posterior às F&A, isto é, no período t+1 (trimestre e ano).

$$GR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DStock_i + \beta_2 GR_{it-1} + \beta_3 GR_{it-1} \times DStock_i + \beta_4 MTB_i + \beta_5 ENDIV_i + \beta_6 PIB_i + \varepsilon_i \quad (2.11)$$

Em que: GR = *Proxy* para Gerenciamento de Resultados por *Accruals* (GRA) e *Proxy* para Gerenciamento de Resultados por Real (GRR) das empresas adquirentes no período anterior e posterior às F&A; *Dstock* = variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi paga com ações, total ou parcialmente, da empresa adquirente, 0 caso contrário; MTB = O valor de mercado das ações dividido pelo patrimônio líquido; ENDIV = endividamento mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; PIB = Variação percentual do PIB trimestral em relação ao mesmo trimestre do ano anterior; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; ε_i é termo de erro do modelo; i = cada empresa; t-1 = período anterior à F&A e t+1 = período posterior à F&A.

O coeficiente β_3 da Equação 2.11, testou as hipóteses H3 e H4. Para que essas hipóteses não sejam rejeitadas, esse coeficiente deve ser menor que zero e significativo estatisticamente. Isso indicaria que as empresas adquirentes que utilizam as suas ações como forma de pagamento total ou parcial em F&A, possuem reversão significativa das práticas de GR, seja por *accruals* ou real, no período posterior ao anúncio da F&A, do que as empresas adquirentes que utilizam apenas dinheiro como forma de pagamento em F&A.

Na Equação 2.11, seguindo trabalhos que estudaram as relações entre GR e F&A, dentre os quais Campa e Hajbaba (2016), Fasipe e Sun (2020), Mughal et al. (2021) e Antonio et al. (2023) foram utilizadas as variáveis de controle MTB e ENDIV, que representam as oportunidades de crescimento e o endividamento das empresas que são variáveis discutidas na literatura capazes de influenciar as práticas de GR. Além disso, esse trabalho insere como

variável de controle o PIB, que representa o desenvolvimento da economia, pois em momentos de crescimento econômico as empresas tendem a manter ou aumentar as suas operações, o que pode impactar nas práticas de GR. Seguindo Farooqi et al. (2017), outras variáveis de controle relacionadas à F&A em si também foram testadas, dentre as quais o valor do negócio e se a empresa alvo é de capital fechado ou de capital aberto. No entanto, essas variáveis não melhoraram a especificação dos modelos, nem foram significativas estatisticamente e, portanto, foram retiradas.

Do ponto de vista da análise estatística, a reversão completa das práticas de GR ocorre quando o sinal da variável que representa a *proxy* de GR, no período posterior às F&A, é o contrário do sinal da variável que representa a *proxy* de GR no período anterior às F&A. Portanto, se no período anterior às F&A, a *proxy* de GR for positiva, conforme se espera, no período posterior o sinal dessa variável deve ser negativo.

Conforme descrito nos Apêndices desta tese, os modelos estatísticos foram submetidos ao teste VIF para multicolinearidade, ao teste Reset para especificação dos modelos e ao teste de Breusch-Pagan para verificação dos problemas de heterocedasticidade. Quando os modelos foram estimados com os dados em painel, foram realizados o teste de Chow, o teste de Breusch e Pagan e o teste Hausman, para escolher a forma adequada de estimar as equações econométricas com os dados em painel, conforme detalhado no Apêndice 01.01. Quando foi utilizado o modelo estatístico de regressão logística, os testes de validação e a forma de interpretação dos coeficientes estão descritos no Apêndice 01.03. Além disso, em todos os modelos foi utilizado o teste T ou Z para verificar a significância dos coeficientes estimados.

2.6 Resultados e Discussões

Este tópico aborda os principais resultados encontrados neste artigo, discussões com estudos anteriores e implicações dos achados desta pesquisa. Considerando que a amostra utilizada neste artigo é relativamente pequena, o nível de significância (α) adotado para a interpretação dos coeficientes estatísticos foi de 5%.

2.6.1 Estatísticas Descritivas

Tendo em vista os critérios de definição da amostra que constam na Figura 2.1, a Tabela 2.1 apresenta as principais estatísticas descritivas das *proxies* de GR utilizadas para testar as hipóteses de pesquisa propostas neste artigo.

Tabela 2.1

Estatísticas Descritivas das Proxies de Gerenciamento de Resultados

Variáveis	Obs.	Trimestre Anterior às F&A (A)		Wilcoxon Test (A) = 0	Obs.	Trimestre Posterior às F&A (P)		Wilcoxon Test (P) = 0	T-Test (A) – (P)	Wilcoxon Test (A) – (P)
		Média	Mediana			Média	Mediana			
AFCO	90	0,0134	0,0135	6,15***	99	0,0135	0,0144	6,34***	0,26	-0,31
ADVGA	90	0,0322	0,0259	8,23***	96	0,0316	0,0249	8,50***	1,65*	2,35**
APROD	93	0,1322	0,1086	8,23***	96	0,1269	0,0971	8,50***	0,73	-0,10
GRR	90	0,0861	0,0670	7,76***	96	0,0819	0,0670	7,82***	0,66	-0,09
GRA	90	-0,0040	-0,0032	-1,63	97	-0,0098	-0,0087	-4,27***	2,22**	3,01***
GRR-A	76	0,3583	0,2974	7,29***	96	0,3206	0,2588	9,26***	2,40**	2,31**
GRA-A	77	-0,0234	-0,0148	-2,29**	77	-0,0314	-0,0346	-4,58***	1,47*	2,38**

Notas: AFCO = Níveis Anormais de Fluxo de Caixa Operacional conforme Equação 2.6; ADVGA = Níveis Anormais de Despesas com Vendas Gerais e Administrativas conforme Equação 2.7; APROD = Níveis Anormais de Produção conforme Equação 2.8; GRR = *Proxy* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais, conforme Equação 2.9; GRA = *Accruals* Discrecionários calculados conforme Equação 2.5; GRR-A = *Proxy* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais somados entre t-4 até t-1 (período anterior à F&A) e t+1 até t+4 (período posterior à F&A); GRA-A = *Accruals* Discrecionários somados entre t-4 até t-1 (período anterior à F&A) e t+1 até t+4 (período posterior à F&A).

*** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Analisando a Tabela 2.1, especificamente os níveis anormais de FCO denominados de AFCO, a média e a mediana dessa variável, no trimestre anterior às F&A, foi positiva e significativa estatisticamente em 0,0134 e 0,0135, respectivamente. De forma similar a *proxy* de gerenciamento ADVGA, que representa os níveis anormais das despesas com vendas, gerais e administrativas, apresentou média e mediana positivas de 0,0322 e 0,0259, significativamente diferentes de zero, no trimestre anterior às F&A. Diante disso, pode-se inferir que, em média, as empresas adquirentes em F&A no período de 2010 a 2023, listadas na B3, não gerenciaram os seus resultados contábeis utilizando a prática de descontos nos preços de venda ou condições de crédito mais facilitadas, nem as despesas com vendas, gerais e administrativas no sentido de aumentar o resultado contábil, como se prevê em períodos de F&A. No contexto de F&A, esperava-se AFCO e ADVGA negativas no trimestre anterior às F&A.

Em relação à *proxy* de gerenciamento APROD, que representa os níveis anormais de produção, observa-se que a média e a mediana dessa variável, no trimestre anterior às F&A, foi positiva e significativa estatisticamente em 0,1322 e 0,1086, respectivamente. Isso é condizente com a

ideia de que os gestores estariam interessados em aumentar o resultado contábil, utilizando os custos de produção, no período anterior às F&A.

A medida agregada de gerenciamento de resultados por meio de decisões reais GRR apresentou, no trimestre anterior às F&A, média e mediana positivas e estatisticamente significativas em 0,0861 e 0,0670, respectivamente. Essa medida foi influenciada pelos níveis anormais de produção APROD que foram positivos e maiores que AFCO e ADVGA. De igual modo, os resultados positivos dessa variável sugerem que as empresas adquirentes em F&A no período de 2010 a 2023, listadas na B3, utilizaram o GRR para aumentar o resultado contábil, o que é consistente com a ideia de GR em contextos de F&A.

Tendo em vista que as *proxies* de GRR, em termos médios, se apresentaram diferentes de zero, pode-se dizer que as empresas adquirentes, no período anterior às F&A, utilizaram práticas de GR com decisões reais, relacionados ao FCO, PROD e DVGA, condizente com estudos internacionais como Fasipe & Sun (2020) e Chang & Pan (2020). Essa análise permanece mesmo quando se considera a análise com os dados anuais, que é a somatória dos quatro trimestres anteriores às F&A.

Em relação ao gerenciamento de resultado por meio dos *accruals*, GRA, a média e a mediana dessa variável, no trimestre anterior às F&A, foram negativas em 0,0040 e 0,0032, respectivamente. Considerando a somatória dos quatro trimestres anteriores às F&A, a variável GRA permanece com os valores negativos em 0,0234 e 0,0148, respectivamente. Assim, pode-se dizer que, em termos médios, as empresas adquirentes não utilizaram as práticas de GR por meio dos *accruals* no trimestre ou no ano anterior às F&A no sentido de aumentar os resultados contábeis.

Esses resultados são contrários ao esperado, em contextos de F&A e não são aderentes àqueles apresentados por Erickson e Wang (1999) e Louis (2004). Ressalta-se, porém as diferenças metodológicas deste trabalho em relação a estes em que os resultados estão sendo comparados. Contudo, considerando que as práticas de GRA são mais fáceis de serem detectadas em relação às práticas de GRR (Graham et al., 2005, Cohen e Zarowin, 2010 e Zang, 2012), pode ser que as empresas brasileiras, que estão em processo de F&A, estejam optando pelas práticas de GRR.

Avaliando as *proxies* de GR, no trimestre e ano anterior às F&A em relação ao trimestre e ano posterior às F&A, observa-se que os sinais das variáveis permanecem os mesmos. Isso sugere a manutenção das práticas de GR tanto antes quanto depois das F&A. Ressalta-se, contudo, uma queda na intensidade do GRR quando se considera os dados anuais, que apesar de positivos nos dois períodos, no período posterior às F&A o valor é menor. Isso pode sugerir uma reversão dessas práticas, mesmo que de forma parcial.

As análises apresentadas até aqui, foram exploratórias, no sentido de apresentar o comportamento das variáveis de GRR e GRA, nos momentos anteriores e posteriores às F&A. Nos próximos tópicos serão apresentados os resultados das equações econométricas que foram utilizadas para testar as hipóteses de pesquisa.

2.6.2 Análise das Hipóteses 1 e 2 – Probabilidade de Pagamento em Ações nas F&A

A Tabela 2.2 traz os coeficientes estimados por meio do modelo *Logit* com objetivo de responder as hipóteses 1 e 2 formuladas neste artigo. Especificamente, essas hipóteses postulam que o gerenciamento de resultados contábeis, realizado no período anterior às F&A, exercem influência positiva na probabilidade de essas empresas utilizarem suas ações como meio de pagamento total ou parcial nas F&A. A estimação da Equação 2.10 levou em consideração as informações das F&A de maior valor, conforme foi descrito na metodologia.

Tabela 2.2

Coeficientes da Equação 2.10 – Teste das Hipóteses 1 e 2

Variáveis	Sinal Esperado	Y = 0 (dinheiro) ou 1 (ações)	Y = 0 (dinheiro) ou 1 (ações)	Y = 0 (dinheiro) ou 1 (ações)	Y = 0 (dinheiro) ou 1 (ações)
GRA	+	-96,476***			
GRA-A	+		-23,201**		
GRR	+			0,600	
GRR-A	+				0,054
LNDEAL	+	0,716***	0,794***	0,618***	0,740***
PUBTARG	+	1,642	0,944	-0,177	-0,393
FN	+	2,320**	3,333**	1,786**	2,986**
ENDIV	-	-2,417	-1,924	1,028	1,290
MTB	+	0,428***	0,582***	0,362***	0,500***
FCOD	-	-0,075	-1,107	-0,044	-1,750
Intercepto	+/-	-7,251***	-8,901***	-6,671***	-8,659***
LR Teste		39,18***	39,70***	29,36***	33,82***
Sensitividade		78,95%	82,35%	68,42%	76,47%
Especificidade		81,54%	85,45%	76,92%	80,00%
Classificação		80,95%	84,72%	75,00%	79,17%
Curva ROC		0,902	0,933	0,851	0,897
Pseudo R ²		0,436	0,504	0,326	0,429
Observações		84	72	84	72

Equação 2.10: $Y = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \beta_0 + \beta_1 GR_{it-1} + \beta_2 \ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 MTB_i + \beta_6 FCOD_i + \varepsilon_i$

Notas: Variável Dependente Dicotômica = 0 (dinheiro) ou 1 (ações, total ou parcialmente); GRA = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 2.5 do período t-1; GRA-A = *Accruals* Discricionários somados do período t-4 até t-1; GRR = Gerenciamento por meio de Decisões Reais, conforme Equação 2.9 do período t-1; GRR-A = Gerenciamento por meio de Decisões Reais somados do período t-4 até t-1; LNDEAL = Logaritmo Natural do valor do negócio; PUBTARG = variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; FN = Variável *dummy* que assume 1 para fusões e 0 para aquisições; MTB = *Market to Book*; ENDIV = endividamento mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; FCOD = Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo passivo oneroso. *** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

As informações apresentadas na Tabela 2.2 foram estimadas pelo modelo Logit, com informações trimestrais, considerando as F&A de maior valor realizadas no período do estudo. Pode-se notar que todas as regressões são válidas, pois o LR teste, similar ao teste F, foi significativo. A curva ROC apresentou valores próximos de 0,90 o que pode denotar uma especificação razoável dos modelos.

Em relação aos coeficientes estimados, percebe-se que o valor envolvido nas F&A, *Lndeal*, impacta positivamente na probabilidade de as empresas adquirentes utilizarem suas ações em F&A. O coeficiente associado a essa variável foi positivo e significativo estatisticamente nos quatro modelos. Ou seja, quanto maior for o valor do negócio, maior a probabilidade da F&A ser concretizada com o uso das ações das empresas adquirentes como forma de pagamento total ou parcial. Esses resultados podem indicar que quanto maior o valor do negócio maior o risco envolvido. Uma das formas de mitigar esse risco é a empresa adquirente utilizar as suas ações, de forma integral ou parcial para concretizar a F&A.

Da mesma forma, o MTB aumenta a probabilidade de as empresas adquirentes utilizarem suas ações na concretização do negócio. O coeficiente associado a essa variável foi positivo e significativo estatisticamente em três das quatro regressões. Assim, pode-se entender que quanto maior for a relação entre o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido das empresas adquirentes, maior a probabilidade da F&A ser concretizada com as suas ações. Isso é condizente com a ideia de que quando o valor de mercado é superior ao valor contábil da empresa adquirente, ou seja, as ações estão valorizadas, aumenta a probabilidade de a empresa adquirente buscar utilizar as suas ações para concretizar negócios de F&A.

Por outro lado, as variáveis ENDIV que representa o nível de endividamento e o FCOD que representa a capacidade de endividamento, não foram significativas estatisticamente para explicar a probabilidade do pagamento em ações da empresa adquirente. Isso pode sugerir os gestores

das empresas adquirentes brasileiras não utilizam a estratégia do endividamento para decidirem sobre a forma de pagamento nas F&A.

Em relação à variável *PubTarg* esperava-se que o seu coeficiente fosse positivo e significativo estatisticamente. No entanto, essa variável não foi significativa, o que revela que as empresas serem de capital aberto não influencia na decisão de utilizar as ações da empresa adquirente. Isso seria esperado tendo em vista a precificação de mercado de ambas as empresas envolvidas na transação. No entanto, pode ser que os valores das empresas alvo estejam sendo obtidos ou estimados por outras formas, especialmente pelo fato de a maioria das empresas alvo, neste trabalho, ser de capital fechado.

Contudo, quando a forma do negócio envolve uma fusão, este fato favorece o pagamento com as ações da empresa adquirente. Isso é esperado, neste contexto, uma vez que em fusões os acionistas das empresas adquirentes e alvo, normalmente continuarão a ser acionistas na empresa nova que surgirá.

Em relação às variáveis de interesse, os coeficientes associados às *proxies* GRA e GRA-A, que representam as práticas de gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* no trimestre anterior e nos 4 trimestres anteriores, respectivamente, foram significativos. No entanto, o sinal dos coeficientes associados a essas variáveis é negativo, contrário ao esperado. Ou seja, esses resultados sugerem que as práticas de GRA no período anterior às F&A, aumenta a probabilidade de o gestor escolher pagar as F&A utilizando dinheiro.

Malikov e Zalata (2024) ressaltam que a maioria dos trabalhos pressupõe não haver interesse das empresas adquirentes que utilizam dinheiro para concretizar as F&A se engajarem em práticas de gerenciamento de resultados. No entanto, essas empresas podem ter incentivos para gerenciar seus lucros com a esperança de aumentar suas chances de obter ou manter os financiamentos tendo melhores condições de mercado. O financiamento representa uma fonte significativa para as adquirentes que realizam o pagamento em dinheiro (Bharadwaj & Shivdasani 2003; Fischer 2017).

No que diz respeito às *proxies* GRR e GRR-A, que representam as práticas de gerenciamento de resultados por meio de decisões reais, elas não foram significativas. Assim, pode-se inferir

que as práticas de GRR, não influenciam na probabilidade de as empresas adquirentes, listadas na B3, no período de 2010 a 2023, utilizarem suas ações para concretizar F&A.

Esses resultados não são condizentes com aqueles encontrados por Huang et al. (2019) os quais apresentaram relação positiva entre as práticas de GR e a probabilidade de o pagamento ocorrer por meio de ações da empresa adquirente. Contudo, em relação às práticas de GRR, é possível que as empresas estejam utilizando tais práticas, conforme destacado na Tabela 2.1, por outros motivos, como sustentar um desempenho recente, por exemplo, e não com o objetivo de decidir sobre a forma de pagamento em F&A.

Diante desses resultados, as hipóteses 1 e 2 que preconizavam que *as práticas de GRA e/ou GRR realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior ao anúncio da F&A, exercem influência positiva na probabilidade de essas empresas utilizarem suas ações como meio de pagamento em F&A* deve ser rejeitada.

A rejeição das hipóteses 1 e 2 permanece mesmo quando se utiliza um modelo logit multinomial, no qual a variável dependente da Equação 2.10 assumiu uma categoria entre 0 (pagamento apenas em dinheiro), 1 (pagamento híbrido) e 2 (pagamento apenas em ações), conforme apêndice 2.A.

De igual forma, quando se utiliza o modelo Tobit, quando a variável dependente na Equação 2.10 assume o valor do percentual de ações utilizadas pela empresa adquirente ao concretizar a F&A, a rejeição das hipóteses 1 e 2 permanece. Ou seja, as práticas de GRA e/ou GRR realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior ao anúncio da F&A, não exercem influência positiva na magnitude do percentual de ações a serem utilizadas pelas empresas adquirentes, conforme apêndice 2.B.

2.6.3 Análise das Hipóteses 3 e 4 – Reversão do GR em F&A

Os resultados apresentados na Tabela 2.1, sugerem que as práticas de GR quer sejam por *accruals* ou por decisões reais, são similares entre os períodos anteriores e posteriores às F&A. Contudo, com objetivo de avaliar as hipóteses 3 e 4 deste artigo, que visam verificar se as empresas que utilizaram ações, total ou parcialmente, possuem maior reversão das práticas de GR no período posterior às F&A, a Tabela 2.3 apresenta os coeficientes estimados da Equação

2.11, que visa testar essas duas hipóteses. A estimação dessas equações levou em consideração as informações das F&A de maior valor.

Tabela 2.3

Coefficientes da Equações 2.11 – Teste das Hipóteses 3 e 4 - Dummy

Variáveis	Sinal Esperado	GRAP	GRAP-P	GRRP	GRRP-P
<i>Dstock</i>	-	-0,005	-0,016	-0,012	0,022
GRA	-	0,257**			
GRA x <i>Dstock</i>	-	0,874***			
GRA-A	-		0,517***		
GRA-A x <i>Dstock</i>	-		0,375**		
GRR	-			0,841***	
GRR x <i>Dstock</i>	-			-0,010	
GRR-A	-				0,950***
GRR-A x <i>Dstock</i>	-				-0,231**
MTB	+/-	0,000	0,000	-0,000	-0,001
ENDIV	+/-	-0,016	-0,010	0,039	-0,000
PIB	+/-	-0,000	-0,000	-0,001	-0,000
<i>Intercepto</i>	+/-	0,000	-0,011	0,003	0,009
Teste VIF		1,25	1,28	1,55	1,57
Teste RESET		1,11	1,02	3,97**	2,75*
Teste Breusch Pagan		0,05	2,23	97,74***	16,48***
R ² ajustado		0,44	0,62	0,74	0,93
Observações		86	74	86	73

Equação 2.11: $GR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DStock_i + \beta_2 GR_{it-1} + \beta_3 GR_{it-1} \times DStock_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 MTB_i + \beta_6 PIB_i + \varepsilon_i$

Notas: GRA = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 2.5 do período t-1; GRA-A = *Accruals* Discricionários somados do período t-4 até t-1; GRR = Gerenciamento por meio de Decisões Reais, conforme Equação 2.9 do período t-1; GRR-A = Gerenciamento por meio de Decisões Reais somados do período t-4 até t-1; GRAP = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 2.5 do período t+1; GRAP-P = *Accruals* Discricionários somados do período t+1 até t+4; GRRP Gerenciamento por meio de Decisões Reais do período t+1; GRRP-P = *Proxy* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais somados do período t+1 até t+4; *Dstock* = variável dummy que assume 1 se a F&A foi paga com ações, total ou parcialmente, da empresa adquirente, 0 caso contrário; MTB = Market to Book; ENDIV = endividamento mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; PIB = Variação percentual do PIB trimestral em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. *** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Visando responder as hipóteses 3 e 4 deste artigo, a Tabela 2.3 apresenta os coeficientes associados à Equação 2.11 e os testes de validação do modelo. O Teste VIF e o Teste Reset indicam que não há problemas relevantes de multicolinearidade nem de especificação nos modelos. O Teste de Breush Pagan denota a presença de heterocedasticidade em alguns modelos, os quais foram corrigidos estimando a equação considerando os erros padrões robustos.

Conforme ressaltado no tópico metodológico, a Equação 2.11 visa verificar se as práticas de GR ocorridas no período anterior às F&A se reverterem no período posterior. Neste sentido, foram testadas as variáveis do trimestre anterior às F&A (GRA) como variável independente e a variável do trimestre posterior às F&A (GRAP) como dependente. Além disso, foram testadas

também a variável do ano anterior às F&A (GRA-A) como variável independente, considerando a soma das *proxies* de GR dos quatro trimestres anteriores à F&A e a variável dependente (GRAP-P) que é a soma das *proxies* de GR dos quatro trimestres posteriores à F&A. O mesmo ocorreu com as *proxies* de GRR.

Analisando os coeficientes estimados, observa-se que a variável *Dstock* que representa as empresas que utilizaram suas ações, total ou parcialmente, na concretização das F&A, não foi estatisticamente significativa. Isso ocorre considerando informações trimestrais e anuais e as práticas de GRA e GRR. Ou seja, o fato das empresas adquirentes utilizarem suas ações em F&A não representa menor GR no período posterior às F&A.

A variável GRA do trimestre anterior apresentou influência positiva e significativa no GRA do trimestre posterior às F&A, considerando os trimestres individualmente ou a soma dos quatro trimestres antes e os quatro depois da F&A. Os coeficientes foram 0,257 e 0,517, respectivamente. No entanto, em contextos de F&A esperava-se a reversão dessas práticas, revelando que as práticas de GRA do período anterior impactassem negativamente o GRA do período posterior à F&A. Contudo, isso não ocorreu. Isso revela que, de maneira geral, as práticas de GRA não se reverteram no período seguinte à F&A, considerando as empresas e o período utilizados neste estudo.

Além disso, quando se analisa a interação entre as variáveis (GRA $\times$ *Dstock*) e o impacto nas práticas de GRA no período seguinte às F&A, quer seja trimestral ou anual, os coeficientes são positivos e significativos estatisticamente. Ou seja, o fato da empresa adquirente pagar com ações, total ou parcialmente, influencia positivamente o GRA do período posterior às F&A. Portanto, as empresas adquirentes em F&A no período de 2010 a 2023, listadas na B3, quando utilizam as suas ações como forma de pagamento total ou parcial em F&A, não possuem reversão significativa dos *accruals* no período posterior às F&A em relação às empresas adquirentes que utilizaram apenas dinheiro. Rejeita-se, portanto a hipótese 3 deste artigo, pois esperava-se que os coeficientes relacionados às variáveis de interação (GRA $\times$ *Dstock*) fossem negativos e significativos estatisticamente.

Esses resultados estão condizentes com os trabalhos internacionais que pesquisaram as práticas de GRA em períodos de F&A, especialmente em Erickson e Wang (1999) e Louis (2004), os

quais evidenciaram práticas de GRA em períodos anteriores às F&A, mas não encontraram reversão dos *accruals* no período posterior às F&A.

Em relação à análise das práticas de GRR, os coeficientes estimados pela Equação 2.11 revelam que as práticas de GRR quer seja considerando o trimestre ou o ano anterior às F&A impactam de forma positiva e significativa as práticas de GRR no período posterior às F&A. Isso sugere que, de modo geral, as práticas de GRR não se reverterem no período posterior às F&A. Ou seja, diante do contexto de F&A e considerando o caráter oportunista do GRR, esperava-se que as práticas de GRR do período anterior impactasse negativamente as práticas de GRR do período posterior às F&A.

Esses resultados podem estar relacionados aos interesses dos gestores em manterem as práticas de GR, quer seja por *accruals* ou por decisões reais, conforme preconiza a Teoria de Agência, independente do evento F&A, com o objetivo de sustentar o desempenho recente, por exemplo, e assim manter os seus benefícios como salários e bonificação.

Contudo, analisando os dados anuais, quando há uma interação entre as variáveis (GRR-A $\times$ *Dstock*) o coeficiente é negativo e significativo estatisticamente. Esse resultado sugere que as empresas adquirentes em F&A no período de 2010 a 2023, listadas na B3, quando utilizam as suas ações como forma de pagamento total ou parcial em F&A, possuem reversão significativa das práticas de GRR no período posterior ao anúncio da F&A, em relação às empresas adquirentes que utilizam apenas dinheiro como forma de pagamento em F&A. Dessa forma, não se rejeita a H4 formulada neste artigo.

Ressalta-se que as práticas de GRR impactam o caixa das empresas e a sua adoção de forma sucessiva pode acarretar em custos superiores aos benefícios, tanto para as empresas quanto para os gestores. Portanto, a reversão, nesse caso, é algo que pode ser esperada. No entanto, essa reversão ocorre apenas um ano após as F&A, revelando um aspecto temporal importante nas decisões dos gestores em relação a essas práticas.

Importante ressaltar que os resultados permanecem inalterados quando a variável *dstock*, que representa as empresas que utilizaram as suas ações, total ou parcialmente, é substituída pela variável que representa o percentual de ações utilizado pelas empresas adquirentes para concretizar a F&A, conforme apêndice 2.C.

2.7 Considerações Finais

O objetivo geral deste artigo foi verificar as relações entre as estratégias de GR e a forma de pagamento das F&A das empresas adquirentes de capital aberto envolvidas em F&A no Brasil, listadas na B3, no período de 2010 a 2023. Para atingir esse objetivo, foram utilizadas 273 F&A ocorridas neste período, completadas por 103 empresas adquirentes.

Considerando a análise univariada, os resultados apontaram que as empresas adquirentes em F&A, no período analisado, utilizaram as práticas de GRR, especialmente os custos de produção, para atingir o objetivo de influenciar o mercado e pagar menos pelas empresas adquiridas ou que foram objeto de fusão, mas não utilizaram as práticas de GRA. Isso pode sugerir que as práticas de GRR estejam sendo preferidas em relação às práticas de GRA.

Os resultados obtidos por meio das equações econométricas, que visavam testar diretamente as hipóteses apresentadas neste artigo, permitem inferir que as práticas de GRR realizadas no período anterior às F&A não afetam a probabilidade de as empresas adquirentes utilizarem suas ações na concretização do negócio. Por outro lado, as práticas de GRA influenciam positivamente a probabilidade das empresas adquirentes utilizarem dinheiro para quitar as F&A. Uma possível explicação para esse resultado é que a empresa alvo pode ter exigido uma mudança na forma de pagamento oferecida pela empresa adquirente por ter detectado práticas de GRA que podem ter influenciado no preço de suas ações.

Diante disso, esses resultados oferecem uma contribuição ao mercado de capitais e aos envolvidos no processo de F&A ao sinalizar que as práticas de GRA estão relacionadas à escolha da forma de pagamento em F&A, especialmente o pagamento em dinheiro. Isso pode ter acontecido para sustentar melhores condições de financiamento, normalmente utilizado por empresas que quitam as operações de F&A em dinheiro.

Os resultados evidenciam ainda que as empresas que utilizam as suas ações como pagamento pela F&A, não possuem reversão significativa dos *accruals* no período posterior às F&A em relação às empresas que utilizaram apenas dinheiro, quer seja a análise trimestral ou anual, sugerindo que independente do tipo de pagamento, se dinheiro ou com ações, essas práticas permanecem similares. Por outro lado, essas empresas possuem reversão significativa das práticas de GRR no período posterior às F&A em relação às empresas que utilizaram apenas

dinheiro. Porém, isso ocorre apenas no ano seguinte às F&A e não no trimestre posterior às F&A, possivelmente pelas dificuldades do gestor em reverter essas práticas rapidamente.

Esse fato pode ter reflexos na sinergia esperada com as F&A, pois a reversão das práticas de GRR pode afetar a lucratividade da empresa, e a percepção dos praticantes do mercado de capitais em relação às empresas adquirentes, reduzindo a cotação das suas ações, por exemplo. Se isso acontece, aqueles investidores que optaram por manter as suas ações, mesmo sabendo que ocorreria um evento de F&A, podem ter os seus ganhos reduzidos, impactando os seus investimentos.

Cabe reconhecer as limitações desta pesquisa em relação à disponibilidade de dados, especialmente quando se compara com estudos desenvolvidos em outros países. No Brasil, diferentemente de outros países, como os Estados Unidos, China, Inglaterra, dentre outros, existe um número menor de empresas de capital aberto. Isso dificulta a obtenção de uma amostra mais robusta em relação à que foi estudada neste artigo. No entanto, mesmo com essas limitações considera-se relevantes os resultados apresentados nesta pesquisa, especialmente a relação entre as práticas de GRA e a forma de pagamento em F&A e a reversão das práticas de GRR em empresas que utilizaram as suas ações para adquirir uma empresa alvo.

Portanto, as contribuições deste artigo para o mercado de capitais é que as práticas de GRA influenciam os gestores na escolha de utilizar dinheiro para pagamento das F&A, possivelmente para obter melhores condições de financiamento. O aumento do endividamento das empresas adquirentes para realizar F&A pode aumentar o risco da empresa com consequente aumento de risco para os seus acionistas, devendo as sinergias geradas pelas F&A serem superiores ao custo desses financiamentos. Esse artigo contribui ainda com uma inovação metodológica ao utilizar as *proxies* de GR e das variáveis de controle do período das F&A, períodos anteriores e posteriores às F&A. Isso pode fazer com que as análises estejam mais próximas do evento de F&A do que quando se utiliza *dummies* para identificar a F&A em uma amostra que engloba empresas adquirentes e não adquirentes.

Mesmo diante dessas contribuições, sugere-se para pesquisas futuras, ampliar a amostra utilizada neste artigo, com foco nas empresas adquirentes que utilizam suas ações como forma de pagamento nas F&A. Ampliando a amostra, pode ser possível analisar as *proxies* de GR em um horizonte de tempo mais longo, para verificar o processo de reversão dessas práticas em

F&A. Essa ampliação da amostra pode ocorrer considerando apenas o contexto nacional ou mesmo outros contextos que possam conferir um aspecto de comparabilidade com o Brasil, como por exemplo, os países do BRICS que é composto por economias emergentes, como Índia, China e Rússia.

Além disso, pode ser interessante estudar setores específicos como o setor financeiro. Normalmente, por questões operacionais e teóricas, os dados desse setor são excluídos das pesquisas por possuir normas e regras contábeis específicas. No entanto, é um setor importante para a economia de qualquer país e estudar esse fenômeno em contextos específicos pode contribuir com o aprimoramento das regras e normas para a ocorrência das F&A.

Referências

- Aggarwal, P., & Garg, S. (2022). Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India. *Global Business Review*, 23(1), 218–236. <https://doi.org/10.1177/0972150919852009>
- Abernathy, J. L.; Beyer, B. & Rapley, E. T. (2014). Earnings management constraints and classification shifting. *Journal of Business, Finance, and Accounting*, 41(5–6), 600–626. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12076>
- Allen, E., Larson, C. & Sloan, R. (2013). Accrual reversals, earnings and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 56 (1), 113–129. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.002>
- Antonio, M. O. M.; Monte-Mor, D. S.; Brugni, T. V.; Avelino, B. C. & Nossa, V. (2023). Gerenciamento de resultados por accruals e por decisões operacionais em fusões e aquisições no Brasil. *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*, 42(2), 19-33. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v42i2.59768>
- Balakrishnan, S. & Koza, Mitchell P. (1993). Information asymmetry, adverse selection and joint ventures: Theory and evidence. *Journal of Economic Behavior & Organization*. 20(1), 99-117. [https://doi.org/10.1016/0167-2681\(93\)90083-2](https://doi.org/10.1016/0167-2681(93)90083-2).
- Bodt, E.; Cousin, J.-G. & Roll, R. (2018). Full-stock-payment marginalization in merger and acquisition transactions. *Management Science*, 64(2), 760–783. <https://doi.org/mnsc.2016.2635>
- Bharadwaj, A. & Shivdasani, A. (2003). Valuation effects of bank financing in acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 67 (1), 113–148. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00233-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00233-7)
- Black, E. L.; Christensen, T. E.; Taylor Joo, T. & Schmardebeck, R. (2017). The Relation between Earnings Management and Non-GAAP Reporting. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 750–782. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12284>
- Boina, T. M. & Macedo, M. A. S. (2018). Capacidade Preditiva de accruals antes e após as IFRS no mercado acionário brasileiro. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 29(78), 375-389. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806300>
- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, 633–670. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02091.x>
- Chang, C. C. & Pan, H. (2020). How do stock-for-stock acquirers manage earnings? The accruals feature of real earnings management. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100202>
- Cohen, D. A. & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Cumming, D.; Jindal, V.; Kumar, S. & Pandey, N. (2023). Mergers and acquisitions research in finance and accounting: Past, present, and future. *European Financial Management*, 29(5), 1464-1504. <https://doi.org/10.1111/eufm.12417>
- Dalmácio, F. Z.; Lopes, A. B.; Rezende, A. J. & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro.

- RAM – Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Dechow, P.; Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding Earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequence. *Journal of Accounting and Economics* 50, 344–401. <http://doi:10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M.; Hutton, A. P.; Kim, J. H. & Sloan, R. G. (2012) Detecting earnings management: a new approach. *Journal of Accounting Research*. 50, 275–334. <https://doi:10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>
- Dokas, I.; Leontidis, C. & Zervoudi, E. K. (2025) Accrual-Based Earnings Management in Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Role of Institutional Differences and Geographic Distance. *Journal of Risk Financial Management*. 18(2), 1–26. <https://doi.org/10.3390/jrfm18020050>
- Erickson, M. & Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 149-176. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00008-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00008-7)
- Eulerich, M.; Kopp, R. & Fligge, B. (2022). Mergers and acquisitions research — a bibliometric analysis. *European Management Journal*, 40, 832-846. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2022.09.006>
- Fasipe, O. & Sun, H. L. (2020). Real activities manipulation in stock-for-stock mergers. *Journal of Economics and Finance*, 44(3), 570-586. <https://doi.org/10.1007/s12197-019-09500-9>
- Farooqi, J., Ngo, T. & Jory, S. (2017). Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. *Review of Accounting and Finance*, 16(3), 322–347. <https://doi.org/10.1108/RAF-12-2014-0132>
- Fischer, M. (2017). The source of financing in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, 227–239. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.01.003>
- Graham, J. R., Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Gunny, A. 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. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *The Journal of Business*, 60(1), 75-95. <https://www.jstor.org/stable/2352948>
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.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. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*. 32(1), 44-70. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.001>

- Hribar, D. W., & Collins, P. (2002). Errors in estimating accruals: implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Huang, W., Goodell, J. W. & Zhang, H. (2019). Pre-merger management in developing markets: The role of earnings glamor. *International Review of Financial Analysis*, 65, 1-25. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101375>
- Kassamany, T.; Ibrahim, S. & Archbold, S. (2017). Accrual and real-based earnings management by UK acquirers: Evidence from pre-and post-higgs periods. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 13(4), 492–519. <https://doi.org/10.1108/JAOC-09-2015-0073>
- Kothari, S. P.; Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Long, P. H. (2015). Merger and acquisitions in the Czech banking sector-impact of bank mergers on the efficiency of banks. *Journal of Advanced Management Science*, 3(2), 86-92. <https://doi.org/10.12720/joams.3.2.86-92>
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 74, 121-148. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.004>
- Luypaert, M. & Caneghem, T. V. (2017). Exploring the double-sided effect of information asymmetry and uncertainty in mergers and acquisitions. *Financial Management*, 46(4), 873-917. <https://doi.org/10.1111/fima.12170>
- Malikov, K. T. & Zalata, A. M. (2024). Earnings management by acquiring firms in cash mergers, *Accounting and Business Research*, 1-30. <https://doi.org/10.1080/00014788.2023.2288567>
- Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership. *Journal of Finance*, 51(4), 1227-1246. <https://doi.org/10.2307/2329393>
- Mendes, L. P., Pimenta, M. M. & Souza, G. A. (2018). Fusões e aquisições versus gerenciamento de resultados: Análise da qualidade da informação contábil das companhias listadas na B3. *Pensar Contábil*, 11-19
- Meng, B., & Vijh, A.M. (2021). Stock merger activity and industry performance. *Journal of Banking & Finance*, 129. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106160>
- Miranda Filho, S. S.; Carvalho, J. F.; Rech, I. J. & Carmo, C. H. S. (2024). Associação entre gerenciamento de resultados e F&A realizadas por empresas adquirentes da B3. *Revista Contabilidade Vista & Revista*. 35(4), 115-14. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106160>
- Miller, M. H. & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40, 1031-1051. <https://doi.org/10.2307/2328393>
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47-56. <http://dx.doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Myers, S. & N. Majluf. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance*, 13, 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

- Paulo E. (2007). Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. 269 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Curso de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, SP.
- Purayil, P. & Lukose, P. J. (2021). Does cross-border acquisition reduce earnings management of emerging market acquirers? Evidence from India. *International Review of Finance*, 22, 143-168. <https://doi.org/10.1111/irfi.12346>
- Reis, E. M.; Lamounier, W. M.; Bressan, V. G. F. (2015). Evitar divulgar perdas: Um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 247-260. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501070>
- Reis, E. M.; Ferreira, H. L.; Silva Nunes, K. J. F. & Cunha, J. V. A. (2023). Accruals pela Abordagem da Demonstração de Fluxo de Caixa e do Balanço Patrimonial: uma análise comparativa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade – REPEC*, 17(1), 45-60. <https://doi.org/10.17524/repec.v17i1.3170>
- Renneboog, L. & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance* 58, 650-699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Richardson, V. J. (2000). Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 325–347. <https://doi.org/10.1023/A:1012098407706>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Silva Brito, G. A.; Corrar, L. J. & Batistella, F. D. (2006). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 18(43), 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sudarsanam S. & Mahate, A. A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (1-2), 299-342. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00494>
- Vasilescu, C. & Millo, Y. (2016). Do industrial and geographic diversifications have different effects on earnings management? Evidence from UK mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 46, 33–45. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.04.009>
- Yung, K., Sun, Q. & Rahman, H. (2013). Acquirer's earnings quality and the choice of payment method in mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 39(10), 979-1000. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2012-0132>
- 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. <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.785823>
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. *The Accounting Review*, 87(42), 675-703. <https://www.jstor.org/stable/23245619>

Zhang, Z. (2015). Under-Performance of listed companies, real earnings management and M&A: Chinese empirical evidence. *Journal of Industrial Engineering and Management*, 8(2), 322-334.
<http://dx.doi.org/10.3926/jiem.1330>

Apêndice 2.A

Tabela 2.4

Coefficientes da Equação 2.10 – Teste das Hipóteses 1 e 2

Variáveis	Sinal Esperado	Dicotômica = 0 ou 1	Dicotômica = 0 ou 1	Dicotômica = 0 ou 1	Dicotômica = 0 ou 1
1 – Pagamento em Dinheiro e Ações					
GRA	+	-102,253***			
GRA-A	+		-31,651**		
GRR	+			1,359	
GRR-A	+				0,849
LNDEAL	+	0,794***	0,921***	0,698***	0,902***
PUBTARG	+	1,647	0,997	-0,299	-0,747
FN	+	1,803*	4,500	1,334	3,766*
ENDIV	-	-3,783	-3,625	-0,093	0,501
MTB	+	0,405**	0,552**	0,354**	0,583***
FCOD	-	-0,076	-1,950	-0,026	-1,752
Intercepto	+/-	-7,742***	-11,138**	-7,062***	-11,294***
2 – Pagamento em Ações					
GRA	+	-93,130***			
GRA-A	+		-17,368		
GRR	+			-0,540	
GRR-A	+				-0,403
LNDEAL	+	0,629**	0,713**	0,518**	0,607**
PUBTARG	+	1,596	0,865	-0,105	-0,098
FN	+	3,098**	2,904**	2,419**	2,614**
ENDIV	-	-0,919	-0,458	2,341	1,903
MTB	+	0,470***	0,562***	0,380***	0,448***
FCOD	-	-0,001	-0,648	-0,053	-1,592
Intercepto	+/-	-8,804***	-9,035***	-7,871***	-8,211***
LR Teste		41,25***	43,27***	31,24**	35,93**
Pseudo R ²		0,355	0,423	0,269	0,351
Observações		84	72	84	72

$$\text{Equação 2.10: } Y = \ln\left(\frac{P_{tm}}{1-P_{tm}}\right) = \beta_0 + \beta_1 GR_{it-1} + \beta_2 \ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 MTB_i + \beta_6 FCOD_i + \varepsilon_i$$

Notas: Variável Dependente = 0 (dinheiro), 1 (dinheiro e ações), 2 (ações); GRA = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 2.5 do período t-1; GRA-A = *Accruals* Discricionários somados do período t-4 até t-1; GRR = Gerenciamento por meio de Decisões Reais, conforme Equação 2.9 do período t-1; GRR-A = Gerenciamento por meio de Decisões Reais somados do período t-4 até t-1; LNDEAL = Logaritmo Natural do valor do negócio; PUBTARG = variável dummy que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; FN = Variável dummy que assume 1 para fusões e 0 para aquisições; MTB = Market to Book; ENDIV = endividamento mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; FCOD = Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo passivo oneroso.

*** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Apêndice 2.B

Tabela 2.5

Coeficientes da Equação 2.10 – Teste das Hipóteses 1 e 2 – Percentual

Variáveis	Sinal Esperado	Perc	Perc	Perc	Perc
GRA	+	-31,978*			
GRA-A	+		-5,308		
GRR	+			-0,289	
GRR-A	+				-0,041
LNDEAL	+	0,297**	0,341*	0,342**	0,379*
PUBTARG	+	0,884	0,340	0,007	-0,117
FN	+	1,448**	2,347**	1,458**	2,466**
ENDIV	-	-0,124	0,614	1,283	1,657
MTB	+	0,130	0,246**	0,209**	0,294**
FCOD	-	0,023	-0,635	-0,006	-0,833
<i>Intercepto</i>	+/-	-3,965***	-5,510**	-4,614***	-6,116**
LR Teste		29,96***	27,23***	25,17***	26,36***
Pseudo R ²		0,258	0,266	0,217	0,257
Observações		84	72	84	72

Equação 2.10: $Y = Perc = \beta_0 + \beta_1 GR_{it-1} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 MTB_i + \beta_6 FCOD_i + \varepsilon_i$

Notas: Perc = Percentual de ações utilizadas no pagamento pelas F&A; GRA = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 2.5 do período t-1; GRA-A = *Accruals* Discricionários somados do período t-4 até t-1; GRR = *Proxy* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais, conforme Equação 2.9 do período t-1; GRR-A = *Proxy* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais somados do período t-4 até t-1; LNDEAL = Logaritmo Natural do valor do negócio; PUBTARG = variável dummy que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; FN = Variável dummy que assume 1 para fusões e 0 para aquisições; MTB = *Market to Book*; ENDIV = endividamento mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; FCOD = Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo passivo oneroso.

*** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Apêndice 2.C

Tabela 2.6

Coefficientes da Equação 2.11 – Teste das Hipóteses 3 e 4 - Percentual

Variáveis	Sinal Esperado	GRAP	GRAP-P	GRRP	GRRP-P
<i>Perc</i>	-	0,000	-0,005	-0,004	0,071*
GRA	-	0,359**			
GRA x <i>Perc</i>	-	1,218*			
GRA-A	-		0,573***		
GRA-A x <i>Perc</i>	-		0,475		
GRR	-			0,849***	
GRR x <i>Perc</i>	-			-0,125	
GRR-A	-				0,949***
GRR-A x <i>Perc</i>	-				-0,369**
MTB	+/-	0,000	0,000	0,000	-0,001
ENDIV	+/-	-0,016	-0,016	0,040	0,015
PIB	+/-	-0,000	-0,000	-0,001	-0,001
<i>Intercepto</i>	+/-	0,000	-0,011	0,002	0,000
Teste VIF		1,36	1,39	1,82	1,80
Teste RESET		3,87**	2,38*	4,19**	2,36*
Teste Breusch Pagan		6,35**	6,83**	96,60***	17,15***
R ² ajustado		0,37	0,58	0,73	0,93
Observações		86	74	86	73

Equação 2.11: $GR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Perc_i + \beta_2 GR_{it-1} + \beta_3 GR_{it-1} \times Perc_i + \beta_4 MTB_i + \beta_5 ENDIV_i + \beta_6 PIB_i + \varepsilon_i$

Notas: GRA = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 2.5 do período t-1; GRA-A = *Accruals* Discricionários somados do período t-4 até t-1; GRR = Gerenciamento por meio de Decisões Reais, conforme Equação 2.9 do período t-1; GRR-A = Gerenciamento por meio de Decisões Reais somados do período t-4 até t-1; GRAP = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 2.5 do período t+1; GRAP-P = *Accruals* Discricionários somados do período t+1 até t+4; GRRP = Gerenciamento por meio de Decisões Reais do período t+1; GRRP-P = Gerenciamento por meio de Decisões Reais somados do período t+1 até t+4; Perc = Percentual de ações da empresa adquirente utilizado na F&A; MTB = Market to Book; ENDIV = endividamento mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; PIB = Variação percentual do PIB trimestral em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. *** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Capítulo 3 – Gerenciamento de Resultados e o Desempenho de Empresas Adquirentes em Fusões & Aquisições no Brasil

RESUMO

A literatura sugere que as Fusões & Aquisições (F&A) ocorrem com o objetivo de gerar sinergias para as empresas adquirentes. No entanto, quando os gestores praticam Gerenciamento de Resultados (GR) para alcançar metas contábeis específicas, esse comportamento pode comprometer os ganhos esperados. Dessa forma, este artigo teve como objetivo investigar se o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes brasileiras, no período pós F&A, foi afetado por práticas de GR realizadas antes das operações de F&A. Para isso, foram coletadas informações contábeis na Refinitiv®, no período entre 2008 e 2023, sobre 260 F&A concluídas entre 2010 e 2022, envolvendo 95 empresas listadas na B3. Para testar as hipóteses de pesquisa foram utilizados modelos de regressão múltipla, considerando as variáveis ROA, ROE, ROIC, Margem Bruta (MB), Margem Operacional (MO), Margem Líquida (ML) e Giro do Ativo (GA) como indicadores de desempenho econômico e as variáveis MTB, Q de Tobin e Retorno das Ações para a avaliação do desempenho de mercado. Os resultados evidenciaram quedas estatisticamente significativas no desempenho econômico médio (ROA, ROIC, MB e GA) e no desempenho de mercado (MTB e Q de Tobin) no ano seguinte às F&A, sugerindo que, em média, essas operações não geram sinergias e corroboram a hipótese de agência. Além disso, práticas de Gerenciamento de Resultados por meio dos *Accruals* (GRA) ocorridas no período anterior às operações de F&A reduziram o ganho de sinergia, representados pelas variáveis ROA, MB, ML e GA, enquanto as práticas de Gerenciamento de Resultados por meio de Decisões Reais (GRR) afetaram negativamente apenas o ROA. No entanto, as práticas de GRA e GRR não apresentaram impacto estatisticamente significativo no desempenho de mercado, sugerindo que os participantes do mercado podem ter antecipado essas práticas e ajustaram os preços das ações das empresas adquirentes antes da conclusão das F&A.

Palavras-Chave: Gerenciamento de resultados. Fusões e aquisições. Desempenho econômico. Desempenho de mercado.

ABSTRACT

The literature suggests that Mergers & Acquisitions (M&As) occur with the aim of generating synergies for the acquiring companies. However, when managers practice Earnings Management (EM) to achieve specific accounting goals, this behavior can compromise the expected gains. Thus, this article aimed to investigate whether the economic and market performance of Brazilian acquiring companies, in the post-M&A period, was affected by EM practices carried out before the M&A transactions. To this end, accounting information was collected from Refinitiv®, in the period between 2008 and 2023, on 260 M&As concluded between 2010 and 2022, involving 95 companies listed on B3. To test the research hypotheses, multiple regression models were used, considering the variables ROA, ROE, ROIC, Gross Margin (MB), Operating Margin (MO), Net Margin (ML) and Asset Turnover (GA) as indicators of economic performance and the variables MTB, Tobin's Q and Return on Shares to assess market performance. The results showed statistically significant declines in average economic performance (ROA, ROIC, MB and GA) and market performance (MTB and Tobin's Q) in the year following the M&A, suggesting that, on average, these operations do not generate synergies and corroborating the agency hypothesis. In addition, Accruals Earnings Management (AEM) that occurred in the period prior to the M&A operations reduced the synergy gain, represented by the variables ROA, MB, ML and GA, while Earnings Management practices through Real Decisions (GRR) negatively affected only the ROA. However, GRA and GRR practices did not show a statistically significant impact on market performance, suggesting that market participants may have anticipated these practices and adjusted the share prices of acquiring companies before the completion of M&As.

Keywords: Earning management, Mergers and acquisitions, Economic performance, Market performance.

3.1 Introdução

As decisões de Fusões e Aquisições (F&A) são críticas para o sucesso das empresas e dos seus gestores. Normalmente, essas operações envolvem a combinação de duas ou mais entidades, por meio de uma aquisição ou de uma união de interesses (Ismail et al., 2011; Banseh e Khansalar, 2016), sendo um processo contínuo por parte de grandes empresas crescerem e expandirem ainda mais os seus negócios (Verma e Kumar, 2024), com o objetivo de obter sinergia (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Sinergia diz respeito ao aumento de valor gerado pela combinação de duas entidades para criar uma entidade nova e mais valiosa (Damodaran, 2005), resultante de economias de escala e escopo, que reduzem significativamente os custos e criam eficiência (Berk & DeMarzo, 2014). Em F&A, o desempenho das empresas resultantes é um aspecto importante para a compreensão do fenômeno da sinergia das empresas resultantes após esse evento (Verma & Kumar, 2024). No entanto, Berkovitch e Narayanan (1993) advertem que pelo menos em teoria, as F&A criam sinergias, geram economia de escala, expandem as operações e diminuem os custos, mas na prática as coisas podem não ocorrer conforme o esperado. Na visão de Cumming et al. (2023) as F&A “representam transações economicamente vultosas com potencial para criar e destruir valor em larga escala”.

Neste sentido, Higgins (2013) define as F&A como “eventos importantes associados à criação, destruição e redistribuição de riqueza”. Interessante notar que o autor inclui a destruição de riqueza como uma característica das F&A, pois apesar das motivações econômicas e estratégicas apontadas por Brouters et al. (1998) para as empresas investirem em F&A, as pesquisas mostram que os acionistas das empresas adquirentes têm obtido ganhos nulos ou até mesmo retornos negativos advindos da aquisição, especialmente quando envolvem empresas grandes e de capital aberto (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

As altas taxas de insucesso observadas sugerem que as F&A, em média, não agregam valor ao adquirente (Eulerich et al., 2022). O sucesso ou a sinergia esperada em F&A pode ser determinado por medidas econômicas, utilizando informações contábeis, ou medidas de mercado, normalmente avaliando o desempenho das ações nos momentos subsequentes às F&A (Malik et al., 2014). No entanto, a razão para a não geração de sinergia, quer seja operacional,

econômica ou de mercado, após o processo de F&A, pode estar relacionada à maneira com que as empresas adquirentes realizam a operação de compra da empresa alvo.

Erickson e Wang (1999) discorrem que em muitas fusões corporativas, a empresa adquirente compra a empresa alvo e realiza o pagamento com suas próprias ações. Quando a transação é concluída, os acionistas da empresa alvo recebem um determinado número de ações da empresa adquirente para cada uma de suas ações na empresa alvo. O número de ações da empresa adquirente trocadas por cada ação da empresa alvo é determinado pelo preço das ações da empresa adquirente quando o acordo de fusão é alcançado. A relação entre o preço das ações da empresa adquirente e a quantidade de ações utilizadas na transação cria incentivos para a empresa adquirente tentar aumentar o preço das suas ações antes da F&A (Erickson & Wang, 1999).

Na tentativa de aumentar o preço de mercado de suas ações, as empresas adquirentes podem adotar práticas de Gerenciamento de Resultados (GR), que envolvem por exemplo: acelerar o recebimento de receitas, diferir despesas ou manipular os procedimentos contábeis (Erickson & Wang, 1999). Essas práticas têm como objetivo influenciar os participantes do mercado de capitais quanto à percepção da real situação econômica e financeira da empresa adquirente, no período anterior às F&A, e assim, aumentar o valor de suas ações para baratear a aquisição paga com ações.

Uma das consequências das práticas de GR em períodos anteriores às F&A, com vistas a tentar influenciar o valor de mercado das ações das empresas adquirentes, é a redução da sinergia esperada nos períodos posteriores às F&A. Louis (2004) documentou que a reversão dos efeitos do GR pré-fusão é um determinante significativo do desempenho de mercado, tanto a curto como a longo prazo, das empresas que utilizaram suas ações para adquirir a empresa alvo. De forma similar, Farooqi et al. (2017) evidenciaram que os retornos de longo prazo das ações, no período pós-F&A das empresas adquirentes, estavam inversamente relacionados ao seu nível de GR antes do anúncio da F&A. Essas evidências corroboram a visão de queda na sinergia, no período pós F&A, quando se observa os retornos de mercado das empresas adquirentes.

Do ponto de vista econômico, os estudos que envolvem a análise da sinergia com base em informações contábeis da entidade adquirente após o processo de F&A, utilizam o Retorno

sobre Ativos (ROA), Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) e a Margem Líquida (ML) como medidas de sinergia (Malik et al., 2014).

Algumas pesquisas empíricas têm evidenciado a queda no desempenho econômico, medido por esses indicadores, em diferentes contextos em que ocorreram as F&A (Rao-Nicholson et al., 2016; Borodin et al., 2020; Novaes et al., 2022), e um dos fatores que afetam essa queda no desempenho econômico da empresa adquirente, no período posterior às F&A, pode ser decorrente de práticas de GR no período anterior às F&A, tanto nas próprias empresas adquirentes (Zhang, 2015), quanto nas empresas alvo (Mughal et al., 2021), reduzindo a qualidade da informação contábil.

Os gestores das empresas alvo também podem ter interesses em aumentar o valor de mercado de suas ações para receber um excedente quando a empresa adquirente realizar a aquisição. Se isso ocorrer, ao concluir a F&A, informações contábeis gerenciadas da empresa alvo farão parte das informações contábeis das empresas adquirentes. Isso pode influenciar na queda no desempenho econômico da empresa adquirente, afetando as suas medidas de sinergias econômica e de mercado conforme evidenciado por (Campa & Hajbaba, 2016; Mughal et al., 2021).

Além disso, informação contábil de baixa qualidade da empresa alvo pode fazer com que a empresa adquirente tenha que se empenhar em um processo de *due diligence* mais dispendioso, que pode se tornar mais prolongado, gastando mais tempo e recursos para concluir a F&A (Amel-Zadeh & Zhang, 2015; Marquardt & Zur, 2015). Esse fato também pode contribuir para a queda esperada na sinergia após a F&A, pois quanto mais prolongado for esse processo, mais a empresa adquirente gastará recursos para conduzi-lo (Wangerin, 2019).

Portanto, a baixa sinergia criada em F&A pode ser provocada por ações da empresa adquirente e/ou das empresas alvo. Pelo lado da empresa adquirente, pode ocorrer a reversão das ações dos gestores entre o período anterior e posterior às F&A. Possivelmente, quando uma empresa antecipa receitas para um determinado período, neste caso, antes das F&A, dificilmente conseguirá mantê-las em um mesmo nível no período posterior às F&A. Isso fará com que o lucro seja reduzido, afetando a sinergia esperada, medida em termos contábeis e/ou econômico. Esses lucros e essa sinergia menor, poderá ser percebida pelo mercado, que poderá reduzir o preço das ações, afetando o valor de mercado das empresas adquirentes.

Pelo lado da empresa alvo, ao utilizar artifícios e realizar práticas de GR, pode fazer com que a empresa adquirente gaste mais recursos com o processo de *due diligence*, o que pode afetar a criação de sinergia ou pelos menos retardar esse processo. Além disso, quando a empresa adquirente resolve antecipar o acordo de fusão, sem conferir a atenção necessária às informações da empresa alvo e conclui a F&A com números contábeis que não representam a realidade, esses números passarão a fazer parte da empresa adquirente, afetando a criação de valor e sinergia.

Em resumo, as empresas adquirentes e as empresas alvo, ao utilizarem de GR para melhorar os seus resultados em períodos anteriores às F&A, para influenciar os preços praticados na negociação, podem afetar o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes, no período pós F&A. Dessa forma, a questão de pesquisa que emerge neste artigo é: ***qual a relação entre as estratégias de GR das empresas adquirentes em F&A e o desempenho econômico e de mercado dessas empresas após as operações de F&A no Brasil?***

3.2 Objetivos

O objetivo deste artigo é, portanto, avaliar se o desempenho econômico e de mercado, no período posterior às F&A, das empresas adquirentes no Brasil, foi influenciado por suas práticas de GR ocorridas no período anterior às F&A. Para atingir o objetivo geral proposto neste artigo e, por conseguinte, responder à questão de pesquisa, os objetivos específicos se resumem em:

- a) Verificar se as estratégias de GR, adotadas pelas empresas adquirentes no período anterior às F&A, influenciam no seu desempenho econômico e no mercado de ações no período posterior às F&A;
- b) Verificar se as empresas adquirentes com *proxy* de GR positiva possuem desempenho econômico e no mercado de ações inferiores em relação àquelas que possuem *proxy* de GR negativa no período anterior às F&A.

3.3 Justificativa

Ellahie et al. (2025) relatam que as F&A estão entre os tipos mais proeminentes de investimentos empresariais. Entre 1980 e 2018, empresas de capital aberto dos EUA investiram

uma média de US\$ 92 milhões por ano em F&A, representando 18% dos investimentos anuais e 27% dos lucros anuais no mesmo período. No Brasil, considerando as informações na base de dados Refinitiv[®] utilizadas para realizar esse artigo, no período de 2010 a 2023, as F&A somaram US\$ 267 bilhões.

Considerando esses valores, avaliar o desempenho de uma transação de F&A continua tendo importância prática e acadêmica (Ellahie et al., 2025), mesmo porque diversos autores, considerando o contexto internacional, dentre eles Agrawal e Jaffe (2000), Moeller et al. (2005) e Cuypers et al. (2017) evidenciaram que o desempenho das empresas adquirentes no período posterior às F&A é negativo, especialmente para os acionistas. Pesquisas nacionais evidenciaram a manutenção ou queda no desempenho econômico-financeiro em períodos pós F&A (Camargos & Barbosa, 2010; Motta et al., 2013; Vieira et al., 2017; Novaes et al., 2022). Contudo, essas pesquisas ou focam no desempenho econômico-financeiro (Camargos e Barbosa, 2010; Motta et al., 2013 e Vieira et al., 2017) ou na reação do mercado de capitais em relação ao evento de F&A (Souza e Gartner, 2019).

Um dos fatores que pode afetar essa queda no desempenho econômico e de mercado da empresa adquirente, no período posterior às F&A, pode ser as práticas de GR no período anterior às F&A, conforme evidenciado por Louis (2004), Zhang (2015), Farooqi et al. (2017) e (Mughal et al., 2021). No Brasil, Mendes et al. (2018), Antonio et al. (2023) e Miranda Filho (2024) analisaram a ocorrência ou não das práticas de GR nos períodos anteriores ao processo de F&A. No entanto, as interrelações entre as práticas de GR e os processos de F&A realizadas por empresas adquirentes e/ou empresas alvo podem influenciar o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes, não foram encontradas nos principais periódicos nacionais.

Dessa forma, considerando os investimentos realizados por empresas nacionais e internacionais em F&A no Brasil, e a expectativa de geração de sinergias nesses processos, esta pesquisa contribui com as discussões acerca das consequências das práticas de GR no desempenho econômico e de mercado das empresas que passaram por F&A no Brasil, assunto em amplo debate no contexto internacional.

Definidos os objetivos e a justificativa da pesquisa, o próximo tópico apresentará a teoria que alicerça as discussões empíricas deste artigo.

3.4 Referencial Teórico

A literatura apresenta três motivos principais para que as F&A ocorram: o motivo da sinergia, o motivo de agência e o motivo da arrogância (*hubris effect*). O motivo da sinergia sugere que as F&A ocorrem devido aos ganhos econômicos resultantes da fusão dos recursos das duas empresas. O motivo de agência sugere que as F&A ocorrem porque melhoram o bem-estar dos gestores da empresa adquirente em detrimento do bem-estar dos seus acionistas. A hipótese da arrogância sugere que os gestores cometem erros na avaliação das empresas alvo e se envolvem em F&A mesmo quando não há expectativa de sinergia (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Roll (1986) apresenta a hipótese da arrogância (*hubris effect*) como uma explicação para as aquisições corporativas. Esta hipótese assume que os gestores da empresa adquirente são excessivamente otimistas quanto à sua capacidade de gerar riqueza a partir de uma F&A, e assim, realizam uma oferta exagerada pela empresa alvo (Mueller & Yurtoglu, 2007). Dessa forma, nas F&A realizadas sob essa hipótese, os acionistas das empresas adquirentes não ganhariam com essas F&A (Roll, 1986; Mueller e Yurtoglu, 2007), havendo apenas uma transferência de riqueza da empresa adquirente para a empresa alvo e nenhum ganho de sinergia (Roll, 1986).

Portanto, a hipótese de arrogância assume que não há ganhos sinérgicos nas F&A. Dessa forma, tendo em vista o interesse desse trabalho em avaliar o desempenho econômico e de mercado das empresas em F&A, métricas de sinergia em F&A, discutir esse desempenho sob a ótica da hipótese de sinergia, é mais aderente com o objetivo deste trabalho.

Por outro lado, os interesses dos gestores que decidem sobre a realização das F&A podem estar desalinhados com os interesses dos acionistas das empresas adquirentes. Assim, mesmo havendo hipótese de sinergia, pode ser que os ganhos sinérgicos não ocorram pelo fato da F&A ter sido realizada por interesses próprios dos gestores. Nesse caso, os gestores podem utilizar práticas de GR, por exemplo, para atingir determinado valor de mercado das ações da empresa adquirente, e assim utilizar menos ações para adquirir a empresa alvo e no futuro, quando essas práticas se reverterem, haverá um impacto negativo na sinergia que era esperada com a F&A.

Ou seja, a diferença entre a hipótese de agência e arrogância está na possibilidade de a sinergia ocorrer ou não. Na hipótese de arrogância essa possibilidade não existe. Na hipótese de agência

a sinergia é possível. Diante disso, o foco deste trabalho foi discutir a relação entre as práticas de GR das empresas envolvidas em F&A com o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes em processos de F&A, sob a perspectiva de sinergia e de agência.

De acordo com Damodaran (2005), sinergia é o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estariam disponíveis para essas empresas operarem de forma independente. A sinergia, do ponto de vista operacional, decorre das operações da empresa combinada e incluem economias de escala, aumentando o poder de fixação de preços e margens de lucro e maior potencial de crescimento. As sinergias operacionais podem afetar as margens, os retornos e o crescimento e, através destes, o valor das empresas envolvidas na F&A (Damodaran, 2005).

Sob a perspectiva de agência, quando o proprietário (principal) delega um papel de tomada de decisão a uma ou mais pessoas (agentes) e assumindo que ambas as partes são maximizadoras de sua utilidade, tem-se que os gestores podem não agir no melhor interesse dos proprietários (El Hajjar et al., 2023). No contexto das F&A, a teoria da agência é representada pela possibilidade de os gestores se envolverem em F&A para fins egoístas (Shleifer & Vishny, 1989). Ou seja, a ideia é que as F&A resultariam na expropriação de valor dos acionistas das empresas adquirentes pelos gestores da empresa (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Essa expropriação pode ser realizada, por exemplo, quando os gestores que são especialistas em determinada área, decidem adquirir empresas nesta mesma área, sem interesse na diversificação do negócio, de modo que o sucesso da entidade combinada dependa ainda mais das suas habilidades específicas. Nesse caso, os gestores podem explorar a dependência de suas habilidades para aumentar os seus privilégios, resultando em custos de agência, o que pode reduzir o valor total da empresa combinada para os acionistas (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Conforme ressaltado anteriormente, os problemas de agência estão associados ao conflito de interesses entre o agente e o principal. Segundo Jensen (2005), esse conflito de interesses também pode surgir em situações que envolvam diversas partes, em um ambiente específico, onde existe assimetria informacional entre elas. Neste sentido, no contexto das F&A, devido a presença de informações assimétricas entre empresas adquirentes e empresas alvo, e levando em consideração o peso atribuído aos lucros divulgados nas demonstrações contábeis para a tomada de decisões, é possível que cada lado do negócio tenha incentivos e motivações para

tentar manipular os números contábeis a fim de maximizar os seus respectivos resultados no negócio (Erickson & Wang, 1999).

De acordo com Healy e Wahlen (1999), o GR envolve o julgamento que os gestores utilizam nos relatórios financeiros e nas transações estruturais com objetivo de enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico da empresa. Neste sentido, a teoria da agência pode ser utilizada para explicar o aspecto motivacional para as práticas de GR em um contexto de F&A, pois o GR pode ser utilizado de forma oportunista pelos gestores para obter ganhos privados e maximizar sua própria riqueza, o que consequentemente leva à destruição de riqueza aos acionistas em F&A (Botsari & Meeks, 2008).

Assim, com o objetivo de sobrevalorizar as ações nos momentos de F&A, os gestores das empresas adquirentes e empresas alvo tendem a utilizar práticas de GR com objetivo de afetar a percepção dos investidores no mercado de capitais. Se isso ocorre, as ações tendem a estar mais valorizadas do que deveriam, afetando a alocação eficiente de recursos nos momentos de F&A. Como consequência disso, a sinergia com as F&A, medida com base em variáveis de mercado, pode não ser a esperada. Dessa forma, a teoria de agência pode servir de suporte para justificar a motivação para que as práticas de GR ocorram, nos momentos anteriores às F&A, afetando as medidas de sinergia nos processos de F&A.

Normalmente, as práticas de GR envolvem a antecipação de receitas, a postergação de despesas, como aquelas com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), a mudança nos critérios contábeis, como a cálculo depreciação, dentre outros procedimentos, conhecidas como gerenciamento por meio dos *accruals* (GRA). Outras práticas como conceder descontos nos preços de vendas para vender um volume maior e/ou aumentar os níveis de produção visando reduzir o custo do produto vendido, com o objetivo de aumentar os lucros, são conhecidas como gerenciamento por meio de decisões reais (GRR).

Ao utilizarem esses tipos de práticas de GR em períodos anteriores às F&A, pode acontecer que, no momento seguinte às F&A algum ou alguns desses procedimentos não sejam possíveis de serem replicados pelos gestores, como por exemplo, continuar antecipando receitas. Diante disso, a sinergia esperada pode ser ofuscada pelas práticas de GR, pois isso pode afetar as margens de lucro, por exemplo, uma evidência de sinergia (Damodaran, 2005).

Sob o ponto de vista de mercado, tendo em vista a possível piora nos indicadores contábeis e ainda o receio dos acionistas das empresas adquirentes de que os motivos das F&A não sejam em prol dos acionistas (El Hajjar et al., 2023), a sinergia medida em termos de retornos no mercado de capitais pode também não ocorrer. Assim, é possível que as práticas de GR afetem tanto a sinergia medida em termos econômicos quanto considerando variáveis de mercado.

Diante do suporte teórico apresentado e, visando verificar as relações entre as estratégias de GR das empresas envolvidas em F&A e o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes, após as operações de F&A no Brasil, o próximo tópico deste artigo apresenta as métricas de desempenho econômico e de mercado que foram objeto de análise.

3.4.1 Desempenho Econômico e Desempenho de Mercado em Fusões e Aquisições

3.4.1.1 Desempenho Econômico em Fusões e Aquisições

A avaliação de desempenho de empresas é tarefa complexa dada a abrangência de seu conceito, resultante das diferentes abordagens existentes, do foco e das metodologias que são utilizados, em função do objetivo por parte do interessado no processo de avaliação (Antunes & Martins, 2007). Ainda de acordo com os referidos autores, o lucro, nas suas diversas formas de apresentação, assume um papel principal na avaliação de desempenho, apesar das críticas em relação à sua obtenção, tendo em vista não representar a capacidade financeira da empresa, por não levar em conta, por exemplo, o risco do negócio.

No entanto, considerando que o objetivo deste trabalho é avaliar o desempenho em F&A, tendo como motivação para a sua ocorrência a sinergia, espera-se que os ganhos sinérgicos como o aumento das vendas e a redução dos custos, por exemplo, se reflitam nos lucros das empresas após a F&A. Dessa forma, o desempenho em F&A pode ser medido em função de métricas contábeis, dentre as quais o ROA e o ROE, comparando o desempenho no período posterior em relação ao período anterior às F&A (Malik et al., 2014).

O ROA é uma medida de rentabilidade dos ativos totais disponíveis, levando em consideração os ativos operacionais e não operacionais das empresas. Neste trabalho, o ROA foi calculado considerando a razão entre o Lucro Operacional e o Ativo Total (Heron & Lie, 2002; Yet & Hoshino, 2002). O ROE é um indicador que mede a rentabilidade do capital dos sócios que estão investidos na empresa. Essa medida foi calculada pela razão entre o Lucro Líquido e o

Patrimônio Líquido (Yet & Hoshino, 2002; Ismail et al., 2011). Esses dois indicadores, portanto, podem ser considerados indicadores de rentabilidade total das empresas.

Outra medida contábil utilizada na literatura para medir o desempenho é a Margem Líquida (ML) ou o Retorno sobre as Vendas (ROS) (Camargos & Barbosa, 2005, 2009, 2010; Rao-Nicholson et al., 2016; Bonfim & Callado, 2016; Borodin et al., 2020). Essa medida é calculada pela razão entre o Lucro Líquido e as Receitas Líquidas da empresa analisada, visando “identificar se as empresas melhoraram sua eficiência operacional, administrativa e financeira, conseguindo converter uma proporção maior de sua receita em lucro” (Camargos & Barbosa, 2005, p. 106).

Outras medidas que visam verificar a lucratividade da empresa são a Margem Bruta (MB) e a Margem Operacional (MO). Conforme Camargos e Barbosa (2005, 2010), esses indicadores medem a eficiência operacional e gerencial das empresas após as F&A, decorrentes da economia de escala com o maior porte e poder de mercado. Outros estudos como Zollo e Meier (2008), Ismail et al. (2011) e Bortoluzzo et al. (2014) utilizaram também o ROIC, que é uma medida de retorno considerando o resultado antes dos impostos e taxas em relação aos valores de investimento na empresa, nesse caso, o valor contábil da dívida mais o valor contábil do patrimônio líquido (Damodaran, 2007).

Considerando as pesquisas que avaliaram desempenho em F&A, foram utilizadas neste trabalho, como medidas de desempenho econômico, a MB, a MO, a ML, o ROA, o ROE e o ROIC. Além dessas variáveis, este trabalho analisou também o Giro do Ativo (GA). Essa variável pode ser considerada importante no contexto de F&A, pois verifica a relação entre as Receitas Líquidas e os Ativos Totais da empresa. Em caso de uma F&A bem-sucedida, do ponto de vista de sinergia, espera-se uma elevação desse indicador, pois a intenção dos gestores é que os ativos adquiridos impulsionem as vendas de produtos e serviços.

Os indicadores analisados neste artigo podem ser considerados medidas de desempenho econômico, pois todos eles decorrem de variáveis contábeis, reconhecidas com base no regime da competência. O lucro, por exemplo, apesar de não considerar o custo de oportunidade na sua mensuração, é uma medida que leva em consideração as receitas, os custos e as despesas, independentes de terem impactado o caixa das empresas.

3.4.1.2 Desempenho de Mercado em Fusões e Aquisições

Nas economias de mercado, a maioria das empresas está organizada para ganhar dinheiro ou criar valor para os seus proprietários ou acionistas (Penman, 2010). Para proporcionar aumento de valor para o acionista, as decisões implementadas pelas empresas devem ser entendidas como adequadas pelo mercado, aumentando a atratividade das ações e, como consequência, valorizando-as no mercado (Frezatti, 1998). Neste caso, as decisões de F&A, devem ser percebidas pelo mercado como geradoras de riqueza e, portanto, o valor de mercado das ações das empresas que realizam combinação de negócios deveria ser valorizado caso as F&A tenham sucesso.

Renneboog e Vansteenkiste (2019) discorrem que, apesar do grande número de estudos sobre F&A, as conclusões sobre o desempenho de mercado nesses eventos são muitas vezes ambíguas. A maioria dos estudos sobre F&A se concentra no efeito do anúncio de aquisição, utilizando a metodologia de estudos de eventos que visa captar a antecipação do sucesso ou fracasso das F&A. No entanto, o mercado de ações pode não ser capaz de refletir o desempenho das empresas que realizam F&A, uma vez que a variação de valor, no curto prazo, muitas vezes não captam totalmente os efeitos de criação de valor de um negócio, pois a sinergia esperada pode se revelar gradualmente (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Neste sentido, este trabalho utiliza métricas alternativas de desempenho de mercado, mas que já foram utilizadas em pesquisas como *proxies* para desempenho no mercado de ações. O Q de Tobin é um indicador para avaliar o valor da empresa, sendo calculado pela razão entre o valor de mercado da empresa mais o valor das dívidas dividido pelo Ativo Total (Singh et al., 2018; Mughal et al., 2021). O indicador *Market-to-Book* (MTB) é a razão entre o valor de mercado da empresa adquirente dividido pelo seu valor do Patrimônio Líquido.

Essas variáveis foram utilizadas em trabalhos que avaliam a criação de valor em F&A como em Sudarsanam e Mahate (2003), Camargos e Barbosa (2009), Tampakoudis e Anagnostopoulou (2020) e Mughal et al. (2021) e acredita-se que elas possam captar o desempenho de mercado, relativamente ao desempenho dos ativos totais e da lucratividade da empresa. Pois, o que se espera em F&A é que as empresas aumentem de tamanho e aumentem também os seus lucros. Se o mercado valorizar o aumento no porte da empresa, com

consequente aumento na escala e nos seus lucros, o mercado poderá reconhecer o melhor desempenho da empresa, lhe conferindo maior valorização de suas ações.

Outra medida de desempenho de mercado que foi utilizada neste artigo é o retorno das ações. Essa medida visa comparar os preços das ações da empresa adquirente em uma determinada data em relação a uma data focal. Neste caso, foram considerados os preços de fechamento no ano e nos dois anos seguintes em relação à data de fechamento no ano anterior às F&A. O retorno das ações no mercado pode ser considerado uma medida direta do desempenho, pois utiliza os valores efetivamente negociados no mercado de ações.

Dessa forma, visando verificar o desempenho posterior às F&A e o possível impacto das práticas de GR nesse desempenho, este artigo utiliza as variáveis de desempenho econômico e de mercado, calculando a variação das métricas de desempenho entre o período posterior e o período anterior ao evento de F&A. A descrição e a forma de cálculo das variáveis estão apresentadas na Figura 3.2.

3.5 Hipóteses de Pesquisa

Os acionistas da empresa que surge após a F&A, na qual o valor da empresa combinada é maior do que a soma das suas partes, se beneficiariam do aumento da eficiência por meio de economias de escala e escopo, poder de mercado, redução de riscos e ainda pela eliminação de uma gestão ineficiente das empresas adquiridas (Seth, 1990).

No entanto, algumas evidências mostram que o desempenho econômico, no período posterior às F&A é pior do que o desempenho econômico observado antes delas ocorrerem (Yeh & Hoshino, 2002; Mantravadi & Reddy, 2008; Bertrand & Betschinger, 2012; Rao-Nicholson et al., 2016; Borodin et al., 2020). No Brasil, tem sido evidenciada a manutenção ou queda no desempenho econômico-financeiro em períodos pós F&A (Camargos & Barbosa, 2010; Motta et al., 2013; Vieira et al., 2017; Novaes et al., 2022).

Evidências empíricas também mostram que as empresas adquirentes e empresas alvo utilizam práticas de GR nos períodos anteriores às F&A (Botsari & Meeks, 2008; Erickson & Wang, 1999; Higgins, 2013; Louis, 2004; Campa & Hajbaba, 2016; Mughal et al., 2021; Elrazaz et al., 2021). Considerando que o GR ocorre quando os gestores utilizam o seu julgamento para alterar

os relatórios financeiros, de modo a enganar algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico da empresa, com a intenção de obter algum ganho privado (Schipper, 1989; Healy & Wahlen, 1999), pode-se esperar que as práticas de GR, quer seja por meio dos *accruals* ou por meio das decisões reais, afetem o desempenho econômico e/ou de mercado das empresas adquirentes, nos períodos posteriores às F&A, conforme evidenciado por (Heron & Lie, 2002; Louis, 2004; Zhang, 2015; Farooqi et al., 2017; Huang et al., 2019).

Algumas evidências apontam que as práticas de GR, em períodos anteriores às F&A, são mais utilizadas quando a operação é realizada utilizando como forma de pagamento as ações da adquirente (Louis, 2004 e Farooqi et al., 2017), pois ao quitar a operação, a adquirente gastará menos recursos com a F&A (Erickson & Wang, 1999). Sendo assim, existe uma pressuposição teórica que há maior interesse em práticas de GR nas empresas que utilizam as suas ações em processos de F&A. Esse interesse afetaria de forma mais significativa o desempenho da empresa adquirente quando esta quita a operação com as suas ações em relação àquelas que utilizam dinheiro.

No entanto, Heron e Lie (2002) estudaram a relação entre o método de pagamento em aquisições, gerenciamento de resultados e o desempenho operacional de uma amostra de empresas americanas que conduziram aquisições entre 1985 e 1997 e não encontraram evidências de que as empresas adquirentes gerenciem seus lucros antes das aquisições, mesmo considerando a forma de pagamento.

De forma contrária, Zhang (2015), analisando F&A que envolveram pagamento em ações, ocorridas no mercado de capitais da China, entre 2008 e 2010, encontraram uma associação negativa entre as práticas de GR, por meio de decisões reais, e o desempenho econômico, medido pelo ROA, no período pós-F&A. Especificamente, o nível de GR por decisões reais aumenta 1% no período da F&A e o ROA cai de 5% a 6% no ano subsequente às F&A. No Brasil, Bispo (2019), estudando 31 F&A, entre os anos de 2008 e 2014, não encontrou evidências para afirmar que as práticas de GR têm efeito no desempenho econômico futuro das empresas adquirentes em F&A.

Embora existam estudos relevantes sobre a relação entre os métodos de pagamentos em F&A e as práticas de GR, a atenção é limitada aos adquirentes que utilizam dinheiro, assumindo implicitamente que eles não se envolvem em práticas de GR (Malikov & Zalata, 2024).

Empiricamente, Yung et al. (2013), por exemplo, mostraram que as empresas adquirentes que utilizaram dinheiro para concretizar as F&A, utilizaram práticas de GR, assim como as empresas adquirentes que utilizaram suas ações.

Dessa forma, considerando que as empresas adquirentes possuem motivações para se envolver em práticas de GR, independentemente da forma de pagamento pela empresa alvo, e essas práticas podem influenciar o desempenho econômico futuro dessas empresas, pois é algo considerado oportunista e que pode afetar a geração de riqueza em F&A, propõe-se as seguintes hipóteses:

H1: As práticas de GRA realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes, no período posterior à F&A.

H2: As práticas de GRR realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes, no período posterior à F&A.

Erickson e Wang (1999) postulam que o mercado de capitais espera que uma empresa inflacione os seus lucros antes de uma F&A que envolva suas ações e, conseqüentemente, desconte o preço das suas ações no anúncio da F&A, independentemente de a empresa gerenciar lucros ou não. Antecipando esse comportamento do mercado, a melhor resposta da adquirente é gerenciar os lucros. Neste sentido, Louis (2004) encontrou evidências que sugerem que as empresas adquirentes exageram os seus lucros divulgados no trimestre anterior ao anúncio de uma F&A, quando a aquisição ocorre por meio de suas ações.

Louis (2004) examinou a eficiência do mercado no processamento de informações advindas de informações contábeis manipuladas e encontrou evidências de uma reversão, no período posterior às F&A, dos efeitos do GR realizado no período anterior às F&A no preço das ações. Assim, os resultados sugerem que o fraco desempenho pós F&A, por parte das empresas adquirentes, é parcialmente atribuível à reversão dos efeitos do GR sobre os preços das ações (Louis, 2004).

Farooqi et al. (2017) examinaram a capacidade dos investidores em identificar sinais de práticas de GR real, nas empresas adquirentes, nos trimestres que antecederam o anúncio de uma F&A. Utilizando uma amostra de 5.857 negócios domésticos nos EUA entre 1980 e 2011, eles verificaram que as empresas adquirentes aumentaram o uso de GR real nos trimestres que antecederam os anúncios de F&A. Além disso, descobriram que a reação do mercado ao longo dos três dias em torno de um anúncio de fusão está positivamente ligada ao uso de GR real por parte do adquirente.

Porém, no longo prazo, a relação entre o GR real e o desempenho das ações dos adquirentes torna-se negativa, sugerindo que a manipulação de lucros pode gerar benefícios de curto prazo para empresas adquirentes em F&A do tipo *stock-for-stock* e os investidores levam tempo para reconhecer e responder às complexidades do GR nas empresas adquirentes (Farooqi et al., 2017).

Huang et al. (2019) utilizando uma amostra de 1.680 fusões de empresas chinesas, listadas na *Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges* de 2000 a 2015, examinaram o efeito do GR dos adquirentes, antes da F&A, nos métodos de pagamento das transações de F&A e como essa associação influencia o valor para o acionista das empresas adquirentes. Documentaram que durante longos períodos de tempo, os adquirentes que utilizaram o pagamento total ou parcial em ações apresentaram um desempenho inferior aos adquirentes que utilizaram apenas dinheiro nas F&A.

Malikov e Zalata (2024) advertem que a maioria desses estudos consideram que o método de pagamento utilizado na F&A pode influenciar a motivação de uma empresa para se envolver em práticas de GR. Esses estudos são motivados pelo argumento de que as empresas adquirentes que utilizam suas ações para adquirir a empresa alvo têm incentivos para aumentar os lucros, no período anterior ao anúncio da F&A, pois lucros mais altos pode afetar a avaliação do mercado, que pode levar a supervalorização das ações, o que, por sua vez, reduz o custo de compra da empresa alvo.

Contudo, essa pressuposição exclui a possibilidade das empresas adquirentes que utilizam dinheiro se envolverem em práticas de GR e a atenção da literatura às empresas adquirentes que utilizam dinheiro tem sido limitada (Malikov e Zalata, 2024), apesar de serem prevalentes (Meng & Vijn, 2021). Além disso, as empresas adquirentes podem utilizar dívidas como fonte

de financiamento para realizar a F&A com dinheiro (Fisher, 2017), o que pode servir também como motivação para praticar GR, com o objetivo de influenciar a percepção dos provedores de dívida (Malikov & Zalata, 2024).

Assim, considerando as evidências empíricas e as motivações que as empresas adquirentes possuem para gerenciar os seus resultados contábeis e a possibilidade desse gerenciamento afetar o seu desempenho no mercado de ações, propõe-se as seguintes hipóteses:

H3: As práticas de GRA realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho no mercado de ações das empresas adquirentes, no período posterior à F&A.

H4: As práticas de GRR realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho no mercado de ações das empresas adquirentes, no período posterior à F&A.

Tendo em vista a proposição das hipóteses descritas nesta seção, o próximo passo é a definição da metodologia que foi utilizada para testá-las. A definição metodológica visa obter evidências das relações entre as práticas de GR, no período anterior às F&A e o desempenho econômico e de mercado, das empresas adquirentes, no período posterior às F&A no mercado brasileiro.

3.6 Metodologia

Neste tópico, serão apresentados os critérios de seleção e definição da amostra, bem como os modelos econométricos utilizados neste artigo.

3.6.1 Definição da Amostra

Para atender ao objetivo desta pesquisa, as informações contábeis necessárias para a condução deste estudo foram coletadas, anualmente, entre 2008 e 2023, na base de dados Refinitiv®. Esse recorte leva em consideração a adoção completa do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), por serem necessárias informações da Demonstração dos Fluxos de Caixa das empresas, para o cálculo dos *accruals* totais com base na referida demonstração, conforme sugerido por (Hribar & Collins, 2002). Além disso, considerando que foram necessárias

informações contábeis referente ao período seguinte às F&A, para o cálculo das métricas de desempenho, os eventos de F&A considerados neste estudo foram aqueles ocorridos entre 1º de janeiro de 2010 até 31 de dezembro de 2022.

Neste sentido, considerando estudos realizados por Botsari e Weeks (2008); Higgins (2013); Farooqi et al. (2017); Chang e Pan (2020); Fasipe e Sun (2020) e Antonio et al. (2023) foram adotados os seguintes critérios para a escolha da amostra:

- i) As empresas adquirentes devem ser listadas na B3;
- ii) A empresa adquirente deve adquirir pelo menos 50% das ações da empresa alvo;
- iii) Não devem ser empresas do setor financeiro (bancos, seguradoras e fundos de investimento), pelo fato de essas empresas possuírem legislação própria, ou que estão inseridas em setores regulamentados, e possuem normas e plano de contas diferentes que podem impactar o cálculo dos *accruals* e causar viés à análise;
- iv) As F&A devem ser completadas no período do estudo;
- v) As F&A devem ser pagas com ações, dinheiro ou ambas.

Diante dos critérios de escolha da amostra, a quantidade de empresas adquirentes que foi utilizada neste estudo, está apresentada na Figura 3.1.

Figura 3.1

Definição da Amostra (Empresas Adquirentes de Capital Aberto)

Descrição	Quantidade (N)
Amostra Inicial (Quantidade de F&A entre 01/01/2010 e 31/12/2022) (Adquirentes de Capital Aberto)	1.345
Exclusões	
Negócios Não Completados	479
Percentual de Ações após a F&A abaixo de 50%	35
Negócios Realizados no Setor Financeiro	148
Negócios sem Valor da Transação	278
Negócios com a forma de pagamento (outros ou desconhecido)	38
Negócios de Empresas Adquirentes com Informações contábeis indisponíveis	107
Total de Negócios Realizados	260
Quantidade de Empresas Adquirentes	95
Pagamento com dinheiro e ações (combinação)	21
Pagamento em Ações	15
Pagamento em Dinheiro	224
Total de Negócios Realizados (Por tipo de Aquisição)	260
Alvo de Capital Fechado	245
Alvo de Capital Aberto	15

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações obtidas no Refinitiv®

Observa-se na Figura 3.1 que no período de 01/01/2010 a 31/12/2022 foram realizados 1.345 F&A no Brasil, envolvendo empresas adquirentes de capital aberto e empresas alvo de capital

aberto e fechado. No entanto, após os critérios de exclusão, permaneceram na amostra 260 negócios realizados e completados por 95 empresas diferentes. A maior parte das F&A são concretizadas em dinheiro, cerca de 86%, e apenas 14% das transações de F&A envolvem as ações das empresas adquirentes, seja total ou parcialmente. Essa proporção reflete as evidências de (Meng & Vijn, 2021).

Botsari e Weeks (2008) e Fasipe e Sun (2020) apontam que quando uma empresa realiza múltiplas transações durante o período que está sendo estudado, deve permanecer na amostra a transação de F&A mais recente ou a mais antiga realizada no período, as outras devem ser excluídas, a fim de evitar a utilização de dados sobrepostos. No entanto, acredita-se que esse tipo de critério, quando se estuda GR, pode não ser o adequado. Em F&A mais antigas, o ideal seria utilizar as informações contábeis desde a primeira F&A para captar se houve ou não GR, o que não foi possível nesse artigo. Em relação às F&A mais novas, pode ser que uma empresa qualquer possa ter utilizado práticas de GR em algum momento anterior ou em momentos de outras F&A.

Portanto, foram consideradas neste trabalho as F&A de maior valor, conforme Camargos e Barbosa (2010). Acredita-se que nesse tipo de F&A pode haver maior interesse por GR pelo fato de ter maior impacto em termos de valores envolvidos. Além disso, retira o critério subjetivo de F&A mais antigas ou as mais recentes.

Definida a quantidade de empresas adquirentes que foram utilizadas neste trabalho, a Figura 3.2 traz a definição das variáveis que foram utilizadas neste artigo, tendo por base os autores que deram suporte para as hipóteses definidas neste trabalho.

Figura 3.2

Definição das Variáveis Utilizadas nesta Pesquisa

Variável	Nome	Sigla	Forma de Cálculo	Referências
Desempenho Econômico	Retorno sobre os Ativos	ROA	Lucro Operacional dividido pelo Ativo Total do ano anterior	Camargos & Barbosa (2010); Heron & Lie (2002); Yet & Hoshino (2002)
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	ROE	Lucro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido	Camargos & Barbosa (2010); Yet & Hoshino (2002); Ismail et al. (2011)
	Retorno sobre o Capital Investido	ROIC	Resultado antes dos impostos e taxas dividido pelo o valor contábil da Dívida mais o valor contábil do Patrimônio Líquido	Zollo e Meier (2008), Ismail et al. (2011) e Bortoluzzo et al. (2014)
	Margem Bruta	MB	Lucro Bruto dividido pelas Vendas Líquidas	Camargos & Barbosa (2010); Bonfim & Callado (2016); Borodin et al. (2020)

	Margem Operacional	MO	Lucro Operacional dividido pelas Vendas Líquidas	Camargos & Barbosa, (2010); Bonfim & Callado, (2016); Borodin et al. (2020)
	Margem Líquida	ML	Lucro Líquido dividido pelas Vendas Líquidas	Camargos & Barbosa (2010); Rao-Nicholson et al. (2016); Bonfim & Callado (2016); Borodin et al. (2020)
	Giro do Ativo	GA	Vendas Líquidas dividido pelo Ativo Total do ano anterior	
Desempenho de Mercado	Market-to-Book	MTB	Valor de Mercado dividido pelo Patrimônio Líquido	Sudarsanam & Mahate (2003), Camargos e Barbosa (2009), Tampakoudis & Anagnostopoulou (2020) e Mughal et al. (2021)
	Q-Tobin	QT	Valor de Mercado mais o Valor das Dívidas dividido pelo Ativo Total	Sudarsanam & Mahate (2003), Camargos & Barbosa (2009), Tampakoudis & Anagnostopoulou (2020) e Mughal et al. (2021)
	Retorno das Ações	RET	Preço Atual menos Preço Anterior dividido pelo Preço Anterior	
Qualidade da Informação Contábil	Gerenciamento por <i>Accruals</i>	GRA	Calculado conforme Kotari et al. (2005), descrito no Apêndice 3.A	Huang et al. (2019); Mughal et al. (2021)
	Gerenciamento por meio de Decisões Reais	GRR	Calculado conforme Roychowdry (2006), descrito no Apêndice 3.A	Zang (2015); Huang et al. (2019); Mughal et al. (2021)
	LN (Deal)	LN (Deal)	Logaritmo Natural do Valor do Negócio	Huang et al. (2019)
	Empresa Alvo de Capital Aberto	<i>PubTarg</i>	Variável dummy que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário	Conn et al. (2005); Muehlfeld et al. (2011)
	Endividamento	<i>ENDIV</i>	Passivo Oneroso dividido pelo Ativo Total	Louis (2004); Farooqi et al. (2017); Huang et al. (2019) e Mughal et al. (2021)
	Fluxo de Caixa Operacional	<i>FCO</i>	Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo Ativo Total	Mughal et al. (2021)
	Setor	<i>STR</i>	Variável dummy que assume valor igual a 1, se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico, 0 caso contrário	Conn et al. (2005); Muehlfeld et al. (2011); Bonfim & Callado (2016)

Fonte: Elaborado pelo autor com base na literatura consultada

As variáveis quantitativas contínuas foram winsorizadas a um nível de 1% e 99% a fim de limitar o efeito de *outliers*. Winsorização é um tratamento realizado em um conjunto de dados que ao invés de eliminar os *outliers* substitui-os por valores mais próximos dentro de um limite predefinido, mantendo a estrutura dos dados, mas reduzindo o impacto dos valores atípicos em medidas como a média e o desvio padrão. Essa técnica é amplamente utilizada em artigos acadêmicos na área de contabilidade e finanças como, por exemplo, em Farooqi et al. (2017), Huang et al. (2019) e Chang e Pan (2020).

Após a definição das variáveis a serem utilizadas neste estudo, o próximo tópico dispõe sobre os modelos econométricos a serem utilizados nesta pesquisa. O *software* Stata® foi utilizado para a análise dos dados, realizar os testes de validação e estimar os coeficientes das regressões.

3.6.2 Modelos Econométricos para Verificação das Hipóteses de Pesquisa

Para testar as hipóteses propostas neste trabalho, foram utilizados modelos estatísticos adaptados de Zhang (2015), Bonfim e Callado (2016), Huang et al. (2019) e Mughal et al. (2021), conforme apresentados na sequência. As *proxies* de GRA e GRR que foram utilizadas nas Equações 3.1 e 3.2, foram obtidas com a estimação das Equações propostas Kothari et al. (2005) e Roychowdry (2006), conforme descrito no Apêndice 3.A.

$$\Delta Syn(E)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 MTB_i + \beta_5 ENDIV_i + \beta_6 STR_i + \varepsilon_i \quad (3.1)$$

Em que: $\Delta Syn(E)_i$ = *Proxy* para Desempenho Econômico da Empresa Adquirente, medida pela ΔMB , ΔMO , ΔML , ΔROA , ΔROE , $\Delta ROIC$ e a ΔGA entre o ano posterior e o ano anterior ao anúncio das F&A; GR_{Ai} = *Proxy* para Gerenciamento de Resultados por *Accruals* ou Decisões Reais da Empresa Adquirente (Pré-F&A); $Ln(deal)_i$ é o Logaritmo Natural do valor do negócio; $PubTarg_i$ = variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; MTB_i é o valor de mercado das ações da empresa adquirente dividido pelo patrimônio líquido; $ENDIV_i$ é o endividamento da empresa adquirente mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total de cada empresa; STR_i é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1, se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico, e valor 0, caso contrário; β 's = coeficientes estimados do modelo; ε_i é o termo de erro do modelo; i = cada empresa adquirente. Todas as variáveis contínuas foram consideradas no ano anterior à F&A.

O coeficiente β_1 da Equação 3.1, visa testar as hipóteses H1 e H2 de que as práticas de GR por *accruals* e/ou por meio de decisões reais, realizadas pelas empresas adquirentes no período anterior à F&A, influenciam negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes, no período posterior à F&A. Para que essas hipóteses não sejam rejeitadas, o coeficiente β_1 deverá ser menor que zero e significativo estatisticamente.

Com objetivo de testar as hipóteses H3 e H4 de que as práticas de GR por *accruals* e/ou por meio de decisões reais, realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior à F&A, influenciam negativamente o desempenho de mercado das empresas adquirentes, no período posterior à F&A, utiliza-se a Equação 3.2, destacada a seguir:

$$\Delta Syn(M)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 FCO_i + \beta_6 STR_i + \varepsilon_i \quad (3.2)$$

Em que: $\Delta Syn(M)_i$ = *Proxy* para Desempenho de Mercado da Empresa Adquirente, medida pela ΔMTB , ΔQT e o RET entre o período posterior e o período anterior às F&A; GR_{Ai} = *Proxy* para Gerenciamento de Resultados por *Accruals* ou Decisões Reais da Empresa Adquirente (Pré-F&A); $Ln(deal)_i$ é o Logaritmo Natural do valor do negócio; $PubTarg_i$ = variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; FCO_i é o valor do Fluxo de Caixa Operacional da empresa adquirente dividido pelo ativo total; $ENDIV_i$ é o endividamento da empresa adquirente mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total de cada empresa; STR_i é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1, se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico, e valor 0, caso contrário; β 's = coeficientes estimados do modelo; ε_i é o termo de erro do modelo; i = cada empresa adquirente. Todas as variáveis contínuas foram consideradas no ano anterior à F&A.

Para que as hipóteses H3 e H4 não sejam rejeitadas, o coeficiente β_1 da Equação 3.2 deverá ser menor que zero e significativo estatisticamente, evidenciando que as práticas de GR, nas empresas adquirentes reduzem o desempenho de mercado da empresa após a F&A.

Nas Equações 3.1 e 3.2, seguindo trabalhos que estudaram o desempenho econômico e de mercado em F&A, dentre os quais Louis (2004); Farooqi et al. (2017); Huang et al. (2019) e Mughal et al. (2021), foram utilizadas as variáveis MTB , $ENDIV$ e FCO como variáveis de controle, que representam as oportunidades de crescimento, o endividamento das empresas e o caixa operacional disponível para a empresa, respectivamente, consideradas variáveis que podem influenciar o desempenho econômico e/ou de mercado das empresas. Na Equação 3.2 a variável MTB é independente e não de controle.

Outras variáveis de controle, tais como o *status* da empresa adquirida, se capital aberto ou fechado ($PubTarg$), o tamanho do negócio ($Lndeal$) e as transações realizadas no mesmo setor (STR) foram incluídas no modelo. Segundo alguns autores (Conn et al., 2005; Muehlfeld et al., 2011) essas variáveis podem afetar a criação de sinergias em F&A.

As F&A de empresas capital fechado são menos expostas ao olhar público. Nesses casos, as empresas adquirentes podem encerrar as negociações, caso seja detectado que a F&A não trará ganhos de sinergia, sem a perda de prestígio que pode ocorrer em uma aquisição de uma empresa de capital aberto. Quando a F&A envolve a aquisição de uma empresa alvo de capital aberto, a empresa adquirente pode concluir a F&A mesmo sem uma definição clara ou com baixa expectativa na geração de sinergias, pois desistir da F&A pode trazer perda de prestígio perante os seus pares ou o mercado em que está inserida. Assim, a ocorrência de F&A que geram ganhos de sinergia é mais provável quando a empresa alvo é capital fechado, pois a F&A só seria concluída após a certificação da geração de sinergia.

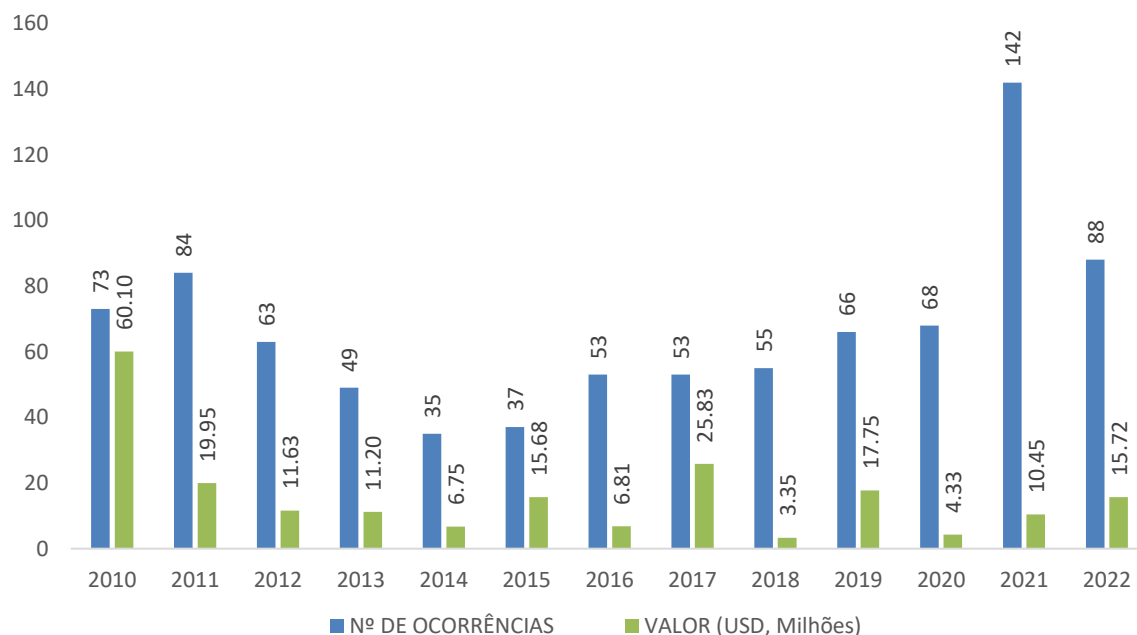
As F&A que envolvem grandes valores podem revelar um pagamento acima do esperado e, assim, as F&A podem não gerar sinergias. Ao contrário, F&A entre empresas de mesmo setor pode favorecer o ganho de sinergia, pois empresas de mesmo setor podem complementar as operações da empresa adquirente (Conn et al., 2005; Muehlfeld et al., 2011). A visão desses autores é compreensível. No entanto, as empresas adquirentes podem buscar empresas alvo que não fazem parte do mesmo setor quando há uma necessidade de melhorar a logística de distribuição dos produtos, por exemplo. Assim, uma empresa do setor atacadista ou de comércio pode adquirir ou se fundir com uma empresa de distribuição. Essa junção ou aquisição pode reduzir os custos das vendas, resultando em ganhos de sinergia. Considerando que a variável utilizada para medir o efeito sobre o desempenho foi uma *dummy*, o efeito, tanto de setores iguais quanto de setores diferentes foi capturado por essa variável.

3.7 Resultados e Discussões

Nesta seção, foram abordados os principais resultados, as discussões com os estudos anteriores e as implicações dos achados evidenciados nesta pesquisa.

3.7.1 Estatísticas Descritivas

O Gráfico 3.1 apresenta a quantidade de F&A ocorridas entre 2010 e 2022. Ressalta-se que o objetivo desse artigo é estudar o desempenho das empresas nos anos seguintes a esses eventos. Portanto, por necessidade de obtenção de dados relativos às métricas de desempenho no ano seguinte às F&A, trabalhou-se com as F&A completadas até 2022.

Gráfico 3.1*Fusões e Aquisições completadas no Brasil entre 2010 e 2022*

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações obtidas no Refinitiv®

Observando o Gráfico 3.1 verifica-se as F&A completadas entre 01/01/2010 e 31/12/2022, com destaque para o ano de 2021, que teve 142 F&A completadas. Nos anos de 2014 e 2015 foram 35 e 37 F&A completadas, respectivamente, sendo o período com menor ocorrência de F&A entre 2010 e 2022. Em relação aos valores envolvidos nas F&A, também foram os menores para o período estudado. Interessante que nesses dois períodos houve crises. Em 2014/2015 uma crise política e em 2021 uma crise sanitária com a pandemia. No entanto, o comportamento dos negócios se diferenciaram bastante nesses dois períodos. Possivelmente, uma crise política traz mais receio ao mundo empresarial, uma vez que as consequências desse fator podem perdurar e ter reflexos negativos na economia. Já a crise sanitária, que trouxe muitas dificuldades para os negócios, apresentou também oportunidades de aquisição e de investimentos em negócios que momentaneamente passavam por dificuldades.

Em termos de valor financeiro, as F&A completadas, neste período, somaram mais de US\$ 209 bilhões de dólares, com destaque para o ano de 2010 que somou mais 60 bilhões de dólares. Entre os anos de 2014 e 2016, as F&A não representaram 2 bilhões de dólares em cada ano. Em 2021, apesar de ter havido o maior número de F&A no período, o valor investido não foi proporcional à quantidade de eventos ocorridos. Isso pode revelar que houve muitos negócios com valor de aquisição baixo, o que é condizente com o período da crise sanitária ocorrida.

Tendo em vista os critérios de definição da amostra que constam na Figura 3.1 e o objetivo de avaliar o desempenho das empresas adquirentes que fizeram F&A, foram utilizadas informações contábeis de 95 empresas, considerando as F&A de maior valor, conforme destacado na seção metodológica. A Tabela 3.2 apresenta a média dos retornos econômicos e de mercado, comparando o período de 01 e 02 anos após a F&A com o ano anterior à F&A.

Tabela 3.2*Desempenho Econômico e de Mercado Antes e Após as F&A*

Variáveis	Obs.	01 Ano Antes da F&A (Média)	Obs.	01 Ano Após a F&A (Média)	Obs.	2 Anos Após a F&A (Média)	Variação Percentual (Médio) (1)	Variação Percentual (Médio) (2)
Desempenho Econômico								
ROA	95	0,11355	95	0,07902	81	0,07469	-30,41%	-34,22%
ROE	95	0,19567	95	0,29391	82	0,01278	50,21%	-93,47%
ROIC	95	0,22281	95	0,02925	82	-0,01769	-86,87%	-107,94%
MB	94	0,35612	95	0,33841	82	0,34661	-4,97%	-2,67%
MO	94	0,14873	95	0,15042	81	0,15102	1,14%	1,54%
ML	94	0,02799	95	0,05905	82	0,04431	110,97%	58,31%
GA	94	0,84947	95	0,74944	82	0,68758	-11,77%	-19,06%
Desempenho de Mercado								
RET	59	0,10051	82	-0,02950	70	0,13055	-129,35%	29,89%
MTB	87	2,24246	94	1,39597	82	1,72209	-37,75%	-23,21%
QT	95	1,26545	95	0,94383	82	0,98766	-25,42%	-21,95%

Notas: ROA = Retorno sobre os Ativos; ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido; ROIC = Retorno sobre o Capital Investido; MB = Margem Bruta; MO = Margem Operacional; ML = Margem Líquida; GA = Giro do Ativo; RET = Retorno das Ações; MTB = Market to Book; QT = Q-Tobin.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Conforme pode ser observado na Tabela 3.2, em relação aos indicadores de rentabilidade, o ROA e o ROIC apresentaram médias menores no ano seguinte à F&A em comparação com o ano anterior à F&A. Especificamente, o ROA e o ROIC apresentaram quedas de 30,41% e 86,87%, respectivamente. Mesmo após dois anos em que a F&A ocorreu, os resultados permanecem menores do que aqueles apresentados no período anterior às F&A. Possivelmente, a incorporação de ativos advindos da empresa alvo não contribuiu para a geração de lucros após a ocorrência da F&A, pelo menos nos dois anos seguintes, de forma suficiente para manter a rentabilidade apresentada pela empresa adquirente antes da F&A. Ao analisar o ROE, houve melhora neste indicador na ordem de 50% no período seguinte à F&A em comparação com o ano antes da F&A. No entanto, no segundo ano seguinte à F&A houve uma queda acentuada nesse indicador.

Em relação aos indicadores de lucratividade, percebe-se que a MB piorou, com queda de 4,97% e 2,67% no primeiro e segundo ano após a F&A, respectivamente. Isso pode indicar que a F&A não trouxe benefícios para a empresa adquirente no que diz respeito ao faturamento e ao comportamento dos custos. No entanto, a MO e a ML melhoraram no ano seguinte em comparação com o ano anterior às F&A. O comportamento dessas variáveis permaneceram similares quando a análise é feita considerando o segundo ano após a F&A. Assim, pode-se dizer que houve melhoria nos processos operacionais, possivelmente reduzindo despesas operacionais, além de uma possível melhora na parte tributária, pois a margem líquida aumentou de forma relevante quando comparada ao apresentado pelas empresas adquirentes nos anos anteriores às F&A.

Por sua vez, o GA que representa o Giro do Ativo, teve queda de 11,77% e 19,06% nos dois anos seguintes em relação ao ano anterior às F&A, respectivamente. Isso indica que os ativos adquiridos no processo de F&A não foram capazes de aumentar o faturamento, neste período. Isso corrobora a queda do retorno sobre os ativos, uma vez que o seu giro sofreu uma redução após a ocorrência da F&A.

Em relação ao desempenho de mercado, houve queda entre o ano posterior comparado ao ano anterior às F&A. O MTB reduziu, em média, 37,75%, Q-Tobin, reduziu, em média, 25,42% e o retorno das ações teve queda de 129,35%. Ou seja, o mercado não avaliou positivamente as F&A realizadas, em um período de 01 ano após a F&A. Esse comportamento de queda permanece quando a comparação é entre o segundo ano após a F&A com o ano anterior à F&A, exceto quando se verifica o retorno das ações.

Para verificar se essas variações são estatisticamente relevantes, apresenta-se na Tabela 3.3 as estatísticas descritivas, bem como testes de hipóteses para os valores da média e da mediana da variação dessas variáveis, entre 01 e 02 anos posteriores e o ano anterior à F&A.

Tabela 3.3
Estatísticas Descritivas das Variáveis Utilizadas

Variáveis	Obs.	Mediana (01 ano após F&A)	Média (01 ano após a F&A)	Teste t (1)	Teste Wilcoxon (1)	Mediana (02 anos após F&A)	Média (02 anos após a F&A)	Teste t (2)	Teste Wilcoxon (2)
Desempenho Econômico									
VROA	95	-0,0123	-0,0345	-2,177**	-1,971**	-0,0127	-0,0350	-2,039**	-2,432**
VROE	95	-0,0191	0,0982	0,477	-1,529	-0,0405	-0,1876	-1,214	-2,531**
VROIC	95	-0,0246	-0,1935	-1,605*	-3,448***	-0,0360	-0,2584	-1,657*	-3,682***
VMB	94	-0,0108	-0,0189	-1,851*	-1,921**	-0,0051	-0,0163	-1,405	-1,544
VMO	94	-0,0014	0,0015	0,081	-0,639	-0,0072	0,0051	0,236	-0,854
VML	94	-0,0162	0,0307	0,766	-1,442	-0,0343	0,0262	0,545	-2,422**
VGA	94	-0,0850	-0,0970	-1,912**	-2,921***	-0,0886	-0,1512	-2,825***	-3,388***
Desempenho de Mercado									
RET	63	-0,0698	0,0526	0,793	0,233	0,0565	0,2648	2,220**	1,225
VMTB	86	-0,1594	-0,7998	-2,290**	-2,431***	-0,1588	-0,5193	-1,260	-1,797*
VQT	95	-0,0598	-0,3216	-2,876***	-2,557***	-0,0978	-0,2750	-1,976**	-2,194**

Notas: VROA = Variação do Retorno sobre os Ativos; VROE = Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido; VROIC = Variação do Retorno sobre o Capital Investido; VMB = Variação da Margem Bruta; VMO = Variação da Margem Operacional; VML = Variação da Margem Líquida; VGA = Variação do Giro do Ativo; RET = Retorno das Ações entre 1(um) e 2(dois) anos posteriores em relação ao ano anterior às F&A; VMTB = Variação do *Market to Book*; VQT = Variação do Q-Tobin.

*** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

As informações da Tabela 3.3 indicam que a variação média das medidas de desempenho econômico e de mercado foi negativa para quase todas as variáveis, com exceção do ROE, da MO e da ML. No entanto, embora essas três variáveis tenham apresentado variações positivas no período posterior às F&A em comparação ao período anterior, essas diferenças não foram estatisticamente significativas. Em outras palavras, apesar de o ROE, a MO e a ML terem sido, em média, maiores após as F&A, essa diferença não pode ser considerada distinta de zero do ponto de vista estatístico. Por outro lado, a variação das variáveis ROA, ROIC, MB e GA foi negativa e significativamente diferente de zero. Ou seja, o valor médio dessas variáveis, no ano seguinte à F&A, foram menores e estatisticamente significativos, do que o valor médio dessas variáveis ano anterior à F&A. Ressalta-se que os resultados permanecem similares quando se analisa o segundo ano após a F&A.

Portanto, quando o desempenho econômico piora após as F&A, essa redução é estatisticamente significativa. Ou seja, a diferença representa impacto econômico nos indicadores das firmas. Por outro lado, quando há uma melhoria no desempenho econômico, essa melhoria não é estatisticamente significativa e, portanto, não representa impacto econômicos significativos. Esse resultado de queda no desempenho econômico após o período de F&A é condizente com

pesquisas nacionais e internacionais sobre o tema (Yeh & Hoshino, 2002; Mantravadi & Reddy, 2008; Camargos & Barbosa, 2010; Bertrand & Betschinger, 2012; Motta et al., 2013; Rao-Nicholson et al., 2016; Borodin et al., 2020; Novaes et al., 2022).

Em relação ao desempenho de mercado, as variações no MTB e QT, também se apresentaram, em média, negativas, em relação ao período anterior à F&A. Ou seja, o desempenho de mercado piorou após um ano da F&A se comparado com o ano anterior à F&A. Esse resultado permaneceu quando a comparação foi entre o segundo ano pós F&A e o ano anterior à F&A. Essas diferenças, em média, foram negativas e significativas estatisticamente. Esses resultados também estão condizentes com aqueles apresentados por Louis (2004), Farooqi et al. (2017) e Huang et al. (2019).

Em relação ao retorno das ações, a diferença entre os preços das ações entre o ano posterior e o ano anterior às F&A foi, em média, de 5,26%. No entanto, essa diferença não foi estatisticamente significativa. Da mesma forma, os preços das ações entre o segundo ano pós-F&A e o ano anterior às F&A foi, em média, positiva. Essa diferença ficou em 26,48% e estatisticamente significativa. Isso significa que o investidor que comprou as ações da empresa adquirente no ano anterior às F&A, teve ganhos, em média, no segundo ano após a F&A. Ou seja, para o investidor é necessário aguardar um período razoável para obter ganhos com a F&A.

Ressalta-se, no entanto, que o mercado de capitais, normalmente considera as suas expectativas futuras em relação aos resultados das empresas e essas expectativas se refletem nos preços das ações da empresa no momento presente. Portanto, pode-se entender que a valorização das ações das empresas adquirentes no segundo ano pós-F&A, seja decorrente de alguns fatores que não sejam apenas o evento de F&A. Esse entendimento pode ser corroborado pelo fato de os indicadores econômicos, estudados neste artigo, se apresentarem, em média, piores no segundo ano após a ocorrência da F&A.

A Tabela 3.4 apresenta um teste de médias considerando dois grupos de empresas: aquelas com GRA negativo (GRN) e aquelas com GRA positivo (GRP). O objetivo desta análise é verificar a influência das práticas de GR na variação do desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes visando pagar menos pelas F&A, quando estas são quitadas com as ações ou para influenciar os fornecedores de crédito para as empresas que utilizam empréstimos para adquirir a empresa alvo utilizando dinheiro.

Tabela 3.4*Desempenho Médio das Empresas Adquirentes e as Práticas de GR – Ano t+1 (menos) Ano t-1*

Variáveis	Obs.	GRAN	Obs.	GRAP	Estat. T ¹ > 0	Obs.	GRRN	Obs.	GRRP	Estat. T ¹ > 0
Desempenho Econômico										
VROA	53	0,0214	40	-0,1039	4,18***	08	0,0268	84	-0,0398	1,16
VROE	53	0,2846	40	-0,1400	1,00	08	-0,0301	84	0,1158	-0,19
VROIC	53	-0,0466	40	-0,3949	1,40*	08	-0,0502	84	-0,2126	0,36
VMB	52	0,0022	40	-0,0432	2,21**	08	-0,0230	84	-0,0170	-0,16
VMO	52	0,0502	40	-0,0578	2,90***	08	0,0934	84	-0,0053	1,45*
VML	53	0,0974	40	-0,0507	1,81**	08	0,2801	84	0,0094	1,88**
VGA	52	-0,0282	40	-0,1779	1,44*	08	0,1133	84	-0,1129	1,23
Desempenho de Mercado										
RET	36	0,1093	26	-0,4360	2,75***	07	0,0698	55	-0,1434	0,65
VMTB	48	-0,2824	36	-1,4073	1,58**	08	0,1083	75	-0,8665	0,79
VQT	53	-0,1833	40	-0,4537	1,20	08	0,1951	84	-0,3499	1,36*

Notas: VROA = Variação do Retorno sobre os Ativos; VROE = Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido; VROIC = Variação do Retorno sobre o Capital Investido; VMB = Variação da Margem Bruta; VMO = Variação da Margem Operacional; VML = Variação da Margem Líquida; VGA = Variação do Giro do Ativo; RET = Retorno das Ações; VMTB = Variação do Market to Book; VQT = Variação do Q-Tobin; GRAN = *Proxy* de Gerenciamento por *Accruals* Negativo; GRAP = *Proxy* de Gerenciamento por *Accruals* Positivo; GRRN = *Proxy* de Gerenciamento por Decisões Reais Negativo; GRRP = *Proxy* de Gerenciamento por Decisões Reais Positivo. *** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Analisando as informações constantes na Tabela 3.4 observa-se que as empresas adquirentes com *proxy* de GRA positivo (GRAP), que são aquelas que possuem interesse em aumentar os seus resultados no ano anterior às F&A, apresentaram desempenho econômico e de mercado inferior àquelas que possuem *proxy* de GRA negativo (GRAN). A maioria das diferenças entre o ano posterior e o ano anterior às F&A foram estatisticamente diferentes de zero, com exceção do VROE e VQT. De modo geral, pode-se inferir que as práticas de GR por meio dos *accruals* realizadas para aumentar os resultados contábeis influenciaram no desempenho econômico e de mercado daquelas empresas que realizaram F&A.

Por outro lado, não se observa a mesma relação com as práticas de GRR. À exceção das variáveis VMO, VML e VQT, todas as outras variações entre o ano posterior e o ano anterior às F&A, não foram estatisticamente significativas. Assim, pode-se inferir que as práticas de GRR não afetaram de forma significativa o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes, neste período. Outra explicação pode ser que as práticas de GR por meio de decisões operacionais demoram a ser revertidas e o impacto no desempenho não ocorre no ano imediatamente após a F&A.

Com vistas a complementar a análise apresentada em relação à Tabela 3.4, apresenta-se na sequência uma comparação do desempenho econômico e de mercado considerando o segundo ano da F&A em relação ao ano anterior às F&A.

Tabela 3.5

Desempenho Médio das Empresas Adquirentes e as Práticas de GR – Ano t+2 (menos) Ano t-1

Variáveis	Obs.	GRAN	Obs.	GRAP	Estat. T ¹ > 0	Obs.	GRRN	Obs.	GRRP	Estat. T ¹ > 0
Desempenho Econômico										
VROA	47	0,0226	32	-0,1125	4,17***	08	0,0366	70	-0,0428	1,38**
VROE	48	-0,2120	32	-0,1579	-0,16	08	-0,0588	71	-0,2080	0,27
VROIC	48	-0,0249	32	-0,6209	1,85*	08	-0,0542	71	-0,907	0,43
VMB	47	0,0056	32	-0,0428	2,06**	08	0,0061	71	-0,0162	0,57
VMO	46	0,0555	32	-0,0614	2,68***	08	0,1510	70	-0,0088	2,23*
VML	47	0,0910	32	-0,0622	1,53*	08	0,3123	71	-0,0029	1,96**
VGA	47	-0,0432	32	-0,2957	2,33**	08	0,2069	71	-0,1852	2,22**
Desempenho de Mercado										
RET	32	-0,1035	23	-0,2356	0,69	07	0,3837	48	-0,2378	2,32**
VMTB	44	-0,3048	28	-0,7653	0,52	08	1,0211	63	-0,6810	1,26
VQT	48	-0,2018	32	-0,3334	0,45	08	0,4438	71	-0,3355	1,66**

Notas: VROA = Variação do Retorno sobre os Ativos; VROE = Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido; VROIC = Variação do Retorno sobre o Capital Investido; VMB = Variação da Margem Bruta; VMO = Variação da Margem Operacional; VML = Variação da Margem Líquida; VGA = Variação do Giro do Ativo; RET = Retorno das Ações; VMTB = Variação do Market to Book; VQT = Variação do Q-Tobin; GRAN = *Proxy* de Gerenciamento por *Accruals* Negativo; GRAN = *Proxy* de Gerenciamento por *Accruals* Positivo; GRRN = *Proxy* de Gerenciamento por Decisões Reais Negativo; GRRP = *Proxy* de Gerenciamento por Decisões Reais Positivo. *** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

A Tabela 3.5 traz as informações de desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes, as quais apresentaram *proxies* de GR negativas ou positivas no ano anterior às F&A. De maneira geral, as práticas de GRA continuam a impactar o desempenho econômico das empresas adquirentes, quando se compara o segundo ano após a F&A em relação ao ano anterior à F&A. À exceção da VROE, todas as outras diferenças foram estatisticamente significativas. Ao contrário, quando se compara as variáveis que representam o desempenho de mercado entre o segundo ano após a F&A e o ano anterior à F&A, as variações no MTB, QT e RET, não foram estatisticamente significativas. Ou seja, as práticas de GRA realizadas no ano anterior às F&A não impactam o desempenho de mercado, quando se leva em conta os indicadores dois anos após a F&A.

Por outro lado, em relação à interpretação das informações apresentadas na Tabela 3.4, as práticas de GRR impactaram de maneira mais significativa o desempenho econômico e de

mercado quando se compara o segundo ano da F&A em relação ao ano anterior à F&A. A variação do ROA, MO, ML, GA, RET e QT foi estatisticamente significativa.

Isso sugere que o mercado de ações reconhece rapidamente as práticas de GRA, penalizando a empresa adquirente com redução do preço das suas ações, afetando o seu desempenho. Por outro lado, as práticas de GRR por serem mais difíceis de serem detectadas pelo mercado ou de serem revertidas pelos gestores, elas impactam de maneira mais relevante o desempenho das empresas adquirentes no segundo ano após a F&A.

3.7.2 Análise das Hipóteses de Pesquisa

Visando realizar uma análise exploratória das relações existentes entre o desempenho econômico e de mercado com as práticas de GR, apresenta-se na Tabela 3.6 as correlações entre as variáveis utilizadas neste artigo.

Tabela 3.6
Correlação entre as Variáveis Utilizadas

Variáveis	GRA	GRR	VROA	VROE	VROIC	VMB	VMO	VML	VMTB	VQT	VGA	VRET
GRA	1,00											
GRR	0,40**	1,00										
VROA	-0,56**	-0,41**	1,00									
VROE	-0,03	0,02	0,27**	1,00								
VROIC	0,00	0,06	0,14	0,26**	1,00							
VMB	-0,34**	-0,23**	0,67**	0,19	0,05	1,00						
VMO	-0,66**	-0,31**	0,64**	0,30**	0,09	0,67**	1,00					
VML	-0,67**	-0,22**	0,30**	0,07	-0,04	0,33**	0,82**	1,00				
VMTB	-0,14	-0,07	0,02	-0,37**	0,04	-0,04	0,00	-0,00	1,00			
VQT	-0,02	-0,04	0,12	0,03	0,07	0,09	0,07	0,00	0,81**	1,00		
VGA	-0,38**	-0,18	0,63**	0,00	0,04	0,37**	0,40**	0,23**	0,17	0,22**	1,00	
RET	-0,05	-0,08	0,23**	-0,00	0,03	0,17	0,12	0,10	0,42*	0,52**	0,27**	1,00

Notas: GRA = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 2.5; GRR = *Proxy* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais, conforme Equação 2.9; VROA = Variação do Retorno sobre os Ativos; VROE = Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido; VROIC = Variação do Retorno sobre o Capital Investido; VMB = Variação da Margem Bruta; VMO = Variação da Margem Operacional; VML = Variação da Margem Líquida; VMTB = Variação do Market to Book; VQT = Variação do Q-Tobin; VGA = Variação do Giro do Ativo; RET = Retorno das Ações. ** significativo a 5%

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 3.6 que existem correlações negativas e significativas a um nível de 5% entre as práticas de GRA e as variáveis que representam o desempenho econômico. Especificamente, a variação do ROA entre o período posterior e o período anterior às F&A possui correlação negativa de 0,56 com o GRA. Isso sugere que quanto mais incidirem práticas de GRA, maior será a diferença negativa entre o ROA do período seguinte em relação ao

período anterior às F&A, sendo o ROA do período seguinte menor do que o ROA do período anterior.

De forma similar, existe correlação negativa entre as práticas de GRA e as variáveis que representam a variação da lucratividade das empresas adquirentes, VMB, VMO e VML. No mesmo sentido, mas de forma menos relevante, as práticas de GRR também se relacionam negativamente com VROA, VMB, VMO e VML. Isso significa que quanto maior o GR realizado pelas empresas adquirentes, menor é o ganho de sinergia econômica após a F&A, representado pelas variáveis de lucratividade.

Por outro lado, não se observa relação significativa entre as práticas de GR e a variação do desempenho de mercado medido pela VMTB, VQT e RET. Ou seja, os resultados sugerem que as práticas de GR, que afetam negativamente o desempenho econômico, não são relevantes para afetar a variação do desempenho no mercado.

Considerando que o objetivo desse artigo é avaliar se as práticas de GR são capazes de influenciar a queda no desempenho econômico e de mercado, foram utilizadas para analisar as hipóteses neste artigo aquelas variáveis que apresentaram queda significativa entre o período posterior e anterior às F&A, considerando um e dois anos após a F&A, conforme evidenciado na Tabela 3.3. Assim, visando responder as hipóteses 1 e 2 deste artigo, as Tabelas 3.7 e 3.8 apresentam os coeficientes associados à Equação 3.1.

Tabela 3.7

Coeficientes da Equação 3.1 – Teste da Hipótese 1 – Desempenho Econômico

Variáveis	VROA ¹	VROIC ¹	VMB ¹	VGA ¹	VROA ²	VROE ²	VROIC ²	VML ²	VGA ²
GRA	-0,788**	0,190	-0,273**	-1,380	-0,922**	1,821	-0,930	-1,816***	-1,875*
LNDEAL	-0,000	0,006	0,004	-0,023	0,001	-0,025	0,036	-0,013	0,007
PUBTARG	-0,008	-0,029	-0,079**	-0,013	-0,014	0,156	-0,093	-0,033	-0,031
MTB	0,006	0,033	0,005*	-0,017	0,004	0,081	0,063	0,013	-0,016
END	0,190*	0,209	0,128*	0,650**	0,113	-0,415	0,682	-0,212	0,411
STR	0,029	0,097	0,020	-0,017	0,041	0,575	-0,013	0,087	0,042
Intercepto	-0,135**	-0,302**	-0,099***	-0,155	-0,126*	-0,424	-0,652	-0,002	-0,340*
Teste VIF	1,14	1,14	1,15	1,15	1,14	1,14	1,15	1,15	1,15
Teste RESET	38,40***	70,67***	6,61***	7,10***	23,06***	11,07***	124,26***	15,03***	14,58***
Teste Breusch Pagan	56,51**	42,08***	2,68	29,69***	41,96**	190,67***	183,85***	31,20***	66,18***
R ² ajustado	0,368	0,178	0,145	0,184	0,444	0,108	0,143	0,387	0,263
Observações	83	83	82	82	69	70	70	69	69

Notas: Equação 3.1 $\Delta Syn(E)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 MTB_i + \beta_5 ENDIV_i + \beta_6 STR_i + \varepsilon_i$

VROA = Variação do Retorno sobre os Ativos; VROE = Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido; VROIC = Variação do Retorno sobre o Capital Investido; VMB = Variação da Margem Bruta; VMO = Variação da Margem Operacional; VML =

Variação da Margem Líquida; VMTB = Variação do Market to Book; VQT = Variação do Q-Tobin; VGA = Variação do Giro do Ativo; VRET = Variação do Retorno das Ações; GRA = *Accruals* Discricionários da Empresa Adquirente; *Lndeal* é o Logaritmo Natural do valor do negócio; PUBTARG = variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; MTB = *Market to Book*; END é o endividamento da empresa adquirente mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total de cada empresa; STR é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1, se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico. *** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%. ¹Variação do desempenho calculado entre o ano posterior e o ano anterior às F&A; ²Variação do desempenho calculado entre o segundo ano após a F&A e o ano anterior às F&A.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

A Tabela 3.7 apresenta os coeficientes da Equação 3.1 cuja variável dependente é a variação no desempenho econômico das empresas adquirentes considerando um e dois anos posteriores às F&A e o ano anterior às F&A. Observa-se que quando a análise envolve um ano após a F&A em relação ao ano anterior a F&A, as práticas de GRA do ano anterior às F&A reduzem o ganho de sinergia representado pelas variáveis VROA e a VMB. Os coeficientes associados à variável GRA foram negativos e significativos estatisticamente em 0,788 e 0,273, respectivamente, reduzindo o desempenho no ano posterior às F&A.

Quando a análise recai sobre a diferença no desempenho econômico entre o segundo ano após a F&A em relação ao ano anterior à F&A, observa-se que as práticas de GRA continuam a afetar negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes representado pela VROA, VML e VGA. Os coeficientes associados à variável GRA foram negativos e significativos estatisticamente em 0,922, 1,816 e 1,875, respectivamente. Ou seja, as práticas de GRA ocorridas no ano anterior às F&A reduzem o desempenho econômico das empresas adquirentes, mesmo dois anos após as F&A.

Esses resultados estão aderentes àqueles encontrados por Heron e Lie (2002) e contribuem para que a hipótese 1 formulada nesse artigo não seja rejeitada, pois o desempenho econômico representado pelo ROA, MB, ML e GA sofreram impactos negativos das práticas de GRA realizadas no período anterior às F&A.

As práticas de GR podem envolver a decisão dos gestores em acelerar o reconhecimento de vendas, por exemplo. Se práticas desse tipo são realizadas no período anterior às F&A e se essas práticas não forem possíveis de serem repetidas no período pós F&A, poderá haver um reflexo nos indicadores econômicos analisados. Especificamente, a queda nas vendas no período pós-F&A em relação ao período anterior, poderá afetar a lucratividade e a rentabilidade das empresas adquirentes, neste caso, representadas pelas MB e ML e pelo ROA. Além disso, com as vendas líquidas abaixo do esperado é possível que isso afete também o GA, como foi o caso.

Tabela 3.8*Coefficientes da Equação 3.1 – Teste da Hipótese 2 – Desempenho Econômico*

Variáveis	VROA ¹	VROIC ¹	VMB ¹	VGA ¹	VROA ²	VROE ²	VROIC ²	VML ²	VGA ²
GRR	-0,143*	0,023	-0,054	-0,137	-0,150**	0,247	0,111	-0,074	-0,501
LNDEAL	-0,000	0,004	0,003	-0,022	-0,001	-0,028	0,398	-0,012	-0,000
PUBTARG	-0,040	-0,018	-0,091**	-0,067	-0,042	0,246	-0,111	-0,093	-0,115
MTB	0,005	0,034	0,005**	-0,019**	0,004	0,085	0,063	0,011	-0,017*
END	0,269**	0,185	0,153**	0,845**	0,246*	-0,702	0,930	0,146	0,596*
STR	0,026	0,105	0,017	-0,026	0,028	0,647	-0,017	0,054	-0,008
Intercepto	-0,080	-0,310*	-0,076**	-0,130	-0,063	-0,535	-0,766	-0,023	-0,072
Teste VIF	1,13	1,13	1,13	1,13	1,11	1,12	1,12	1,12	1,12
Teste RESET	8,33***	51,34***	7,50***	4,70***	3,55**	309,30***	257,26***	0,74	11,47***
Teste Breusch Pagan	100,95***	41,05***	6,21**	43,00***	59,57***	174,67***	158,78***	1,11	171,84**
R ² ajustado	0,246	0,113	0,179	0,123	0,250	0,101	0,131	0,046	0,274
Observações	82	82	82	82	68	69	69	69	69

Notas: Equação 3.1 $\Delta Syn(E)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 MTB_i + \beta_5 ENDIV_i + \beta_6 STR_i + \varepsilon_i$

VROA = Variação do Retorno sobre os Ativos; VROE = Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido; VROIC = Variação do Retorno sobre o Capital Investido; VMB = Variação da Margem Bruta; VMO = Variação da Margem Operacional; VML = Variação da Margem Líquida; VMTB = Variação do Market to Book; VQT = Variação do Q-Tobin; VGA = Variação do Giro do Ativo; VRET = Variação do Retorno das Ações; GRR = *Proxie* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais; *Lndeal* é o Logaritmo Natural do valor do negócio; PUBTARG = variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; MTB = *Market to Book*; END é o endividamento da empresa adquirente mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; STR é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1, se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico. *** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

¹Variação do desempenho calculado entre o ano posterior e o ano anterior; ²Variação do desempenho calculado entre o segundo ano após a F&A e o ano anterior

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Analisando se as práticas de GRR afetam o desempenho das empresas adquirentes no período pós F&A, observa-se que quando a variável dependente é a VROA, as práticas de GRR do ano anterior às F&A reduzem o ganho de sinergia, no período pós F&A, considerando tanto um ano como dois anos após a F&A. O coeficiente associado à variável GRR foi negativo e significativo estatisticamente igual a 0,143 na comparação com o primeiro ano após a F&A e igual a 0,150 quando se analisa dois anos após a F&A. Ou seja, as práticas de GRR ocorridas no ano anterior às F&A reduzem o desempenho representado pelo ROA, no período posterior às F&A. Sendo assim, a hipótese 2 formulada neste artigo não deve ser rejeitada.

Importante ressaltar que as outras métricas de desempenho econômico não foram afetadas pelas práticas de GRR. Contudo, considerando que o ROA foi calculado dividindo o Lucro Operacional em relação aos Ativos Totais, ela é uma medida mais suscetível às influências das práticas de GRR, como conceder descontos temporários para aumentar o volume de vendas ou reduzir os custos dos produtos vendidos por meio de uma produção acima do esperado. Pois são práticas que atingem especialmente essa parte operacional das empresas. Assim, é natural e era esperado que as práticas de GRR afetassem essa medida de desempenho.

De modo geral, as variáveis de controle relacionadas ao negócio, não foram significativas estatisticamente. Apenas quando a variável dependente é a VMB algumas variáveis de controle foram significativas. Observa-se que o endividamento (END) e a relação de preço de mercado com o patrimônio líquido da empresa adquirente (MTB) afetam de forma positiva e significativa o desempenho econômico representado pela variável MB. Isso denota que a alavancagem e as oportunidades de crescimento da empresa adquirente refletem em aumentos no faturamento e na redução dos custos das empresas adquirentes após a F&A.

Além disso, observa-se que quando a F&A ocorre com uma empresa alvo de capital aberto (PubTarg) isso faz com que o desempenho econômico representado pela MB seja menor. O coeficiente associado a essa variável foi negativo e significativo estatisticamente. Em uma F&A que envolve empresas adquirentes e empresas alvo de capital aberto são exigidas informações superiores da F&A em relação a empresas adquirentes e alvo de capital privado. O fato da F&A exigir informações públicas sobre a sua ocorrência gera uma expectativa pela sua concretização. Isso pode fazer com que os gestores envolvidos neste processo concretizem esses negócios sem o devido cuidado e com projeções sobre os resultados da F&A que podem não se concretizar, para evitar exposição no mercado de capitais por uma desistência de uma F&A anteriormente anunciada (Conn et al., 2005; Muehlfeld et al., 2011).

Por outro lado, esperava-se que empresas envolvidas em F&A do mesmo setor apresentassem um desempenho operacional superior, pois, normalmente uma F&A desse tipo poderia levar a ganhos operacionais relacionados à escala, por exemplo. Esperava-se ainda que F&A de valores elevados afetasse negativamente o desempenho operacional das empresas adquirentes, pois poderia revelar que valores significativos indicassem sobrevalorização pela F&A, o que pode afetar os ganhos de sinergia. No entanto, os coeficientes associados a essas variáveis não foram significativos, não podendo se fazer inferências sobre essas variáveis com o desempenho econômico das empresas adquirentes, neste período.

Para responder as hipóteses 3 e 4 deste artigo, as Tabelas 3.9 e 3.10 apresentam os coeficientes associados à Equação 3.2, que analisa o desempenho de mercado das empresas adquirentes em F&A.

Tabela 3.9*Coeficientes da Equação 3.2 – Teste da Hipótese 3 – Desempenho de Mercado*

Variáveis	VMTB ¹	VQT ¹	VMTB ²	VQT ²	RET ²
GRA	-3,668	0,657	-2,057	1,035	-0,953
LNDEAL	-0,155	-0,063	-0,261	-0,104	-0,103**
PUBTARG	1,069	-0,252	0,162	-0,262	0,310
END	2,768	1,882**	3,780	1,910**	0,708
FCO	1,044	-0,034	-2,318	-1,058	-0,810
STR	0,579	0,473*	1,268	0,676*	-0,053
Intercepto	-1,526	-0,894*	-1,246	-0,733	0,081
Teste VIF	1,16	1,15	1,14	1,13	1,19
Teste RESET	1,11	3,26**	9,46***	5,08**	1,68
Teste Breusch Pagan	17,37***	45,97***	30,81***	23,04***	1,35
R ² ajustado	0,060	0,128	0,078	0,080	0,037
Observações	82	91	70	78	53

Notas: Equação 3.2 $\Delta Syn(M)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 FCO_i + \beta_6 STR_i + \varepsilon_i$

GRA = *Accruals* Discricionários; *Lndeal* é o Logaritmo Natural do valor do negócio; PUBTARG = variável dummy que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; VMTB = Variação do *Market to Book*; VQT = Variação do Q-Tobin; END é o endividamento da empresa adquirente mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total de cada empresa; FCO = Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo Ativo Total do período anterior; STR é uma variável dummy que assume valor igual a 1, se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico.

*** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

¹ Variação do desempenho calculado entre o ano posterior e o ano anterior

² Variação do desempenho calculado entre o segundo ano após a F&A e o ano anterior

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Quando as variáveis dependentes foram aquelas que representam o desempenho de mercado, VMTB, VQT e RET as variáveis de interesse GRA não foram estatisticamente significativas, independentemente se a comparação é com 01 ou 02 anos após a F&A. Assim, pode-se concluir que, apesar do desempenho de mercado no ano seguinte às F&A ter sido menor em relação a um ano antes da F&A, conforme resultados apresentados nas Tabelas 3.3 e 3.4, essa queda não foi influenciada pelas práticas de GRA do período anterior às F&A, rejeitando a hipótese 3 deste artigo, corroborada ainda pelos resultados apresentados na análise de correlação.

Tabela 3.10*Coeficientes da Equação 3.2 – Teste da Hipótese 4 – Desempenho de Mercado*

Variáveis	VMTB ¹	VQT ¹	VMTB ²	VQT ²	RET ²
GRR	-0,182	0,060	0,206	0,126	-0,059
LNDEAL	-0,154	-0,068	-0,261	-0,109	-0,105**
PUBTARG	0,980	-0,216	0,146	-0,208	0,277
END	3,412	1,795**	4,304	1,775**	0,857
FCO	1,449	-0,087	-2,314	-1,102	-0,731
STR	0,578	0,497*	1,295	0,722**	-0,065
Intercepto	-1,641	-0,900**	-1,485	-0,775	0,097
Teste VIF	1,14	1,14	1,12	1,12	1,16
Teste RESET	2,73*	3,07**	10,84***	6,07**	0,69
Teste Breusch Pagan	17,62***	48,45***	31,57***	25,21***	0,52
R ² ajustado	0,050	0,128	0,078	0,150	0,022

Observações	81	90	69	77	53
-------------	----	----	----	----	----

Notas: Equação 3.2: $\Delta Syn(M)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 FCO_i + \beta_6 STR_i + \varepsilon_i$
GRR = *Proxy* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais; *Lndeal* é o Logaritmo Natural do valor do negócio; PUBTARG = variável dummy que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; VMTB = Variação do *Market to Book*; VQT = Variação do Q-Tobin; END é o endividamento da empresa adquirente mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; FCO = Fluxo de Caixa Operacional dividido pelo Ativo Total do período anterior; STR é uma variável dummy que assume valor igual a 1, se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico.
*** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.
¹ Variação do desempenho calculado entre o ano posterior e o ano anterior
² Variação do desempenho calculado entre o segundo ano após a F&A e o ano anterior
Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

De forma similar à interpretação do GRA, as variáveis de interesse GRR não foram estatisticamente significativas, independentemente se a comparação é com 01 ou 02 anos após a F&A. Assim, pode-se concluir que, apesar do desempenho de mercado no ano seguinte às F&A ter sido pior em relação a um ano antes da F&A, conforme resultados apresentados nas Tabelas 3.3 e 3.4, essa queda não pode ser explicada pelas práticas de GRR do período anterior às F&A, rejeitando a hipótese 4 deste artigo.

Esses resultados não estão condizentes com os trabalhos internacionais que pesquisaram as práticas de GR em períodos que antecedem as F&A, especialmente em Louis (2004), Farooqi et al. (2017) e Huang et al. (2019). Os resultados dos trabalhos desses autores evidenciaram que as empresas adquirentes adotavam práticas de gerenciamento de resultados, GRA ou GRR, e isso fazia com que o desempenho da empresa adquirente reduzisse no período posterior à F&A.

Os resultados apresentados neste trabalho revelaram que o desempenho de mercado não é impactado pelas práticas de GR das empresas adquirentes. Considerando que esse desempenho é medido comparando períodos posteriores em relação ao período anterior às F&A, é possível que as práticas de GR tenham sido detectadas pelo mercado e refletidas nos indicadores utilizados neste artigo.

De modo geral, as variáveis de controle relacionadas ao negócio, não foram significativas estatisticamente. Apenas quando a variável dependente é a VQT o endividamento (END) e a F&A realizada entre empresas do mesmo setor (STR) foram significativas. Isso denota que o nível de endividamento das empresas é relevante para explicar o indicador Q-Tobin. Além disso, a F&A entre empresas de mesmo setor refletem positivamente no desempenho de mercado representado pelo Q-Tobin.

Os resultados apresentados permanecem similares mesmo quando inclui variável macroeconômica (PIB) nas equações utilizadas para testar as hipóteses de pesquisa, bem como quando estima os coeficientes dessas equações com os erros padrões corrigidos por cluster.

3.8 Considerações Finais

O objetivo geral deste artigo foi verificar as relações entre as estratégias de GR das empresas envolvidas em F&A e o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes após as operações de F&A no Brasil, no período de 2010 a 2023. Para atingir esse objetivo, foram utilizadas 260 F&A ocorridas neste período, completadas por 95 empresas adquirentes.

Os resultados apontaram que o desempenho econômico médio das empresas adquirentes no período pós F&A, representado pelo ROA, ROIC, MB e GA tiveram queda em relação ao ano anterior às F&A. Da mesma forma, o desempenho médio de mercado representado pelos indicadores MTB e QT tiveram redução no ano seguinte às F&A. As diferenças do desempenho econômico e de mercado entre o ano anterior e o ano posterior às F&A foram estatisticamente significativas. Ou seja, o ganho de sinergia econômica e de mercado não aconteceu no ano seguinte às F&A.

Essa queda no desempenho econômico foi influenciada pelas práticas de GRA e GRR adotadas pelos gestores das empresas adquirentes no ano anterior às F&A. Especificamente, a variação no ROA entre o período posterior e o período anterior às F&A foi impactada negativamente pelas práticas de GRA e GRR. De igual modo, a variação da MB, da ML e do GA também foi impactada negativamente pelas práticas de GRA realizadas no período anterior às F&A.

As implicações práticas e acadêmicas desses resultados vão no sentido de apresentar evidências de que o GR afeta o desempenho de empresas adquirentes em F&A. Isso sugere aos interessados na empresa que está realizando uma F&A que o ganho de sinergia esperado pode não ocorrer, por atitudes dos gestores, corroborada pelos conceitos da Teoria de Agência. Do ponto de vista acadêmico, traz evidências nacionais que corroboram com os resultados evidenciados no contexto internacional.

Além disso, esses resultados podem sugerir que o ganho de sinergia econômica esperado nos processos de F&A esteja sendo superado pelos interesses dos gestores em realizarem as F&A,

considerando os seus interesses, como por exemplo, adquirir empresas que ao final aumentará os seus privilégios, conforme sugere a Teoria de Agência. Isso porque eles podem optar por adquirir empresas, nas quais esses gestores são conhecedores da área em que atuam, e assim, serem imprescindíveis na condução do negócio adquirido, favorecendo, por exemplo, a sua manutenção no cargo. Essa é uma leitura possível, a partir dos resultados, e daquilo que discorre a literatura. No entanto, pesquisas futuras são necessárias para verificar essa conclusão.

Por outro lado, o desempenho de mercado não sofreu influência das práticas de GR, apesar da queda no período seguinte às F&A, quando comparada com o período anterior às F&A. Esse resultado pode sugerir que os praticantes do mercado de capitais percebem que as empresas adquirentes tomam decisões que envolvem gerenciar os seus resultados contábeis, antecipam esse movimento, fazendo ajustes nos preços das ações dessas empresas. Esse ajuste afeta as métricas de desempenho de mercado estudados neste artigo, e por isso não detectou relação com as *proxies* de GR. Ressalta-se que essa leitura, a partir dos resultados, é possível, acreditando que o mercado pode ter sido capaz de fazer essa detecção. No entanto, as evidências empíricas dessa conclusão pode ser foco de pesquisas futuras.

Importante destacar as limitações desta pesquisa em relação à disponibilidade de dados, especialmente aos dados contábeis das empresas adquirentes e empresas alvo. Em relação às empresas adquirentes, a falta de informações contábeis dificulta a análise do desempenho após as F&A em um período mais longo. Em relação aos dados das empresas alvo, praticamente inexistem. Normalmente, essas empresas deixam de existir ao passarem por um processo de fusão e suas informações contábeis prévias são escassas, inclusive no período em que eram listadas em bolsa. Isso dificulta ou praticamente impossibilita o estudo do impacto das práticas de GR dessas empresas no desempenho das empresas adquirentes.

Diante disso, em caso de acesso às informações contábeis, sugere-se analisar os impactos das práticas de GR das empresas alvo no desempenho das empresas adquirentes. Além disso, o estudo do desempenho em F&A pode ser realizado considerando setores específicos e importantes no cenário econômico, como o setor financeiro. Além disso, outra possibilidade é adotar métricas de desempenho, tanto econômico como de mercado, diferentes daquelas que foram abordadas neste trabalho, focando por exemplo em métricas de ganhos tributários e/ou ganhos de *market share*.

Referências

- Agrawal, A. & J. Jaffe. (2000). The post-merger performance puzzle. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, 7-41. [https://doi.org/10.1016/S1479-361X\(00\)01002-4](https://doi.org/10.1016/S1479-361X(00)01002-4)
- Amel-Zadeh, A., & Zhang, Y. (2015). The economic consequences of financial restatements: Evidence from the market for corporate control. *The Accounting Review*, 90(1), 1-29. <https://doi.org/10.2308/accr-50869>
- Antonio, M. O. M.; Monte-Mor, D. S.; Brugni, T. V.; Avelino, B. C. & Nossa, V. (2023). Gerenciamento de resultados por accruals e por decisões operacionais em fusões e aquisições no Brasil. *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*, 42(2), 19-33. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v42i2.59768>
- Antunes, M. T. P. & Martins, E. (2007). Capital intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(1), 5-21.
- Banseh, M. Y. & Khansalar, E. (2016). The impact of the UK Corporate Governance Code 2010 on earnings management around mergers and acquisitions. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 1-18. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v8n2p1>
- Berkovitch, E. & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362. <https://doi.org/10.2307/2331418>
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* 3rd ed., 931-952 Harlow, Essex CM20 2JE: Pearson Education Limited.
- Bertrand, O. & Betschinger, M-A. (2012). Performance of domestic and cross-border acquisitions: empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*. 40(3), 413–437. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2011.11.003>
- Bispo, O. N. A. (2019). Efeito do Gerenciamento de Resultados e do Excesso de Confiança no Desempenho Econômico das Adquirentes em Fusões e Aquisições. Tese de Doutorado, Universidade Federal de Lavras, Lavras, MG, Brasil.
- Bomfim, E. T. & Callado, A. L. C. (2016). Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. *Contabilidade Vista e Revista*, 27(3), 105-123. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/3044>. Acesso em: 8 nov. 2023.
- Borodin, A.; Sayabek Z. S.; Islyam, G. & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34-47. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/3>
- Bortoluzzo, A. B.; Garcia, M. P. S.; Boehe, D. M. & Sheng, H. H. (2014). Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro. *RAE – Revista de Administração de Empresas*. 54(6), 65-671. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020140606>
- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, 633–670. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02091.x>

- Brouthers, K. D., Van Hastenburg, P. & Van Den Ven, J. (1998). If most mergers fail. Why are they so popular? *Long Range Planning*, 31, 347-353.
[http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301\(98\)80002-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301(98)80002-2)
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração USP*, 12(2), 99-115.
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. B. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220.
<https://doi.org/10.1590/S0034-75902009000200007>
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. B. (2010). Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 69-99. Disponível em:
<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/816>.
Acesso em: 21 mar. 2023.
- Campa, D. & Hajbaba, A. (2016). Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings manage. *International Review of Financial Analysis*, 44, 56-64 <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.008>
- Chang, C. C. & Pan, H. (2020). How do stock-for-stock acquirers manage earnings? The accruals feature of real earnings management. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100202>
- Conn, R. L.; Cosh A.; Guest, P. M. & Hughes, A. (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 815-870. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00615.x>
- Cumming, D.; Jindal, V.; Kumar, S. & Pandey, N. (2023). Mergers and acquisitions research in finance and accounting: Past, present, and future. *European Financial Management*, 29(5), 1464-1504. <https://doi.org/10.1111/eufm.12417>
- Cuyper, I., Cuyper, Y. & Martin, X. (2017). When the target may know better: Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, 38, 609–625. <https://doi.org/10.1002/smj.2502>
- Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841486>
- Damodaran, A. (2007). Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications. SSRN Working Paper Series.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1105499>.
- Easterwood, C. M. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14(1), 29-48.
<https://doi.org/10.19030/jabr.v14i1.5726>
- Eddey, P. H. & Taylor, S. L. (1999). Directors' recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers. *Abacus*, 35(1), 29-45.
<https://doi.org/10.1111/1467-6281.00033>
- El Hajjar, S.; Menassa, E. & Kassamany, T. (2023). An exploratory study of US acquirers' market performance: pre-versus post-Sarbanes–Oxleyact of 2002. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(2), 268-299. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2020-0246>

- Ellahie, A.; Hshieh, S. & Zhang, F. (2025). Measuring the quality of mergers and acquisitions. *Management Science*, 71(1), 779-802. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.01225>
- Elrazaz, T. Z., Elmassri, M. & Ahmed, Y. (2021). Real earnings manipulation surrounding mergers and acquisitions: the targets' perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), 429-451. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2020-0188>
- Erickson, M. & Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 149-176. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00008-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00008-7)
- Eulerich, M.; Kopp, R. & Fligge, B. (2022). Mergers and acquisitions research. A bibliometric analysis. *European Management Journal*, 40, 832-846. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2022.09.006>
- Farooqi, J., Ngo, T. & Jory, S. (2017). Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. *Review of Accounting and Finance*, 16(3), 322-347. <https://doi.org/10.1108/RAF-12-2014-0132>
- Fasipe, O. & Sun, H. L. (2020). Real activities manipulation in stock-for-stock mergers. *Journal of Economics and Finance*, 44(3), 570-586. <https://doi.org/10.1007/s12197-019-09500-9>
- Frezatti, F. (1998). Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. *Caderno de Estudos FIECAFI*, 10(19), 57-69.
- 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(1), 137-155. <https://doi.org/10.2307/3594998>
- Hribar, D. W., & Collins, P. (2002). Errors in estimating accruals: implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*. 32(1), 44-70. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.001>
- Huang, W., Goodell, J. W. & Zhang, H. (2019). Pre-merger management in developing markets: The role of earnings glamor. *International Review of Financial Analysis*, 65, 1-25. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101375>
- Ismail, T. H.; Abdou, A. A. & Annis, R. M. (2011). Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial and Accounting Studies*, 1, 89-104. <http://www.eurojournals.com/REFAS.htm>
- Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19. <http://www.jstor.org/stable/3666248>
- Kothari, S. P.; Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 74, 121-148. <https://doi:10.1016/j.jfineco.2003.08.004>
- Malik, M. F.; Anuar, M. A.; Khan, S. & Khan, F. (2014). Mergers and acquisitions: a conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 520-533. <https://doi:10.5296/ijafr.v4i2.6623>
- Mantravadi, P. & Reddy, A. V. (2008). Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22. <https://ssrn.com/abstract=1317757>
- Marquardt, C. & Zur, E. (2015). The role of accounting quality in the M&A market. *Management Science*, 61(3), 1-39. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1873>
- Mendes, L. P., Pimenta, M. M. & Souza, G. A. (2018). Fusões e aquisições versus gerenciamento de resultados: Análise da qualidade da informação contábil das companhias listadas na B3. *Pensar Contábil*, 11-19
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 60(2), 757-782. <https://www.jstor.org/stable/3694766>
- Motta, L. F. J.; Oliveira, P. V. C.; Cavazotte, F. S. C. N. & Klotzle, M. C. (2013). Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. *Revista de Administração – FACES*. 12(4), 100-119.
- Mughal, A., Tao, Q., Sun, Y. & Xiang, X. (2021). Earnings management at target firms and the acquirers' performance. *International Review of Economics and Finance*, 72, 384-404. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.12.011>
- Muehlfeld K.; Weitzel, U. & Witteloostuijn, A. (2011). Mergers and acquisitions in the global food processing industry in 1986–2006, *Food Policy*, 36(4), 466-479. <https://doi.org/10.1016/j.foodpol.2011.05.002>.
- Mueller, D. C. & Yurtoglu, B. B. (2007). Corporate Governance and the returns to acquiring firms' shareholders: an international comparison. *Managerial and Decision Economics*, 28, 879–896. <https://doi.org/10.1002/mde.1365>
- Novaes, P. V. G.; Lamounier, W. M. & Bressan, V. G. F. (2022). Is there really synergy creation after M&A? Evidence from Brazil under the life cycle approach. *Contaduría y Administración*, 67(1), 68-89. <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2022.2991>
- Penman, S. H. (2010). Financial statement analysis and security valuation. 4ª Edição.
- Rao-Nicholson, R.; Salaber, J. & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373-387. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.024>
- Renneboog, L. & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Roll R. (1986). The Hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*. 59, 197–216. <https://www.jstor.org/stable/2353017>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102. <https://doi.org/10.12691/jfa-3-3-3>

- Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110203>
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Singh, S.; Tabassum, N.; Darwish, T. K. & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171-190. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>
- Souza, J. G. M. & Gartner, I. R. (2019). Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil: análise dos efeitos de aquecimento do mercado. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 30(80), 234-251. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806320>
- Sudarsanam S. & Mahate, A. A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (1-2), 299-342. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00494>
- Tampakoudis, I. & Anagnostopoulou, E. (2020). The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1865-1875. <https://doi.org/10.1002/bse.2475>
- Verma, S. K. & Kumar, S. (2024). Fractal dimension analysis of financial performance of resulting companies after mergers and acquisitions. *Chaos, Solitons & Fractals*, 181, 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.chaos.2024.114683>.
- Vieira, L. B; Brito S. S.; Santana, J. R. B.; Sanches, S. L. R. & Galdamez, E. V. C. (2017). Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE – Revista de Gestão*, São Paulo, 24, 235-246. <http://dx.doi.org/10.1016/j.rege.2016.08.003>
- Wangerin, D. (2019). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344-2378. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12520>
- Yeh, T-M. & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*. 14(3), 347–366. [https://doi.org/10.1016/S0922-1425\(01\)00081-0](https://doi.org/10.1016/S0922-1425(01)00081-0)
- Zhang, Z. (2015). Under-Performance of listed companies, real earnings management and M&A: Chinese empirical evidence. *Journal of Industrial Engineering and Management*, 8(2), 322-334. <http://dx.doi.org/10.3926/jiem.1330>
- Zollo, M. & Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55-77. <https://www.jstor.org/stable/27747463>

Apêndice 3.A

Visando obter a *proxy* de GR por meio dos *accruals*, foi utilizado o modelo de Kothari et al. (2005), seguindo autores que pesquisaram GR em F&A (Vasilescu & Millo, 2016; Kassamany et al., 2017; Huang et al., 2019; Purayil & Lukose, 2022; Malikov & Zalata, 2024) optou-se por utilizar o modelo de *performance matching*, desenvolvido por Kothari et al. (2005), com a inclusão dos *accruals* totais defasados em um período, conforme Equação 3.3. Conforme ressaltam Dechow et al. (2012), a inclusão da variável defasada dos *accruals* nos modelos estatísticos que verificam essas práticas, pode melhorar a especificação desses modelos em cerca de 40%, devido à propriedade inerente aos *accruals*, que é a sua reversão em períodos subsequentes.

A variável dependente desse modelo (Equação 3.3) os *Accruals* Totais – ACT foi calculada pela diferença entre o LL e o FCO, conforme (Vasilescu & Millo, 2016; Kassamany et al., 2017; Purayil & Lukose, 2022), tendo por base as orientações de Hribar e Collins (2002).

$$\frac{ACT_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \frac{(\Delta REC_{it} - \Delta CREC_{it})}{A_{it-1}} + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_4 \frac{LL_{it}}{A_{it-1}} + \beta_5 \frac{ACT_{it-1}}{ACT_{it-2}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

Em que: ACT_{it} = *Accruals* totais da firma i no período t, calculados pela diferença entre o LL e o FCO; ΔREC_{it} = Variação da receita da firma i no período t; $\Delta CREC_{it}$ = Variação de contas a receber da firma i no período t; PPE_{it} = Imobilizado da empresa i no período t, LL_{it} = Lucro Líquido da empresa i no período t; AT_{it-1} = Ativo total da empresa i no período anterior; ACT_{it-1} = *Accruals* totais da firma i no período t-1, calculados pela diferença entre o LL e o FCO dividido pelo Ativo Total do período t-2; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (ano).

As variáveis independentes da Equação 3.3 explicam os níveis normais de *accruals*, e qualquer variação inexplicável (GR via *accruals*) é deixada para os resíduos (Pimenta, 2024). Assim, a estimação da Equação 3.3 levará em consideração todas as 95 empresas adquirentes componentes da amostra, configurando um painel, em que as diferentes empresas são

observadas ao longo do tempo, sendo possível obter as proxies de GRA, que são os resíduos da Equação 2.5, por empresa e por ano.

De posse desse banco de dados, foi possível identificar a *proxy* de GRA exatamente no ano da F&A. Ou seja, se a F&A ocorreu no ano de 2015, por exemplo, foi possível identificar a *proxy* de GRA do ano de 2014 e 2016, que configuram, neste artigo, o período anterior e posterior à F&A, respectivamente. A análise também foi realizada considerando o segundo ano posterior às F&A.

Se os resíduos de períodos prévios e posteriores às F&A, forem, em média, estatisticamente diferentes de zero, significa que o valor observado dos *accruals* totais foram diferentes dos *accruals* totais estimados pela Equação 3.3, gerando *accruals* anormais (ou discricionários). Esses *accruals* anormais podem ser tanto para aumentar o resultado (*accruals* positivos), quando os *accruals* totais observados forem maiores que os *accruals* totais estimados, quanto para reduzir os resultados (*accruals* negativos), quando os *accruals* totais observados forem menores do que os *accruals* totais estimados (Zang; 2012; Christensen et al., 2023). Recordar-se que os *accruals* totais são originados pela diferença entre o LL e o FCO. Ou seja, se houver *accruals* anormais positivos, significa que o LL é, de forma anormal, maior do que o FCO e vice e versa.

Considerando o contexto em que se está estudando as práticas de GRA, ou seja, em processos de F&A, espera-se que as empresas adquirentes estejam interessadas em aumentar os seus resultados contábeis antes das operações. Portanto, espera-se *accruals* positivos, a fim de influenciar os participantes do mercado de capitais, com vistas a aumentar o valor de mercado de suas ações e assim ter a possibilidade de pagar um valor proporcionalmente menor pela empresa alvo. Contudo, espera-se que esses *accruals* sejam revertidos no período posterior às F&A. Isto é, no período seguinte às F&A o sinal das *proxies* de GR deverá ser negativo, o que pode impactar na geração de sinergia esperada nesses processos.

Para detectar a manipulação de resultados com base nas atividades reais, esse trabalho utiliza os modelos estatísticos desenvolvidos por Roychowdhury (2006) que investiga os padrões dos Fluxos de Caixa Operacionais – FCO, Despesas com Vendas Gerais e Administrativas – DVGA e os Custos de Produção – PROD. Trabalhos nacionais e internacionais, dentre os quais Farooqi

et al. (2017), Kassamany et al. (2017), Chang e Pan (2020) e Antonio et al. (2023) utilizaram esses modelos para estimar as *proxies* de GR por meio de decisões reais.

Os modelos desenvolvidos por Roychowdhury (2006) levam em consideração algumas variáveis do BP, da DRE e da DFC, especialmente as receitas líquidas, que podem representar certos níveis das atividades operacionais das empresas. O erro da estimativa representa um nível anormal das atividades reais da empresa, sendo, dessa forma, uma *proxy* do gerenciamento real (Paulo, 2007). Os níveis anormais, os resíduos das Equações 3.4, 3.5 e 3.6, foram denominados nesse trabalho, de AFCO – Fluxo de Caixa Anormal, ADVGA – Despesas com Vendas Gerais e Administrativas Anormais e APROD – Nível de Produção Anormal. O modelo que relaciona o FCO e os níveis de vendas da empresa é dado por:

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (3.4)$$

Em que: FCO = Fluxo de Caixa Operacional; A = Total do Ativo; RL = Receita Líquida; ΔRL = Variação da Receita Líquida; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (ano).

Para analisar a prática de GRR utilizando o FCO, é necessário, assim como nos *accruals*, verificar os resíduos da Equação 3.4. Se o resíduo obtido na Equação 3.4 for negativo, os gestores estariam gerenciando para aumentar os resultados contábeis. Isso evidenciaria que o aumento nas vendas seria em decorrência de descontos nos preços ou pelas condições de crédito mais favoráveis aos clientes, resultando em menor fluxo de caixa operacional.

Ou seja, nos momentos que antecedem as F&A, os gestores das empresas adquirentes poderiam aumentar as suas vendas artificialmente. Diante do princípio contábil da competência, estas vendas seriam reconhecidas no momento de sua ocorrência, aumentando o resultado contábil, mas com reflexo menor no fluxo de caixa operacional devido aos descontos nos preços ou condições de crédito mais favoráveis. No contexto de F&A, portanto, espera-se AFCO negativo, caso haja GR para melhorar o desempenho.

Para captar o gerenciamento de resultados por meio das despesas com vendas gerais e administrativas utiliza-se o seguinte modelo:

$$\frac{DVGA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (3.5)$$

Em que: DVGA = Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (ano).

Teoricamente, para uma empresa obter receitas ela deve incorrer em despesas com vendas, gerais e administrativas. O comportamento dessas despesas, normalmente, acompanha o volume das vendas. Ou seja, quanto mais a empresa vende, maiores são suas despesas com vendas, por exemplo (Roychowdhury, 2006; Martinez & Cardoso, 2009). Dessa forma, se os gestores das empresas adquirentes possuírem interesse em aumentar o resultado contábil, essas despesas tendem a reduzir de forma anormal em relação ao volume de vendas. Portanto, se a variável ADVGA, que é o resíduo da Equação 3.5, for negativo, pode-se inferir que os gestores estão gerenciando resultados visando aumentá-los.

Para medir o gerenciamento de resultados relacionados com o nível de produção e seguindo Dechow et al. (1998), Roychowdhury (2006) derivou o modelo de estimação dos níveis normais dos custos de produção como uma função linear das vendas e de suas variações, conforme Equação 3.6.

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (3.6)$$

Em que: PROD = Custo do Produto Vendido + Variação dos Estoques; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (ano).

Em teoria, quanto maiores as vendas, maior deverá ser a produção para sustentar o volume de vendas, pois pressupõe-se que as vendas e os níveis de produção aumentem de forma proporcional (Roychowdhury, 2006; Martinez & Cardoso, 2009). Neste sentido, se os custos dos produtos vendidos não aumentam de forma proporcional, pode ser um sinal de que os gestores estejam interessados em aumentar os resultados contábeis.

Isso ocorre porque quando uma empresa realiza uma produção maior de um determinado produto, por exemplo, o valor unitário desse produto, que é estocado, é menor. Pois ao ratear os custos de produção por uma produção acima do esperado, os custos unitários daquele produto serão menores. A empresa, ao vender esse estoque com um valor unitário menor, reconhece um valor menor dos custos dos produtos vendidos em relação a um período em que a produção daquele produto foi considerada normal. Assim, utilizando essa estratégia e mantendo o mesmo nível de preços, a empresa tende a apresentar um aumento nos lucros divulgados.

Portanto, se o resíduo da Equação 3.6, *APROD*, for positivo, os gestores estariam interessados em gerenciar para aumentar os resultados contábeis. Neste sentido, em contextos de F&A, espera-se *APROD* positivo.

As diversas práticas de GRR podem estar relacionadas. A empresa ao oferecer desconto nos preços de vendas para vender uma quantidade maior, aumentando o resultado contábil, mas com reflexo proporcionalmente menor no FCO, pode ter que pagar comissões maiores aos vendedores, afetando também as DVGA. Além disso, quando as empresas resolvem diminuir as despesas administrativas, reduzindo os gastos com pessoal, gastando com rescisões, afeta também o FCO. Da mesma forma, se as empresas decidem aumentar a produção ou comprar produtos para revenda de forma anormal, podem ter que gastar mais recursos financeiros na aquisição de matéria prima ou na aquisição de produtos para revenda, por exemplo, afetando também o FCO.

Dessa forma, seguindo Gunny (2010); Zang (2012); Reis et al. (2015); Huang et al. (2019); Fasipe e Sun (2020), Pimenta (2024), dentre outros autores, constrói-se uma medida agregada das três *proxies* de GR por meio de decisões reais, *AFCO*, *ADVGA* e *APROD*, denominada neste trabalho de GRR, conforme Equação 3.7.

$$GRR_{it} = [(-1) * (AFCO_{it})] + [(-1) * ADVGA_{it}] + (APROD_{it}) \quad (3.7)$$

As variáveis *AFCO* e *ADVGA* são multiplicadas por -1 , de tal forma que valores mais altos indicam que as DVGA e o gerenciamento das vendas que afetaram o FCO foram utilizados para aumentar o lucro. Em relação à variável *APROD* não é necessário multiplicar por -1 , pois já indica que, quanto maior o valor do resíduo, maior a quantidade produzida ou adquirida pela empresa. Dessa forma, conforme relatado anteriormente, com a utilização da métrica oriunda

da Equação 3.7, é possível inferir sobre o GR por meio de decisões reais de maneira agregada, pois essas decisões podem estar relacionadas, uma vez que em muitas situações elas podem afetar o FCO simultaneamente. Essa medida agregada foi utilizada nas Equações 3.1 e 3.2 para testar as hipóteses relacionadas à essas práticas, neste artigo.

De forma similar ao tratamento dos *accruals*, a estimação das Equações 3.4 a 3.6 levará em consideração todas as 95 empresas adquirentes componentes da amostra, configurando em um painel, conforme detalhado no Apêndice 01.01, em que as diferentes empresas são observadas ao longo do tempo. Assim, ao obter as *proxies* de GRR, que são os resíduos das Equações 3.4 a 3.6, estas foram inseridas na Equação 3.7, obtendo uma medida de GRR de forma agregada. Após esses procedimentos, a *proxy* agregada de GRR foi identificada e tabulada para o momento em que ocorreu a F&A, com o objetivo de verificar se as práticas de GRR em períodos de F&A afetam o desempenho das empresas adquirentes em F&A.

Capítulo 4 – Probabilidade de Desistência em Operações de Fusões & Aquisições de Empresas no Brasil

RESUMO

Os gestores de empresas adquirentes enfrentam uma desvantagem informacional nas transações de Fusões e Aquisições (F&A), o que contribui para a incerteza na avaliação da empresa alvo. Esse cenário gera um problema de seleção adversa, uma vez que os gestores da empresa alvo detêm informações privadas relevantes sobre seu negócio, riscos, recursos econômicos e obrigações que, inicialmente, não estão disponíveis para a parte adquirente. Para mitigar essa assimetria de informação, é essencial que as empresas adquirentes realizem um processo rigoroso de *due diligence*, que permite acessar e verificar dados cruciais para uma avaliação mais precisa da empresa alvo. Nesse contexto, o objetivo deste artigo foi identificar os fatores relacionados às características das empresas, à forma com que as transações são estruturadas e ao ambiente econômico do país que influenciam a probabilidade de desistência das F&A no Brasil. Para isso, o estudo adota a Teoria da Informação como base teórica, utiliza dados de F&A entre empresas brasileiras no período de 1986 a 2024 e aplica modelos de regressão logística para a análise. Os resultados revelaram que as práticas de Gerenciamento de Resultados (GR), seja por meio de *accruals* ou decisões reais, não afetam a probabilidade de não conclusão das F&A, independentemente da forma de pagamento utilizada. Da mesma forma, variáveis como o tempo de duração da transação, o fato de a empresa alvo ser subsidiária da adquirente, a experiência prévia da adquirente em F&A, a valorização do mercado de ações e a instabilidade da política econômica brasileira não influenciam a conclusão ou não das operações. Por outro lado, alguns fatores mostraram-se significativos: a forma de pagamento utilizada impacta a probabilidade de conclusão da F&A; o fato de a empresa alvo ser de capital aberto está positivamente associado à desistência das transações; e o desenvolvimento econômico reduz a probabilidade de não conclusão das F&A. Assim, os resultados deste artigo oferecem contribuições práticas para gestores envolvidos ou que venham a se envolver em processos de F&A, ao evidenciar os principais fatores que influenciam a conclusão ou a desistência dessas transações. Com essas informações, os gestores podem antecipar possíveis obstáculos e se preparar melhor para enfrentá-los, considerando que a desistência de uma operação representa recursos consumidos sem garantia de retorno.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados; Desistência em Fusões e Aquisições; Informação em Fusões e Aquisições.

ABSTRACT

Managers of acquiring companies face an informational disadvantage in Mergers and Acquisitions (M&A) transactions, which contributes to uncertainty in the valuation of the target company. This scenario creates an adverse selection problem, as the managers of the target firm possess private, relevant information about their business, risks, economic resources, and obligations, informations that is not initially available to the acquiring party. To mitigate this information asymmetry, it is essential that acquiring companies conduct a rigorous due diligence process, allowing them to access and verify crucial data for a more accurate assessment of the target company. In this context, the objective of this article is to identify the factors related to company characteristics, the structure of the transactions, and the country's institutional environment that influence the likelihood of M&A withdrawal in Brazil. To achieve this, the study adopts Information Theory as a theoretical foundation, uses data from M&A transactions involving Brazilian companies between 1986 and 2024, and applies logistic regression models for analysis. The results indicate that Earnings Management (EM) practices, whether through accruals or reals decisions, do not affect the likelihood of M&A non-completion, regardless of the payment method used. Similarly, variables such as transaction duration, whether the target company is a subsidiary of the acquirer, the acquirer's prior M&A experience, stock market valuation, and political-economic instability in Brazil do not significantly influence whether a deal is completed. On the other hand, some factors proved to be significant: the chosen payment method impacts the probability of deal completion; being a publicly traded target company is positively associated with transaction withdrawal; and economic development reduces the likelihood of M&A non-completion. Thus, the findings of this article offer practical contributions for managers involved or likely to be involved in M&A processes by highlighting key factors related to the completion or withdrawal of such transactions. With this knowledge, managers can better anticipate potential challenges and prepare accordingly, given that withdrawing from an M&A process entails the expenditure of resources without any guarantee of return.

Keywords: Earnings Management; Withdrawal in Mergers and Acquisitions; Information in Mergers and Acquisitions.

4.1 Introdução

As Fusões e Aquisições (F&A) estão entre os eventos mais importantes do ciclo de vida de uma empresa, com impactos significativos nas suas operações, tanto nas empresas adquirentes quanto nas empresas alvo, que normalmente estão em um ambiente envolvido por assimetria informacional (Luypaert & Caneghem 2017; Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Os gestores de empresas adquirentes enfrentam uma desvantagem informacional em transações de F&A, que contribui para a incerteza de avaliação sobre a empresa alvo. Primeiro, surge um problema de seleção adversa porque os gestores da empresa alvo possuem informações privadas importantes sobre seus negócios, seus riscos, seus recursos econômicos e suas obrigações. Segundo, há incerteza sobre os fluxos de caixa futuros que serão gerados pelas duas empresas, em conjunto, após a fusão ou aquisição (Wangerin, 2019).

Para tentar mitigar esses problemas de informação em processos de F&A, Wangerin (2019) entende que as empresas adquirentes devem prezar pela realização de um processo de *due diligence*, que fornece às empresas adquirentes uma oportunidade de obter e verificar informações relevantes para a avaliação da empresa alvo.

Skaife e Wangerin (2013) pontuam que no estágio inicial do *due diligence*, conhecido como *due diligence* preliminar, um adquirente confia em informações públicas sobre uma empresa alvo, dentre as quais as demonstrações contábeis, relatórios de analistas, artigos na imprensa empresarial, resumos do setor e informações não financeiras disseminadas por outros meios. À medida que os adquirentes consideram os benefícios potenciais da aquisição, eles reúnem e avaliam informações publicamente disponíveis sobre a empresa alvo (Wangerin, 2019). Neste sentido, durante a *due diligence* preliminar, os gestores de empresas adquirentes se tornam mais informados sobre as empresas alvo potenciais, mas não são mais informados do que qualquer outro participante do mercado que confia apenas nas informações publicamente disponíveis das empresas (Skaife & Wangerin 2013).

Uma vez concluída a *due diligence* preliminar, a empresa adquirente e a empresa alvo assinam um acordo de confidencialidade, no qual a empresa alvo promete fornecer à empresa adquirente acesso às suas informações privadas, em troca da promessa feita pela empresa adquirente em manter confidenciais quaisquer informações obtidas, dando início à revisão do *due diligence*.

A adquirente incorpora as informações privadas obtidas na revisão do *due diligence* para atualizar sua avaliação inicial da empresa alvo, formada com base em informações públicas. Se as negociações forem bem-sucedidas, a revisão da *due diligence* é concluída após as partes assinarem um acordo de aquisição (Skaife & Wangerin 2013; Wangerin 2019).

A assinatura do acordo de aquisição sinaliza que o alvo aceitou a oferta da empresa adquirente (Skaife & Wangerin, 2013). Embora o acordo de aquisição crie uma obrigação contratual vinculativa para ambas as partes concluírem a transação, ele não garante a sua conclusão (Lim & Chang, 2017; Wangerin 2019).

Uma vez que o acordo de aquisição é assinado, a empresa adquirente inicia o *due diligence* transacional. Nesta etapa a empresa adquirente verifica se as informações que foram apresentadas e as garantias contidas no acordo de aquisição são verdadeiras, oferecendo-lhe uma oportunidade final de verificar exatamente o que está comprando, antes de assumir os riscos de propriedade (Skaife & Wangerin, 2013).

Wangerin (2019) acrescenta que nesta etapa ocorre o pacto de investigação, o qual exige que as empresas alvo continuem fornecendo às empresas adquirentes acesso às informações privadas, enquanto o *due diligence* é conduzido até a data de fechamento. Durante o estágio final desse processo, os adquirentes têm acesso mais amplo a informações privadas e tem a oportunidade de verificar a precisão das informações recebidas durante todo o processo de *due diligence*. Dependendo da conclusão do processo de *due diligence* transacional, o negócio é rescindido, renegociado ou concluído, com o adquirente assumindo a propriedade e o controle do alvo na data de fechamento (Skaife & Wangerin 2013; Wangerin 2019).

Attah-Boakye et al. (2020) dizem que o processo de *due diligence* envolve o escrutínio de assessores, consultores, auditores, analistas e tomadores de decisão, e sua conclusão é um indicador de que tanto a empresa adquirente quanto a empresa alvo estão satisfeitas com as informações, os processos e os resultados das transações de F&A. Contudo, não está claro porque adquirentes e/ou alvos se retiram de um acordo anunciado, exercendo a opção de saída (Attah-Boakye et al., 2020).

Kumar e Sengupta (2021), em recente revisão da literatura, analisaram 117 artigos, entre 1978 e 2020, por meio de uma análise de conteúdo, com foco em identificar fatores que afetam a

probabilidade de uma F&A ser completada ou abandonada. Com base nessa análise, propuseram três grandes dimensões, apontando conjuntos de fatores que afetam essa probabilidade: fatores relacionados ao país, às empresas e à forma com que a F&A é negociada.

Os fatores que podem afetar a probabilidade da F&A ser completada ou abandonada relacionados ao país incluem as suas leis, as suas instituições, o tipo de setor e a distância entre a empresa adquirente e a empresa alvo, nos casos de F&A *cross-border* (Kumar & Sengupta, 2021). A legislação de um país em relação às F&A pode reduzir as ofertas especulativas hostis ao introduzir dispositivos que protegem os interesses dos acionistas minoritários contra potencial expropriação (McCann, 2013). A qualidade institucional dos países (estado de direito, segurança jurídica, estabilidade política, qualidade regulatória e corrupção) impactam os fluxos de F&A (Paul & Jadhav, 2019; Ferguson et al., 2024). Quando se trata de F&A do tipo *cross-border* a distância geográfica entre as empresas adquirentes e as empresas alvo também afeta a probabilidade de conclusão quando os requisitos de informação são altos (Chakrabarti & Mitchell, 2016).

Em relação às empresas, o grau de inovação da empresa adquirente (Zhao, 2009), o tamanho e a complexidade tanto das empresas adquirentes quanto das empresas alvo (Branch et al., 2008), o mercado de capitais e o desempenho das ações das empresas (Liu e McConnell, 2013), a distribuição de propriedade (Holl e Kyriaziz, 1996; Bates e Lemmon, 2003), os investidores institucionais (Fich et al., 2015), a resistência da empresa alvo (Wong & O'Sullivan, 2001; Muehlfeld et al., 2011), a qualidade das informações contábeis (Amel-Zadeh & Zhang, 2015; Chahine et al., 2018), a experiência da empresa em F&A (Muehlfeld et al., 2011; Bessler et al., 2015), a natureza da empresa alvo, se de capital aberto ou fechado (Conn et al., 2005; Golubov et al., 2012), se subsidiária ou independente (Muehlfeld et al., 2011) são alguns dos fatores que podem afetar a probabilidade de conclusão ou desistência da F&A.

Novas informações após o anúncio do negócio (Ngo e Susnjara, 2016), o tempo gasto para finalizar a F&A (Giglio e Shue, 2014; Marquardt e Zur, 2015); o prêmio pago (Wong e O'Sullivan, 2001), a forma de pagamento (Branch e Yang, 2003; Moschieri e Campa, 2014), a competição pela empresa alvo (Muehlfeld et al., 2011; Bessler et al., 2015), cláusulas de proteção para realização da F&A (Neyland e Shekhar, 2018), são fatores relacionados ao negócio que também podem influenciar na concretização ou abandono de um processo de F&A.

Portanto, a literatura empírica apresenta alguns fatores que podem influenciar a probabilidade de uma F&A ocorrer ou não ocorrer. Ou seja, as empresas envolvidas finalizarem ou desistirem do negócio. Esses fatores vão desde a atitude interna dos gestores em adotar práticas que afetam a qualidade das informações contábeis, até a desistência do negócio pela existência de um ambiente econômico e/ou institucional do país não propício para as F&A, à forma com que a F&A é realizada e as características das empresas envolvidas nas F&A.

Diante do que foi apresentado, a questão de pesquisa que este artigo pretende responder é: ***Quais fatores relacionados às empresas, ao negócio e ao ambiente econômico do país podem influenciar na probabilidade de desistência das operações de F&A no Brasil?***

4.2 Objetivos

Diante da contextualização apresentada tem-se que o objetivo da presente pesquisa é verificar quais fatores relacionados às empresas, à forma com que o negócio é realizado e ao ambiente econômico do país, explicariam a probabilidade de desistência das transações de F&A no Brasil, no período de 1986 a 2024. Para atender ao objetivo geral deste artigo e, por consequência, responder à questão de pesquisa proposta, os objetivos específicos deste artigo são:

- a) Verificar se fatores relacionados às empresas envolvidas nas F&A influenciam a probabilidade de desistência em F&A no Brasil;
- b) Verificar se fatores relacionados à forma com que a F&A é negociada influenciam a probabilidade de desistência em F&A no Brasil;
- c) Verificar se fatores relacionados ao ambiente econômico do país influenciam a probabilidade de desistência em F&A no Brasil.

4.3 Justificativa

De acordo com a KPMG (2025) após enfrentar dois anos consecutivos de queda, o Brasil registrou 1.582 operações de F&A, no quarto trimestre de 2024, um aumento de 5% em relação ao ano anterior, indicando uma tendência positiva e um cenário mais otimista para as empresas.

As operações domésticas, ou seja, aquelas realizadas entre empresas brasileiras, lideraram o volume de transações, com 981 casos registrados. Em seguida, aparecem as aquisições feitas por empresas de capital majoritariamente estrangeiro, que totalizaram 394 operações. Isso demonstra um processo contínuo de amadurecimento e expansão, consolidando-se como um dos países mais dinâmicos da América Latina (KPMG, 2025).

Esses dados revelam a importância do mercado de F&A para o Brasil. No entanto, mesmo sendo relevante, os negócios que foram retirados têm sido menos explorados pelos pesquisadores do que os negócios concluídos (Liu, 2019). Han et al. (2016), analisando o mercado chinês, observaram que existe um número considerável de casos em que as negociações de F&A são encerradas durante o processo de F&A.

Liu (2019) acrescenta que a grande maioria da literatura empírica sobre F&A se concentra nos retornos dos anúncios de F&A e nas relações entre certas características do negócio ou da empresa e os retornos quando ocorrem os anúncios de F&A. No entanto, Kumar e Sengupta (2021) observaram que os artigos que consideram os fatores que levam à ocorrência ou a não ocorrência das F&A cresceu, de maneira considerável, a partir de 2010.

Contudo, no Brasil não foram encontrados trabalhos que estudaram os fatores que influenciam a probabilidade de retirada do negócio. Assim, este artigo espera contribuir com a academia e com a sociedade em geral, ao apresentar e testar fatores que podem influenciar na concretização ou não das F&A no Brasil, assunto que está em debate no contexto internacional e que é importante ser discutido no contexto nacional. Afinal, os fatores que levam uma F&A a ficar pendente de conclusão ou ser cancelada podem ser vistos como fracassos na negociação. No entanto, identificar esses fatores pode contribuir para evitar problemas futuros, nas negociações de outras F&A, na medida em que os gestores poderiam ter evidências acadêmicas de quais fatores afetam a conclusão de uma F&A (Dikova et al., 2010). Além disso, desistir de uma F&A na fase de fechamento pode ter consequências graves, pode envolver perda de dinheiro e afetar tanto o preço das ações quanto a reputação das partes envolvidas no negócio.

Definidos o problema de pesquisa, sua justificativa e os objetivos deste artigo, o próximo tópico versa sobre as teorias que suportam as motivações para que as F&A sejam concluídas ou retiradas durante o processo de F&A.

4.4 Referencial Teórico

4.4.1 Teoria da Informação

Em um contexto econômico, o cenário ideal é a disponibilidade de informações equitativas entre as partes envolvidas na transação, resultando em informações simétricas, no qual o preço pago pelo produto ou serviço reflita integralmente seu valor, não havendo margem para deturpações. Na prática, essa condição raramente é atendida, visto que os vendedores frequentemente possuem informações mais precisas do que os compradores, o que expõe estes últimos ao problema econômico da seleção adversa ou ao risco de pagamento em excesso pelo produto ou serviço (Wu et al., 2013).

Akerlof (1970) ilustra esse problema usando o mercado de carros usados como pano de fundo para sua discussão. Em seu modelo personalizado, existem dois tipos de carros no mercado: carros de boa qualidade e carros de má qualidade, os "limões". Os compradores não conseguem distinguir entre os dois e estão cientes disso, enquanto os vendedores de "limões" têm um incentivo natural para deturpar o valor de seus carros, a fim de maximizar seus lucros com a venda. Assim, na ausência de soluções, os compradores devem decidir se assumem o risco de pagar mais caro por um carro ou se desistem da transação.

Essa analogia pode ser empregada ao mercado de F&A. Podem existir nesse mercado empresas alvo de boa qualidade e empresas alvo de má qualidade. As empresas adquirentes podem não conseguir distinguir entre as empresas de boa e as de má qualidade, e assim assumiriam o risco de pagar mais caro pela empresa alvo ou desistiriam da transação. Importante destacar que, caso pague mais caro pela empresa alvo, o risco de não criar sinergia se torna elevado. Caso desista da transação, os custos que foram despendidos na negociação também não serão recuperados.

Esse problema de seleção adversa não atinge apenas as empresas adquirentes, mas também impacta negativamente as empresas alvo, uma vez que as empresas adquirentes, as compradoras, podem ajustar os seus preços de oferta, conforme descrito por (Milgrom & Stokey, 1982).

A relevância e as implicações da teoria econômica da informação têm sido discutidas em diversos cenários de mercado e suas extensões ao contexto de F&A ganharam espaço na

literatura de economia, finanças e estratégia (Wu et al., 2013). Os processos de F&A envolvem, normalmente, duas entidades, a firma adquirente e a firma alvo, que se juntam por meio de aquisições ou de uma união de interesses, com o objetivo de obter sinergia (Ismail et al., 2011; Banseh & Khansalar, 2016; Berkovich & Narayanan, 1993). Para atingir esse objetivo, é fundamental a troca de informações entre as partes, na qual a adquirente buscará identificar as fontes de sinergia na empresa alvo e a empresa alvo buscará encontrar uma empresa adquirente que satisfaça as suas intenções com a F&A.

No entanto, empresas adquirentes e alvos estão permeadas por um processo chamado de assimetria informacional, em que cada parte busca maximizar seus retornos com a F&A que está sendo negociada (Luypaert e Caneghem 2017), em que normalmente, uma das partes possui informações superiores à outra parte, criando incertezas nesse processo. Nesse contexto, ganha relevância a informação. Informação implica em redução de incerteza e, nesse sentido, a sua validade é determinada medindo o nível de incerteza do usuário entre dois momentos: antes e depois de receber a mensagem (Dias Filho, 2000), funcionando como um agente dissipador de incertezas (Westphal & Blaxton, 1998).

Para reduzir essa incerteza, seria necessário que o emissor da informação (empresas adquirentes e/ou empresas alvo) satisfizessem as expectativas de informação das empresas adquirentes e/ou empresas alvo. Isso revela uma via de mão dupla em termos de transmissão de informações entre as partes em um processo de F&A. O fluxo de informação é um dos aspectos importantes em F&A (Cumming et al., 2023).

Wu et al. (2013) pontuam que no início do ciclo de F&A, as empresas adquirentes alocam tempo e recursos significativos na realização do *due diligence*, mas o seu sucesso depende da gravidade da assimetria de informação em um negócio. Por exemplo, quando o valor de uma empresa alvo depende fortemente de ativos intangíveis (capital humano, marcas, direitos de propriedade, etc.) ou quando uma empresa alvo é de capital fechado, pode ser desafiador para as empresas adquirentes chegarem a uma valoração precisa do alvo.

Nessas circunstâncias, os adquirentes enfrentarão o risco de seleção adversa e naturalmente poderão assumir que a empresa alvo irá aumentar as suas reivindicações sobre o negócio, ao mesmo tempo que pode ocultar informações sobre problemas organizacionais existentes, ou outros aspectos negativos de seus recursos em diversas áreas funcionais (Balakrishnan & Koza,

1993). Isso sugere que transações eficientes de F&A muitas vezes não são realizadas devido à assimetria informacional entre empresas adquirentes e empresas alvo (Wu et al., 2013), ou entram em uma negociação prolongada (Reuer & Ragozzino, 2008).

Nesse contexto de F&A, com a presença do problema econômico da seleção adversa, a informação atua como um fator de sinalização. A sinalização cuida de demonstrar como a quantidade e a qualidade das informações ajuda a mitigar o problema da seleção adversa (Dalmácio et al., 2013). A lógica básica da sinalização é que as empresas que enviam sinais sobre suas características e qualidades apresentam menor risco de seleção adversa para os compradores e, portanto, têm maior probabilidade de serem adquiridas, impedindo que negócios valiosos fracassem no mercado de F&A, mesmo quando existe assimetria informacional (Wu et al., 2013).

Esse processo de sinalização em F&A podem ocorrer de várias formas. Brau e Fawcett (2006) e Ragozzino e Reuer (2007) constataram que a realização de um *Initial Public Offering* (IPO), bem como o recebimento de endosso de intermediários financeiros podem fornecer sinais relevantes que aumentam a probabilidade de aquisições de empresas no pós-IPO. Grote e Amber (2006) discutem que a distância geográfica pode influenciar na escolha das empresas alvo. Os resultados do trabalho de Wu et al. (2013) sugeriram que os custos associados ao *due diligence* são inversamente relacionados à proximidade entre compradores e vendedores. Especificamente, adquirentes que estão próximos dos alvos, isto é, no mesmo ambiente institucional, por exemplo, se beneficiam de uma vantagem informacional em relação aos compradores mais distantes. Isso ocorre, por exemplo, quando existe uma concorrência pela empresa alvo e existem empresas interessadas em adquiri-la que são de outros países. Nesse caso, as empresas adquirentes mais próximas das empresas alvo possuem maior probabilidade de comprá-las (Wu et al., 2013).

Outro fator de sinalização em diversos cenários e em processos de F&A é a informação contábil. A divulgação de informações contábeis obrigatórias e voluntárias, visam fornecer subsídios para ambas as partes que facilitem o processo de negociação da F&A. A utilidade da informação contábil está relacionada à sua relevância e a capacidade de representar aquilo que se propõe representar, sendo capaz de fazer diferença nas decisões tomadas pelos usuários, possuindo valor preditivo e ou confirmatório. Se uma informação contábil possui valor preditivo, essa informação pode ser considerada de qualidade (CPC 00, R2).

Na realização do *due diligence* ocorre a análise de informações públicas e privadas da empresa alvo. Na fase preliminar desse processo, há acesso às informações contábeis que são públicas (Skaife & Wangerin, 2013) e à medida que esse processo avança, as empresas alvo passam a fornecer informações privadas à empresa adquirente, as quais devem confirmar as informações que foram apresentadas nas etapas anteriores do *due diligence*, até que se complete a operação de F&A (Skaife & Wangerin, 2013; Wangerin, 2019).

Neste sentido, se as empresas alvo possuírem interesse em fazer parte da empresa que está negociando a fusão ou aquisição, deverá divulgar informações contábeis de forma a sinalizar à empresa adquirente a sua qualidade, inclusive aquelas de natureza voluntária e gerenciais, como informações sobre riscos ambientais, projeções financeiras, projeções de mercado, receitas por segmentos, etc. Caso isso não aconteça ou haja dificuldade na obtenção dessas informações, a F&A pode ser encerrada sem a sua efetivação (Amel-Zadeh & Zang, 2015; Marquardt & Zur, 2015; Sales & Zanini, 2017; Chahine et al., 2018).

Pelo lado da empresa adquirente, uma das formas utilizadas para mitigar o problema de assimetria informacional, existente nesses processos, é a utilização de suas ações como meio de pagamento pela F&A, com o objetivo de compartilhar o risco com os acionistas da empresa alvo (Sudarsanam & Mahate, 2003). No entanto, como as ações da empresa adquirente são negociadas no mercado de ações e quanto maior o preço dessas ações, menor será o número de ações necessárias para concretizar a operação, esse procedimento pode levar a uma redução da qualidade da informação contábil. A ideia desse argumento é que a empresa adquirente divulgue informações contábeis distantes da sua realidade empresarial, afetando a percepção dos acionistas existentes e potenciais, com consequências no preço de suas ações (Erickson & Wang, 1999).

Portanto, a empresa adquirente deve buscar o equilíbrio entre o pagamento em ações pela F&A e a possibilidade de incorrer em informações contábeis de baixa qualidade. Pois, os gestores da empresa alvo, ao perceberem que as ações da empresa adquirente estão superavaliadas poderão desistir da operação da F&A. Diante disso, pode-se argumentar que a qualidade da informação contábil, tanto por parte da empresa alvo, quanto por parte da empresa adquirente, funciona como um mecanismo de sinalização que, a depender dos interesses dessas partes, pode favorecer ou não a concretização de uma F&A.

4.4.2 Revisão da Literatura Empírica e Desenvolvimento das Hipóteses de Pesquisa

Utilizando a abordagem de Kumar e Sengupta (2021) que classificam os fatores que afetam a probabilidade de uma F&A ser completada ou abandonada relacionados às empresas, à forma que a F&A é realizada e ao ambiente do país em que a F&A ocorre, a organização das hipóteses neste artigo, seguirá essa proposição.

Um dos fatores apontados por Kumar e Sengupta (2021) que pode afetar a probabilidade de ocorrência ou não das F&A é a qualidade da informação contábil ou qualidade dos lucros. O conceito de qualidade dos lucros é geralmente definido como a extensão em que os lucros divulgados nas demonstrações contábeis refletem os conceitos básicos de contabilidade e representam a realidade econômica da empresa (Yoon, 2007). Ou seja, essa qualidade está relacionada ao grau em que os lucros divulgados estão diferentes da realidade da empresa. Isso pode acontecer quando os gestores adotam práticas que a literatura denomina de Gerenciamento de Resultados (GR).

Normalmente, os *accruals* discricionários são utilizados como *proxy* para essa qualidade dos lucros. Outras formas de medir a qualidade dos lucros são apresentadas na literatura, dentre as quais: a resposta do investidor aos lucros e os indicadores externos de distorção de lucros (Dechow et al., 2010). No entanto, essas medidas não foram objeto de análise neste trabalho, pois exigiria um outro desenho de pesquisa.

A prática de GR, tanto em empresas adquirentes (Erickson e Wang, 1999; Botsari e Meeks, 2008; Higgins, 2013 e Kassamany et al., 2017), quanto em empresas alvo (Campa e Hajbaba, 2016; Farooqi et al., 2020; Mughal et al., 2021 e Elrazaz et al., 2021) pode ser decorrente da existência de informação assimétrica e o potencial conflito de interesses entre as partes, afetando a qualidade da informação contábil.

Essas práticas podem envolver a antecipação de receitas, a postergação de despesas, como aquelas com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), a mudança nos critérios contábeis, como a cálculo depreciação, dentre outros procedimentos, conhecidas como gerenciamento por meio dos *accruals* (GRA). Outras práticas como conceder descontos nos preços de vendas para vender um volume maior e/ou aumentar os níveis de produção visando reduzir o custo do

produto vendido, com o objetivo de aumentar os lucros, são conhecidas como gerenciamento por meio de decisões reais (GRR).

O interesse dos gestores das empresas adquirentes em incorrer em práticas de GR pode estar relacionado à forma de pagamento pelas F&A, tendo em vista a possibilidade de utilização de suas ações, negociadas no mercado de capitais, para quitar a operação de F&A. Ao fazerem isso, e se o mercado de capitais não for capaz de detectar tais práticas, as ações da empresa adquirente tendem a aumentar, fazendo com que paguem menos pela F&A (Erickson & Wang, 1999).

Na visão da empresa alvo, especialmente quando a aquisição for sem a concordância de sua administração, considerada uma aquisição hostil (Matos, 2001), pode haver interesse dos seus gestores em aumentar os resultados contábeis como mecanismo *anti-takeover* ou para receber um excedente quando a empresa adquirente realizar a aquisição (Easterwood, 1998). Quando isso ocorre, diante de informações contábeis de baixa qualidade da empresa alvo, as empresas adquirentes gastam mais tempo para concluir a transação, pois será necessário um processo de *due diligence* mais detalhado, demorado, e com maior dispêndio de recursos (Amel-Zadeh & Zhang 2015; Marquardt & Zur, 2015). Uma das consequências disso pode ser a desistência da empresa adquirente em concluir a F&A (Sales & Zanini, 2017; Chahine et al., 2018).

Neste sentido, considerando o contexto de F&A e utilizando uma amostra de F&A americanas, entre 1985 e 1990, Erickson e Wang (1999) concluíram que empresas adquirentes que utilizaram as suas ações para adquirir a empresa alvo, incorreram em práticas de GR para aumentar os seus lucros antes das F&A. De forma similar, Louis (2004), estudando empresas adquirentes no Reino Unido e Botsari e Meeks (2008) analisando empresas adquirentes norte-americanas, também concluíram que as empresas adquirentes que utilizavam suas ações para adquirir ou se fundir com as empresas alvo, incorreram em práticas de GR nos períodos anteriores às F&A.

Considerando que as práticas de GR realizadas pelas empresas adquirentes podem afetar as percepções do mercado de capitais brasileiro, influenciando na valorização das ações dessas empresas, é possível conjecturar que essas práticas podem influenciar na não concretização das F&A no Brasil. Pois, o uso de GR pela empresa adquirente pode sinalizar oportunismo e gerar desconfiança na empresa alvo, pois ela poderá entender que está recebendo um valor abaixo do

que vale, devido a influência dessas práticas nos preços de mercado das ações da empresa adquirente. Dessa forma, popõe-se testar as seguintes hipóteses:

H1A: As práticas de GRA nas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, aumentam a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

H1B: As práticas de GRA nas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, que utilizaram pagamento em ações, total ou parcialmente, aumentam a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

H2A: As práticas de GRR nas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, aumentam a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

H2B: As práticas de GRR nas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, que utilizaram pagamentos em ações, total ou parcialmente, aumentam a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

Alguns trabalhos exploram o tipo de empresa que está envolvida em F&A. Especificamente, analisam a probabilidade de uma F&A ocorrer ou não ocorrer quando a empresa é de capital aberto ou de capital fechado. Além disso, avaliam também se a empresa alvo é subsidiária ou se é independente.

Conn et al. (2005) argumentam que a natureza capital fechado da transação pode levar à divulgação de informações somente entre as partes, o que pode ser impossível em uma oferta pública na qual, frequentemente, as regras da F&A e de mercado exigem a divulgação igual e pública de informações a todos os acionistas. Além disso, quando a empresa alvo não possui capital aberto, pode ser menor o aparecimento de propostas concorrentes, favorecendo a concretização do negócio.

Golubov et al. (2012) relataram que quando as empresas alvo são de capital aberto, há maior necessidade de divulgação de informações e frequentemente exigem aprovações regulatórias e/ou dos acionistas, aumentando a complexidade do negócio. Além disso, tendo em vista a possibilidade de a propriedade ser dispersa nas empresas alvo de capital aberto, há o risco de havendo alguma informação divulgada pela empresa alvo, desconhecida pela adquirente, pode

ser difícil identificar os responsáveis por aquela informação. Isso aumenta o risco do adquirente, podendo afetar a probabilidade de conclusão do negócio (Golubov et al., 2012).

Neste sentido, Brug e Sahib (2018) analisando uma amostra de 5.000 F&A no setor de eletricidade e gás, encontraram evidências de que uma F&A envolvendo uma empresa alvo de capital aberto tem 9,87% a mais de probabilidade de ser abandonada. De forma similar, Chen et al. (2017) encontraram evidências de que quando as F&A envolvem empresas alvo de capital aberto, a probabilidade de insucesso da transação é maior do que quando a empresa alvo é capital fechado. Muehlfeld et al. (2011) evidenciaram que essa probabilidade de insucesso é maior em 3,6% quando as empresas alvo são de capital aberto. Dessa forma, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H3: A natureza da empresa alvo (capital aberto), aumenta a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

De forma similar à natureza da empresa, de capital aberto ou de capital fechado, Muehlfeld et al. (2011) também esperam diferenças entre as empresas alvo que são subsidiárias das empresas adquirentes daquelas que são independentes. As F&A que envolvem subsidiárias constituem um tipo de aquisição corporativa que não envolve negociação em condições de mercado e não ocorre em um ambiente competitivo, visto que as adquirentes já possuem parte das ações de suas subsidiárias (Slovin & Sushka, 1998).

Nesses casos, os gestores da empresa controladora iniciam a fusão, definem os termos e controlam a aprovação, em um processo que sugere o potencial de autonegociação por parte da controladora. Ao mesmo tempo, porém, como acionista majoritário, a controladora tem a responsabilidade fiduciária e a obrigação legal de tratamento justo aos acionistas minoritários da subsidiária (Slovin & Sushka, 1998). No entanto, as negociações com uma subsidiária são mais complicadas, pois a presença de uma empresa controladora geralmente implica que a propriedade seja mais concentrada. A empresa controladora tende a seguir uma agenda estratégica própria, dando origem a um risco elevado de conflitos de interesses, afetando positivamente a probabilidade de não conclusão das F&A (Muehlfeld et al., 2011).

Diferentemente da visão de Slovin e Sushka (1998), com vistas a obter uma amostra mais relevante, as operações classificadas como subsidiárias, neste trabalho, são aquelas em que a

empresa adquirente já possuía participação na empresa alvo, no entanto, a participação majoritária não foi uma condição necessária para esse estudo. Ou seja, as operações de F&A, neste caso, visam também a participação majoritária da empresa adquirente sobre a empresa alvo.

Empiricamente, Muehlfeld et al. (2011), com base em uma amostra de 13.911 tentativas de F&A entre empresas do setor de processamento de alimentos em todo o mundo, durante 1986-2006, encontrou evidências de que uma F&A envolvendo uma empresa alvo subsidiária da empresa adquirente tem 3,5% a mais de probabilidade de não ser completada devido a conflitos entre as empresas controladoras e subsidiárias. Neste sentido, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa.

H4: A empresa alvo ser subsidiária da empresa adquirente aumenta a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

Uma empresa que se envolve em múltiplas F&A pode possuir persistência de desempenho no período posterior às F&A devido à experiência superior do *Chief Executive Officer* (CEO), pois esses gestores, com o processo de repetição, podem entender melhor como ter sucesso em uma F&A, como evitar a concorrência e, se ocorrer uma disputa, como prevalecer (Bessler et al., 2015). As empresas obtêm aprendizado pela experiência e utilizam a experiência de sucessos, fracassos, desinvestimentos e alianças anteriores em seus esforços subsequentes de F&A (Kumar & Sengupta, 2021).

Neste sentido, Bessler et al. (2015) estudando 15.626 F&A internacionais que ocorreram entre 1990 e 2012, em 42 países, com foco em vencedores e perdedores em F&A, em um contexto de competição pela empresa alvo, descobriram que os vencedores têm mais experiência em F&A e empregam consultores financeiros mais respeitáveis. Isso sugere que o aprendizado aumenta a probabilidade de vencer os concorrentes pela empresa alvo, por exemplo, por meio de habilidades superiores de estruturação de negócios e de melhor capacidade de barganha.

Muehlfeld et al. (2011), com base em uma amostra de 13.911 tentativas de F&A entre empresas do setor de processamento de alimentos em todo o mundo, durante 1986-2006, encontrou evidências de que as empresas que realizaram múltiplas F&A, em um período de 12 meses, possuem 3,5% a mais de probabilidade de completar a próxima F&A. Ou seja, as experiências

em F&A de uma empresa e a frequência de negócios são positivamente correlacionadas com a probabilidade de conclusão. Dessa forma, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H5: A maior experiência da empresa adquirente em realizar F&A reduz a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

Considerando os fatores relacionados à forma com que o negócio é realizado, Wong e O'Sullivan (2001) e Kumar e Sengupta (2021) apontaram que a forma de pagamento em F&A é outro fator que pode afetar a ocorrência ou não das F&A. As empresas adquirentes podem decidir por comprar ou se fundir com a empresa alvo pagando com dinheiro, com as suas ações ou com uma combinação de ambas as formas. A relativa certeza dos valores pagos em dinheiro, comparado com a incerteza do verdadeiro valor das ações da empresa adquirente, pode influenciar a decisão de aceitar ou não a F&A (Wong & O'Sullivan, 2001).

Na visão de Kumar e Sengupta (2021), o pagamento em dinheiro diminui a complexidade da transação, o que favorece e facilita a aceitação do negócio pela empresa alvo. Muehlfeld et al. (2011) dizem que o dinheiro reduz a complexidade da tomada de decisão, o que pode reduzir o espaço para divergências e conflitos, o que aumenta a probabilidade de conclusão.

Na verdade, pode ser que a oferta em dinheiro realizada pela empresa adquirente seja mais satisfatória para a empresa alvo, pois conforme ressaltam Balakrishnan e Koza (1993) é razoável esperar que a empresa alvo somente aceite uma oferta de compra se o valor ofertado for igual ou superior ao valor presente líquido dos seus ativos. Ou seja, a oferta em dinheiro pode favorecer a concretização do negócio.

Neste sentido, Branch e Yang (2003) analisaram a probabilidade de sucesso nas F&A em 1.097 negócios americanos, entre 1991 e 2001, e encontraram evidências de que as tentativas de aquisição, quando as empresas adquirentes ofereceram dinheiro, têm maior probabilidade de sucesso do que aquelas adquirentes que ofereceram o pagamento na forma de ações. Resultados semelhantes foram encontrados por Muehlfeld et al. (2011), que estudando o setor de alimentos em todo o mundo, durante 1986 a 2006, encontraram evidências de que o pagamento em dinheiro facilita a ocorrência da F&A. Neste sentido, propõe-se a seguinte hipótese:

H6: O pagamento em dinheiro pela F&A, total ou parcialmente, reduz a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

Em diferentes contextos, evidências empíricas também mostram que as empresas alvo utilizam práticas de GR antes das F&A, quer seja por meio dos *accruals* ou por decisões reais (Campa & Hajbaba, 2016; Mughal et al., 2021; Elrazaz et al., 2021; Antonio et al., 2023).

As práticas de GR, quer sejam por meio de *accruals* ou por meio de decisões reais, afetam a qualidade das informações contábeis as quais desempenham um papel importante na fase de *due diligence* em F&A. Informações contábeis de alta qualidade reduzem os custos do processo de *due diligence* e da renegociação, porque minimizam o desacordo entre as empresas adquirentes e as empresas alvo sobre o valor da empresa alvo antes desse processo. Por outro lado, a divulgação de informações contábeis de baixa qualidade, por parte da empresa alvo, aumenta o custo do processo de *due diligence*, os custos de renegociação, aumenta o tempo de conclusão da F&A, o que pode aumentar a probabilidade de desistência do negócio (Amel-Zadeh & Zhang 2015; Marquardt & Zur, 2015; Wangerin, 2019).

Neste sentido, Lim e Chang (2017) investigaram 316 eventos de F&A realizadas na Coreia do Sul, entre 2002 e 2011, e encontraram evidências de que as empresas alvo utilizavam práticas de GR antes da ocorrência das F&A e essas práticas estavam positivamente relacionadas com a probabilidade de retirada do negócio. Chahine et al. (2018), estudando 940 negócios de F&A concluídos nos Estados Unidos, entre 1997 e 2013, encontraram evidências de que a qualidade da informação contábil, medida pela necessidade de reapresentação das demonstrações contábeis das empresas alvo, afetavam positivamente o tempo de conclusão das F&A.

De forma similar, Amel-Zadeh e Zhang (2015) estudando a reapresentação de demonstrações contábeis de empresas alvo americanas, no período de 2001 a 2008, encontraram evidências de que as transações de F&A nas quais há reapresentação de demonstrações contábeis das empresas alvo, levam mais tempo para serem concretizadas. Marquardt e Zur (2014), considerando F&A americanas entre 1990 e 2009, evidenciaram resultados que permitiram inferir que a qualidade da informação contábil representada pelos *accruals* discricionários, é um determinante significativo da velocidade do processo de F&A. Baralis et al. (2025) estudando empresas alvo europeias, no período de 2005 a 2023, encontraram resultados

consistentes de que as práticas de GR relacionadas aos *accruals* e aos custos de produção afetam o tempo de conclusão das F&A.

Os autores Marquardt e Zur (2014), Amel-Zadeh e Zhang (2015) e Baralis et al. (2025) estudaram o impacto de uma *proxy* de qualidade da informação contábil no tempo de conclusão de uma F&A. De modo geral, revelaram que quanto pior a qualidade da informação contábil, maior é o tempo gasto pela empresa adquirente para concluir a transação. Assim, este trabalho utiliza o tempo decorrido entre a data de anúncio e a data de conclusão da F&A como *proxy* para a qualidade da informação contábil da empresa alvo, envolvida no processo de F&A. A utilização dessa *proxy* decorre da ausência de informações suficientes das empresas alvo brasileiras, disponíveis na base de dados Refinitiv®.

Dessa forma, considerando que as práticas de GR realizadas pelas empresas alvo podem afetar a qualidade da informação contábil, que é avaliada durante o processo de *due diligence* realizado pela empresa adquirente, e que isso pode levar a um aumento no tempo gasto para concluir as F&A, propõe-se a seguinte hipótese:

H7: O tempo gasto na negociação de uma F&A aumenta a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

Em contextos de incertezas devido a crises, especialmente as econômicas, uma das formas de salvar empresas é a operação de F&A. As F&A desempenham um papel crucial na economia, especialmente em períodos de crise econômica, pois ajudam a resgatar empresas em dificuldades, aumenta a competitividade, impulsiona o crescimento econômico e atrai investimentos estrangeiros (Chiriac, 2021).

No entanto, o contexto econômico, político e social pode influenciar a evolução do número de fusões (Chiriac, 2021). Normalmente as empresas estão mais dispostas a se envolver em F&A quando a economia está crescendo e estão menos dispostas a se envolver nesses negócios quando o contexto econômico não oferece esta perspectiva. Kummer (2006) estudou transações de F&A na indústria farmacêutica sul-americana e descobriu que o número de transações de F&A está correlacionado com o desenvolvimento e o tamanho de uma economia medida em termos do Produto Interno Bruto (PIB). Chirar (2021) examinou a relação entre F&A e alguns

indicadores econômicos, dentre as quais o PIB, em fusões europeias entre 2015 e 2019 e encontrou relação positiva entre o PIB e a ocorrência de F&A.

Esse desenvolvimento econômico pode ser também refletido no índice de mercado de ações. Mueller e Burkhard (1999) defendem que ondas de F&A surgem em períodos de expansão econômica, quando há um rápido crescimento da economia e, portanto, aumentando o índice do mercado de ações. Na visão de Hyytinen e Pajarinen (2005) o desenvolvimento econômico pode afetar as F&A porque um índice de ações mais alto ajuda as empresas a financiar suas aquisições, não necessitando que elas invistam seus lucros ou aumente as dívidas para financiar a aquisição.

Fusões são mais prováveis em mercados sobrevalorizados do que em mercados subvalorizados. A sobrevalorização do mercado aumenta a probabilidade de que as empresas alvo superestimem as sinergias oferecidas pelos proponentes, levando a uma maior aceitação de ofertas (Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004).

Neste sentido, Kropf e Viswanathan (2004), examinando informações de F&A americanas, no período de 1987 e 2006, encontraram evidências de que as F&A ocorrem com maior frequência durante períodos de altas avaliações do mercado de ações. De forma similar, Tebourbi (2011) estudando empresas canadenses, entre 1998 e 2002, as fusões ocorrem durante períodos de alta avaliação de mercado, impulsionadas pelo otimismo excessivo dos investidores. Além disso, os gestores das empresas adquirentes estão cientes da sobreavaliação de suas empresas e agem racionalmente ao realizar fusões e pagar com as ações. Os resultados empíricos de Chirar (2021), que utilizando informações de fusões europeias entre 2015 e 2019, também mostraram evidências de que o índice de mercado de ações tem uma relação positiva com o número de F&A. Neste sentido, propõe-se as seguintes hipóteses:

H8: O desempenho positivo da economia reduz a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

H9: O desempenho do mercado de ações afeta a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

Outro fator relacionado ao país que pode influenciar a ocorrência de F&A é a incerteza política. A incerteza política pode ser uma fonte importante de risco, pois pode levar ao aumento da incerteza sobre os valores das empresas alvo ou o valor da sinergia que pode ser gerada com esses negócios (Bonaime et al., 2018).

A incerteza política influencia significativamente o ambiente em que as empresas conduzem os seus negócios, e choques na incerteza política podem induzir os gestores a alterar o curso de ação de suas empresas (Bonaime et al., 2018), pois a decisão de F&A é discricionária dos gestores e, portanto, pode haver uma relação negativa entre a incerteza política e o interesse de uma empresa em realizar uma fusão ou aquisição (Nguyen & Phan, 2017).

Ermolaeva (2019) utilizando uma amostra de 446 F&A internacionais iniciadas por empresas multinacionais russas, no período de 2000 a 2014, encontraram evidências de que fatores macroeconômicos como: crises econômicas, volatilidade cambial e incerteza política, tanto no país de origem quanto no país anfitrião, podem aumentar os riscos e a complexidade das F&A, tornando a conclusão do negócio menos provável.

Ferguson et al. (2024) investigaram como a incerteza política afeta o processo de aquisição durante o período pós-anúncio, usando uma amostra de aquisições de empresas de mineração australianas entre 1998 e 2017. Os resultados apontaram que o crescimento da incerteza política, após os anúncios iniciais de aquisição, está associado a atrasos na conclusão do negócio. Além disso, a incerteza política prolongada desempenha um papel importante no desencadeamento do abandono da aquisição. Quando a alta incerteza política persiste por 12 meses sem interrupção, a probabilidade de os adquirentes abandonarem os negócios anunciados no mês seguinte aumenta em 11%.

Nguyen e Phan (2017) discorrem que mesmo quando as empresas adquirentes estão dispostas a se envolver em propostas de F&A, levaria mais tempo para concluir os negócios durante períodos de incerteza política. Além disso, a série de incógnitas em torno da política e a regulamentação do governo pressiona as partes a renegociar ou até mesmo encerrar as aquisições anunciadas (Ferguson et al., 2024).

Dessa forma, considerando os trabalhos apresentados e entendendo que a incerteza política pode ser um fator crucial a ser considerado ao explorar os determinantes do abandono das F&A (Ferguson et al., 2024), apresenta-se a seguinte hipótese:

H10: O ambiente de incerteza da política econômica aumenta a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.

Outros fatores relacionados ao país podem afetar a desistência em F&A, especialmente aqueles relacionados à economia, como taxa de juros básicos da economia, taxa de inflação, taxa de abertura econômica, etc. No entanto, não constitui objeto desta tese discutir outros aspectos econômicos que influenciam a ocorrência de F&A no Brasil. Além disso, esses indicadores tendem a ser correlacionados com o desenvolvimento da economia, medido pelo PIB, variável que já está sendo utilizada neste artigo. Assim, após a definição das hipóteses, o próximo tópico contempla a metodologia que foi adotada na presente pesquisa.

4.5 Metodologia

Neste tópico, serão apresentados os critérios de seleção, a definição da amostra e das variáveis utilizadas, bem como o modelo econométrico e os testes de validação do modelo utilizados neste artigo.

4.5.1 Definição da Amostra

Para atender o objetivo desta pesquisa, foram considerados todos os eventos de F&A realizados no Brasil, catalogados pela base de dados Refinitiv®. O primeiro evento de F&A que consta na referida base possui data de anúncio em 03 de junho de 1986. Assim, foram utilizados dados de F&A ocorridos entre 03 de junho de 1986 até 31 de dezembro de 2024. O *software* Stata® foi utilizado para a análise dos dados, realizar os testes de validação e estimar os coeficientes das regressões.

No entanto, considerando os estudos realizados por Botsari e Weeks (2008); Higgins (2013); Farooqi et al. (2017); Chang e Pan (2020); Fasipe e Sun (2020) e Antonio et al. (2023) foram adotados seguintes critérios para a escolha da amostra: a) as empresas adquirentes devem ser listadas na B3; b) as F&A devem ser classificadas como completadas, pendentes ou

abandonadas no período do estudo; c) as F&A devem ser pagas com ações, dinheiro ou ambas as formas. Assim, considerando os critérios de escolha, a quantidade de F&A que foram utilizadas neste estudo está apresentada na Figura 4.1.

Figura 4.1

F&A completadas, pendentes ou abandonadas no Brasil.

Descrição	Quantidade (N)
Amostra Inicial (Quantidade de F&A entre 03/06/1986 e 31/12/2024) (Adquirentes de Capital Aberto)	2.646
Exclusões	
Negócios com a forma de pagamento (outros ou desconhecido)	1.824
Empresa Alvo (Governamentais, <i>Join Venture</i>)	19
Total de Negócios Realizados (Após as Exclusões)	803
F&A Completadas	572
F&A Retiradas	40
F&A Pendentes	191
Total de Negócios Realizados (Após as Exclusões)	803
Pagamento com dinheiro e ações (combinação)	178
Pagamento em Ações	135
Pagamento em Dinheiro	490
Total de Negócios Realizados (Por tipo de Pagamento)	803
Empresa Alvo de Capital Privado	361
Empresa Alvo de Capital Aberto	148
Empresa Alvo Subsidiária	294
Total de Negócios Realizados (Por tipo de Aquisição)	803

Fonte: Informações obtidas no Refinitiv®

Observa-se na Figura 4.1 que no período de 03/06/1986 a 31/12/2024, estão catalogados na base de dados Refinitiv® 2.646 F&A no Brasil. Desse total, 1.824 estão classificadas como forma de pagamento (outros ou desconhecido) e 19 F&A envolviam empresas alvo (governamentais ou *Joint Venture*). Portanto, após essas exclusões, foram utilizadas informações de 803 F&A. Desse total, 572 foram completadas, 191 estão pendentes de conclusão e 40 foram retiradas. Além disso, a maioria das F&A são pagas em dinheiro pela empresa adquirente (490) e a maioria envolve empresas alvo de capital privado (361), representando 61% e 45% do total da amostra, respectivamente.

4.5.2 Definição das Variáveis

Tendo em vista os autores que deram base para as hipóteses a serem testadas neste artigo, apresenta-se na Figura 4.2 a definição das variáveis a serem utilizadas nos modelos estatísticos desta pesquisa.

Figura 4.2

Definição das Variáveis Utilizadas nesta Pesquisa

Dimensão	Variável	Sigla	Forma de Cálculo	Referências
Empresa	Qualidade da Informação Contábil	GRA	Cálculo dos <i>accruals</i> conforme Equação 4.2 (Apêndice 4.A)	Marquardt & Zur (2015); Lim e Chang (2017)
		GRR	Cálculo da <i>proxy</i> para GRR conforme Equação 4.6 (Apêndice 4.A).	
	Empresa Alvo de Capital Aberto ou Fechado	PubTarg	Dummy que assume 1 para empresas alvo de capital aberto e 0, caso contrário.	Conn et al. (2005); Muehlfeld et al. (2011); Golubov et al. (2012); Brug e Sahib (2018)
	Empresa Alvo Subsidiária ou Independente	Subsid	Dummy que assume 1 para empresas subsidiárias e 0, caso contrário.	Muehlfeld et al. (2011)
	Experiência da Empresa Adquirente	Exp	Dummy que assume 1 para empresas envolvidas em outras F&A no período de 12 meses anteriores à F&A atual e 0, caso contrário.	Muehlfeld et al. (2011); Bessler et al. (2015); Brug e Sahib (2018)
Negócio	Forma de Pagamento	Cash	Dummy que assume 1 quando o pagamento foi realizado em dinheiro e 0, caso contrário.	Branch e Yang (2003); Muehlfeld et al. (2011); Moschieri e Campa (2014); Chen et al. (2017)
	Forma de Pagamento	PerCash	Percentual de pagamento em dinheiro variando de 0 a 100%.	Branch e Yang (2003); Muehlfeld et al. (2011); Moschieri e Campa (2014); Chen et al. (2017)
	Tempo para concretizar a F&A.	TC	Número de dias entre a data de anúncio e a data de conclusão da F&A dividido por 30.	Marquardt e Zur (2015); Wangerin (2019).
	Valor do Negócio	Lndeal	Logaritmo Natural do valor da F&A.	Brug e Sahib (2018)
Ambiente Econômico do País	Desenvolvimento Econômico	PIB	Variação percentual do PIB trimestral em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.	Chirar (2021)
	Índice de Mercado de Ações	IMA	A média do fechamento do mercado dos três meses anteriores à data de finalização da F&A (menos) média do fechamento do mercado dos três meses anteriores à data de anúncio da F&A, (dividido) pela media do fechamento do mercado dos três meses anteriores à data de anúncio da F&A.	Tebourbi (2011); Chirar (2021)
	Incerteza Política Econômica	IPE	Média do IPE dos três meses anteriores à data de finalização da F&A (menos) média do IPE dos três meses anteriores à data de anúncio da F&A, (dividido) pela media do IPE dos três meses anteriores à data de anúncio da F&A.	Baker et al. (2016); Ferguson et al. (2024).

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas referências bibliográficas

As variáveis que representam a dimensão das empresas, que podem afetar a probabilidade de não conclusão das F&A no Brasil, que foram testadas neste trabalho são: (PubTarg) que representarão as F&A que envolvem empresas alvo de capital aberto, por entender que quando a empresa alvo é de capital aberto é exigido maior divulgação de informações sobre a F&A pelos os acionistas e órgãos reguladores, o que pode inviabilizar a concretização da F&A (Muehlfeld et al. (2011).

Além dessa variável, a qualidade da informação contábil foi representada pelas *proxies* (GRA) e (GRR), calculadas conforme modelos estatísticos definidos por Kothari et al. (2005) e Roychowdry (2006), respectivamente. A qualidade da informação contábil, tanto de empresas adquirentes quanto das empresas alvo podem afetar a probabilidade de conclusão das F&A, conforme discutido na seção de revisão de literatura. As duas variáveis GRA e GRR são interagidas com o percentual de ações utilizado pela empresa adquirente (PerStck) na negociação da F&A. Alguns autores argumentam que ao utilizarem as suas ações as empresas adquirentes possuem maior interesse em gerenciar os seus resultados contábeis (Erickson & Wang, 1999; Louis, 2004 e Botsari & Meeks, 2008).

As outras duas variáveis foram aquelas que representam as empresas alvo subsidiárias (Subsid) e aquela que representa a experiência da empresa adquirente em processos de F&A (Exp). A empresa alvo ser subsidiária da empresa adquirente pode aumentar a probabilidade de não conclusão da F&A, devido a conflitos de interesses entre as duas partes (Muehlfeld et al. (2011). A experiência da empresa adquirente pode reduzir a probabilidade de não conclusão da F&A devido os conhecimentos acumulados dos gestores em outras fusões realizadas (Kumar & Sengputa, 2021).

As variáveis que representam a dimensão do negócio, ou seja, relacionado à forma com que a F&A foi realizada, foram: forma de pagamento (Cash e PerCash), tempo para finalizar uma F&A (TC) e valor do negócio (Lndeal). O pagamento em dinheiro reduz a incerteza na negociação entre empresas adquirentes e empresas alvo e reduz a probabilidade de não conclusão da F&A (Wong & O'Sullivan (2001). Quanto maior o tempo de conclusão maior a probabilidade de não conclusão de uma F&A, entendendo que o tempo de conclusão possui uma relação com o tempo gasto no processo de *due diligence* por parte da empresa adquirente o que pode inviabilizar a conclusão da F&A (Wangerin, 2019). O tamanho do negócio também pode reduzir a probabilidade de conclusão da F&A, devido a sua complexidade.

No âmbito do ambiente econômico do país, encontram-se as variáveis PIB, Índice de Mercado de Ações (IMA) e o Índice de Incerteza da Política Econômica (IPE). O desenvolvimento econômico, representado pelo PIB, pode favorecer a conclusão de uma F&A pelo fato da economia estar aquecida e isso influenciar os gestores em novos investimentos, como é o caso das F&A (Chirar, 2021). Essa variável foi obtida no sítio do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e corresponde à variação do PIB trimestral entre o período atual e o mesmo período do ano anterior.

O IMA é um indicador do mercado de ações, neste caso foi utilizado o IBOVESPA. Normalmente o indicador de mercado de ações é utilizado em estudos que envolvem F&A *cross-border*, como por exemplo (Chirar, 2021), onde estão presentes a relação entre dois ou mais países. Nesses casos, o indicador é construído considerando o fechamento do mercado de um determinado mês em relação ao fechamento do mercado no mês anterior. Considerando que este trabalho explora apenas as F&A ocorridas no Brasil, utiliza-se um método similar ao método utilizado por Ferguson et al. (2024) na construção do indicador IPE, onde os autores analisam o período anterior ao anúncio em relação ao período do fechamento das F&A.

Assim, foi considerado o IMA de determinado trimestre, a média do fechamento do mercado dos três meses anteriores à data de finalização da F&A (menos) a média do fechamento do mercado dos três meses anteriores à data de anúncio da F&A, (dividido) pela média do fechamento do mercado dos três meses anteriores à data de anúncio da F&A. O resultado dessa operação foi posicionado na tabela de dados, no trimestre correspondente à realização da F&A. A ideia desse indicador é avaliar se houve melhora no mercado de ações entre a data de anúncio e a data de finalização da F&A. Caso isso aconteça, pode esperar que haja condições favoráveis para concretizar a F&A.

O IPE é calculado para diversos países, sendo elaborado com base em citações de termos-chaves, que se relacionam com a incerteza da política econômica, em jornais de grande circulação em cada país, seguindo os métodos em "*Measuring Economic Policy Uncertainty*" de Baker et al. (2016).

Para construir esse indicador para o Brasil, os autores utilizam citações em artigos de texto do Jornal Folha de São Paulo desde 1991 até os dias atuais. Em cada mês, os autores contam o número de artigos que contém os termos: incerto ou incerteza, econômico ou economia e um

ou mais dos seguintes termos relevantes para políticas: regulação, déficit, orçamento, imposto, banco central, alvorada, planalto, congresso, senado, câmara dos deputados, legislação, lei e tarifa. Para obter o indicador de IPE, escala-se as contagens brutas de IPE pelo número de todos os artigos no mesmo jornal e mês. Redimensiona-se a série resultante para uma média de 100 (Baker et al., 2016).

Ferguson et al. (2024) construíram essa medida considerando a média do IPE dos três meses anteriores à data de finalização da F&A (menos) média do IPE dos três meses anteriores à data de anúncio da F&A, (dividido) pela média do IPE dos três meses anteriores à data de anúncio da F&A. O resultado dessa operação foi posicionado na tabela de dados, no trimestre correspondente à realização da F&A. A ideia desse procedimento é avaliar se houve melhora na incerteza da política econômica do país entre a data de anúncio e a data de finalização da F&A. Caso isso aconteça, pode esperar que haja condições favoráveis para concretizar a F&A.

Após a definição das variáveis a serem utilizadas neste estudo, o próximo tópico dispõe sobre o modelo econométrico a ser utilizado nesta pesquisa.

4.5.3 Modelo Econométrico para Verificação das Hipóteses de Pesquisa

Tendo em vista o objetivo da presente pesquisa que é verificar os fatores que podem influenciar a probabilidade de desistência das transações de F&A no Brasil, utiliza-se o modelo de regressão logística, conhecido como modelo Logit.

O uso do modelo Logit é encontrado em trabalhos que relacionam as práticas de GR com a probabilidade de escolha da forma de pagamento em F&A (Huang et al., 2019), para verificar a probabilidade de desistência do negócio (Branch & Yang, 2003; Muehlfeld et al., 2011; Chen et al., 2017; Brug & Sahib, 2018; Attah-Boakye et al., 2020) e para verificar a probabilidade de desistência do negócio devido às práticas de GR (Lim & Chang, 2017). O detalhamento do modelo de regressão logística pode ser encontrado no Apêndice 01.03 desta tese.

As variáveis do modelo de regressão logística que foi utilizado neste trabalho, se baseiam naquelas utilizadas por diversos autores, dentre os quais aqueles citados na Figura 4.2, dispostas na Equação 4.1, com o objetivo de testar as hipóteses propostas neste artigo.

$$Y = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 GRR_{(A)it-1} + \beta_2 GRR_{(A)it-1} \times PerStck + \beta_3 GRR_{(A)it-1} + \beta_4 GRR_{(A)it-1} \times PerStck + \beta_5 PubTarg_i + \beta_6 Subsid_i + \beta_7 Exp_i + \beta_8 TC_i + \beta_9 PerCash_i + \beta_{10} PIB_t + \beta_{11} IPE_t + \beta_{12} IMA_t + \beta_{13} Lndeal_i + \varepsilon_i \quad (4.1)$$

A variável dependente na Equação 4.1, é uma variável dicotômica que assume 1 quando a F&A foi retirada e 0 quando a F&A foi completada; GRR_{Ait} = *Proxy* para Gerenciamento de Resultados Real da empresa Aquirente; GRR_{Ait} = *Proxy* para Gerenciamento de Resultados por *Accruals* da Empresa Adquirente; $PerStck_i$ = Percentual de pagamento em ações, variando de 0 a 100%; $PubTarg_i$ = Variável *dummy* que assume 1 quando a empresa alvo é de capital aberto e 0, caso contrário; $Subsid_i$ = Variável *dummy* que assume 1 quando a empresa alvo é subsidiária e 0, caso contrário; Exp_i = *Dummy* que assume 1 para empresas envolvidas em outras F&A no período de 12 meses anteriores à F&A atual e 0, caso contrário; TC_i = Número de dias entre a data de anúncio e a data de conclusão da F&A dividido por 30; $PerCash_i$ = Percentual de pagamento em dinheiro, variando de 0 a 100%; PIB_t = Variação trimestral do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior; IPE_t = Indicador de Incerteza Política; $Lndeal_i$ = Variável que representa o tamanho do negócio, medido pelo Logaritmo Natural do valor do negócio; ε_{it} é o termo de erro do modelo; i = cada evento de F&A; t = trimestre da F&A e t-1 = trimestre anterior à F&A.

Os coeficientes da Equação 4.1, testarão as hipóteses propostas neste trabalho. A Figura 4.3 apresenta um resumo das hipóteses, bem como os sinais esperados dos coeficientes.

Figura 4.3

Resumo das Hipóteses a serem testadas neste artigo

Hipóteses	Coeficiente para Teste das Hipóteses	Sinal Esperado	Decisão
Hipóteses relacionadas às Empresas			
H1A: As práticas de GRA nas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, exercem influência positiva na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_1	+	$\beta_1 > 0$ = Não Rejeita
H1B: As práticas de GRA nas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, que utilizaram pagamento em ações, total ou parcialmente, aumentam a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_2	+	$\beta_2 > 0$ = Não Rejeita
H2A: As práticas de GRR nas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, exercem influência positiva na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_3	+	$\beta_3 > 0$ = Não Rejeita
H2B: As práticas de GRR nas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, que utilizaram pagamentos em ações, total ou	β_4	+	$\beta_4 > 0$ = Não Rejeita

parcialmente, aumentam a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.			
H3: A natureza da empresa alvo (capital aberto), exerce influência positiva na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_5	+	$\beta_5 > 0 = \text{Não Rejeita}$
H4: A empresa alvo ser subsidiária da empresa adquirente exerce influência positiva na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_6	+	$\beta_6 > 0 = \text{Não Rejeita}$
H5: A experiência da empresa em realizar F&A exerce influência negativa na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_7	-	$\beta_7 < 0 = \text{Não Rejeita}$
Hipóteses relacionadas à Forma de Negociação			
H6: O tempo gasto na negociação de uma F&A, exerce influência positiva na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_8	+	$\beta_8 > 0 = \text{Não Rejeita}$
H7: O pagamento em dinheiro exerce influência negativa na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_9	-	$\beta_9 < 0 = \text{Não Rejeita}$
Hipóteses relacionadas ao Ambiente Econômico			
H8: O desempenho da economia exerce influência negativa na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_{10}	-	$\beta_{10} < 0 = \text{Não Rejeita}$
H9: O índice do mercado de ações no Brasil afeta a probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_{11}	+	$\beta_{11} > 0 = \text{Não Rejeita}$
H10: A incerteza política exerce influência positiva na probabilidade de desistência das F&A no Brasil.	β_{12}	+	$\beta_{12} > 0 = \text{Não Rejeita}$

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações da pesquisa

Para conferir robustez aos resultados da equação econométrica utilizada neste artigo, foram realizados testes estatísticos, conforme descrito no Apêndice 01.03 desta tese. Além disso, em todos os modelos foi utilizado o teste Z para verificar a significância dos coeficientes estimados, considerando o nível de significância (α) adotado para a interpretação dos coeficientes estatísticos e dos testes de validação de 5%.

4.6 Resultados e Discussões

4.6.1 Estatísticas Descritivas

Na Tabela 4.1 consta a quantidade de F&A ocorridas no período de 1986 a 2024, no Brasil, considerando os critérios de definição da amostra conforme apresentados na seção metodológica. Verifica-se a existência de 572 F&A completas, 191 F&A pendentes e 40 F&A retiradas.

Tabela 4.1*Quantidade de F&A por Setor/Status da F&A*

Setor ¹	Completa	Pendente	Retirada	Total	% C	% P	% R
Produtos/Serviços de Consumo	31	9	4	44	70.45%	20.45%	9.09%
Consumo Básico	75	14	7	96	78.13%	14.58%	7.29%
Energia Elétrica	91	16	10	117	77.78%	13.68%	8.55%
Financeiro	64	49	1	114	56.14%	42.98%	0.88%
Saúde	39	21	3	63	61.90%	33.33%	4.76%
Tecnologia	27	12	1	40	67.50%	30.00%	2.50%
Indústria	41	21	2	64	64.06%	32.81%	3.13%
Materiais	52	18	2	72	72.22%	25.00%	2.78%
Mídia e Entretenimento	14	3	0	17	82.35%	17.65%	0.00%
Construção Civil	55	16	1	72	76.39%	22.22%	1.39%
Varejo	28	7	2	37	75.68%	18.92%	5.41%
Telecomunicações	55	5	7	67	82.09%	7.46%	10.45%
Total	572	191	40	803			

Nota: %C = Quantidade de F&A completadas dividido pela quantidade de F&A em cada setor; %P = Quantidade de F&A pendentes dividido pela quantidade de F&A em cada setor; %R = Quantidade de F&A retiradas dividido pela quantidade de F&A em cada setor. ¹conforme classificação do Refinitiv[®]

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Observa-se que os setores em que mais tiveram tentativas de F&A, entre completadas, pendentes e retiradas, foram: Energia Elétrica (117), Financeiro (114) seguidos de Consumo Básico (96). Destaca-se que no setor de Consumo Básico (75, 78,13% foram completadas), (14, 14,58% estão pendentes de conclusão) e (7, 7,29% foram retiradas). No setor de Energia Elétrica (91, 77,78% foram completadas), (16, 13,68% estão pendentes de conclusão) e (10, 8,55% foram retiradas). No setor Financeiro (64, 56,14% foram completadas), (49, 42,98% estão pendentes de conclusão) e (1, 0,88% foram retiradas).

Importante notar que o setor Financeiro é o que apresenta o maior percentual de F&A pendentes (42,98%). Por ser um setor relativamente concentrado, as F&A podem estar pendentes devido a análise dos órgãos reguladores. De modo geral, as empresas quando iniciam o processo de F&A demoram a desistir do negócio. Em vários setores, Saúde, Indústria e Tecnologia, a quantidade de F&A pendentes em relação à quantidade de F&A tentadas superam os 30%. Por outro lado, o percentual de F&A retiradas estão abaixo dos 10%, a exceção do setor de telecomunicações que ficou em 10,45%.

A Tabela 4.2 apresenta as médias das variáveis utilizadas neste estudo, considerando o *status* da F&A, se completada, pendente ou retirada.

Tabela 4.2*Média das Variáveis Utilizadas separadas por Status da F&A*

Status da F&A		GRA	GRR	Pubtarg	Subsid	Exp	TC	PerCash	Deal	PIB	IMA	IPE
Completadas	Média	0,000	0,070	0,195	0,368	0,365	3,580	0,711	383,57	2,705	2,846	3,896
	N	211	211	572	572	572	572	572	541	572	567	571
Retiradas	Média	0,008	0,068	0,550	0,275	0,225	5,894	0,676	1.029,47	1,466	0,954	20,022
	N	18	18	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Pendentes	Média	-0,005	0,098	0,073	0,376	0,445		0,762	84,43			
	N	72	72	191	191	191		191	185			

Notas: GRA = *Proxy Accruals* Discricionários; GRR = *Proxy* para Gerenciamento por meio de Decisões Reais; PUBTARG = Variável *dummy* que assume 1 quando a empresa alvo é de capital aberto e 0, caso contrário; SUBSID = *Dummy* que assume 1 para empresas subsidiárias e 0, caso contrário; EXP = Variável *dummy* que assume 1 para empresas envolvidas em outras F&A no período de 12 meses anteriores à F&A atual e 0, caso contrário; PERCASH = Percentual de pagamento em dinheiro, variando de 0 a 100%; TC = Número de dias entre a data de anúncio e a data de conclusão da F&A dividido por 30; DEAL = Variável que representa o tamanho medido pelo valor do negócio; PIB = Variação trimestral do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior; IMA = Índice de Mercado de Ações; IPE = Incerteza da Política Econômica.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Analisando as informações constantes da Tabela 4.2, em relação às variáveis que representam a dimensão da empresa, observa-se que a qualidade da informação contábil da empresa adquirente, representada pela *proxy* dos *accruals* discricionários, GRA, é maior, em média, nas F&A retiradas em relação às completadas. Ao contrário, a *proxy* de GRR, que representa o GR por meio de decisões reais, é maior, em média, nas F&A completadas em relação às retiradas.

A *proxy* de GRA foi, em média, de 0,000, muito próximo de zero, considerando que existem outras casas decimais, o que pode concluir que as práticas de GRA, em média, praticamente inexistem quando as F&A são completadas. Ao contrário, há a presença de práticas de GR relacionadas às decisões reais. No entanto, não parece haver diferenças dessas práticas entre as F&A que foram completadas daquelas que foram retiradas, uma vez que a *proxy* GRR foi de 0,070 e 0,068, respectivamente. Isso corrobora a visão de Graham et al. (2005), Cohen e Zarowin (2010) e Zang (2012), os quais sugerem que os gestores podem preferir as práticas de GRR porque as práticas de GRA podem ser mais fáceis de serem detectadas.

As F&A que envolvem empresas alvo que são de capital aberto possuem mais chance de serem retiradas. Em uma escala de 0 a 1, em que 0 (zero) representa as empresas alvo de capital fechado ou subsidiária e 1 (um) as empresas alvo de capital aberto, as F&A retiradas ficaram, em média, com 0,55 contra 0,19 das F&A completadas. Esse resultado sugere que quando as empresas alvo são de capital aberto existe a necessidade de divulgação informações superiores em relação às empresas de capital fechado, além de exigir aprovações de órgãos reguladores e

acionistas para serem concretizadas, favorecendo a retirada da proposta de F&A (Conn et al, 2005; Golubov et al., 2012).

Quando as empresas alvo são subsidiárias da empresa adquirente e o processo de F&A visa obter a participação majoritária na empresa alvo por parte da empresa adquirente, Muehlfeld et al. (2011) argumentam que nesse tipo de negociação há um risco elevado de conflitos de interesses, devido a presença de uma empresa controladora, que possui agendas estratégicas próprias que podem desagradar as empresas alvo, favorecendo a retirada da proposta de F&A. No entanto, observa-se pela análise descritiva que em uma escala de 0 a 1, as F&A completadas teve, em média, 0,368 e as F&A retiradas ficou com 0,275, o contrário do esperado em relação à literatura. Observa-se ainda, que as F&A pendentes de conclusão possuem, em média, 0,375. Isso revela que apesar de não retirar a proposta pela F&A, as negociações perduram por um período maior de tempo quando a empresa alvo é subsidiária da empresa adquirente.

Ainda na dimensão empresas, observa-se que a experiência da empresa adquirente em realizar F&A favorece concretizar novas F&A. Especificamente, em uma escala de 0 a 1 para o grau de experiência, em que 0 (zero) é sem experiência e 1 (um) é a experiência máxima, em que houve F&A nos 12 meses anteriores à F&A analisada. As empresas que completaram as F&A possuíam um grau de experiência, em média, de 0,365 e aquelas que retiraram a proposta pela F&A tinham uma experiência média de 0,225. Isso reforça os argumentos de Muehlfeld et al. (2011) e Bessler et al. (2015) de que a experiência favorece a concretização de F&A. Ressalta-se que entre as F&A pendentes, o grau de experiência da empresa adquirente nessas F&A ficou, em média, 0,445. Isso pode revelar que a experiência pode fazer com a que a empresa adquirente insista na negociação até concluir a transação, o que representa completar ou retirar a proposta pela F&A.

Passando a analisar as variáveis que fazem parte da dimensão do negócio, em que o foco é na forma com que a F&A é realizada, observa-se que as F&A são completadas, em média, após decorridos 3,5 meses. Enquanto que para as empresas retirarem a proposta pelas F&A são decorridos aproximadamente 6 meses, em média. Ou seja, quanto mais tempo demora o processo de F&A, maior a chance da proposta pela F&A ser retirada, reforçando os argumentos de Amel-Zadeh e Zhang (2015), Marquardt e Zur (2015) e Wangerin (2019).

O pagamento em dinheiro também influencia a finalização do processo de F&A. As empresas adquirentes que completam as F&A utilizam, em média, 71% em dinheiro. As empresas que retiram a proposta da F&A estavam dispostas a utilizar um percentual menor de dinheiro, cerca de 67%. Vale ressaltar que os processos de F&A que estão pendentes, em média, possuem como oferta de pagamento cerca de 76% em dinheiro. Ou seja, esse não parece ser o motivo dessas F&A estarem pendentes. De todo modo, analisando esse fator de forma isolada, o pagamento em dinheiro pode retirar as incertezas do processo e favorecer a concretização da F&A (Wong & O'Sullivan, 2001; Kumar & Sengupta, 2021).

Em relação ao tamanho do negócio, nesse caso o volume de recursos envolvidos na transação de F&A, também pode afetar a concretização da F&A. O argumento é que quanto mais recursos envolvidos, maior é o risco de estar pagando mais pela empresa alvo e ainda reduzir o ganho de sinergia após a conclusão da F&A. Nesse sentido, a análise descritiva mostra que, em média, as propostas para as F&A que são retiradas possui um valor de 1.029,47 bilhões de dólares contra 383,57 milhões de dólares daquelas que são completadas. Apesar de haver um número elevado de F&A pendentes, o valor dessas F&A são mais baixos em relação às aquelas completadas ou retiradas, totalizando, em média, 84,43 milhões de dólares.

Avaliando as variáveis que representam o ambiente econômico do país, este artigo analisou o PIB, o IMA e o IPE. De maneira geral, esses indicadores se comportaram conforme preconiza a teoria. Quando se analisa o PIB referente ao trimestre da F&A, observa-se que, em média, quando as F&A são completadas, o crescimento da economia foi de 2,705% contra 1,466% quando as empresas retiraram a proposta pela F&A. Isso reforça o argumento de quando a economia está aquecida há uma tendência dos gestores se empenharem em F&A de forma mais intensa (Chiriac, 2021).

O crescimento do PIB pode refletir no mercado de ações, uma vez que as empresas que estão neste mercado, normalmente são de grande porte e o crescimento da economia passa pelo crescimento dessas grandes empresas. Isso pode fazer com que ocorra um maior número de F&A e/ou favorecer a concretização dessas F&A com vistas a atender as demandas do desenvolvimento econômico. Especificamente, o IMA apresentado na Tabela 4.2 é superior quando as F&A são completadas em relação às propostas de F&A que são retiradas. Esse indicador foi, em média, 2,846% e 0,954% para as F&A completadas e retiradas, respectivamente. Pela forma que esse indicador foi construído, conforme pode ser verificado

na Figura 4.2, observa-se que quando há uma melhoria no mercado de ações entre o período de anúncio e o período de fechamento do negócio, favorece as F&A serem completadas. Quando isso não acontece, há uma tendência da proposta de F&A ser retirada. Esses resultados reforçam os argumentos de Kropf e Viswanathan (2004) e Tebourbi (2011).

Ainda em relação ao ambiente econômico do país, quando se analisa o indicador de incerteza da política econômica, proposto por Baker et al. (2016), observa-se que quando há uma piora no IPE há uma tendência das propostas de F&A serem retiradas. Isso significa que quando há um anúncio de uma F&A e o ambiente de incerteza da política econômica se deteriora entre o período do anúncio e o período de fechamento da F&A, as empresas retiraram as propostas de F&A. Para as F&A completadas esse indicador piorou em 3,89%. Quando as propostas de F&A foram retiradas o IPE piorou em 20% dentro do período de negociação da F&A.

As análises apresentadas até aqui, foram exploratórias, visando verificar o comportamento das variáveis que podem afetar a probabilidade de uma proposta pela F&A ser retirada por parte da empresa adquirente. No próximo tópico são apresentados os resultados da equação econométrica que foi utilizada para testar as hipóteses de pesquisa. Ressalta-se, porém, que não foram utilizadas as informações das F&A classificadas como pendentes, em virtude de não ser o objeto principal do estudo e pela dificuldade de construir as variáveis TC, PIB, IMA e IPE que envolvem a data de conclusão das F&A, que é inexistente neste caso.

4.6.2 Análise das Hipóteses de Pesquisa

A Tabela 4.3 apresenta os coeficientes e os efeitos marginais da Equação 4.1. Ressalta-se que devido às informações faltantes, optou-se por apresentar dois resultados. Nas colunas três e quatro da referida tabela, utiliza-se todas informações disponíveis, perfazendo um total de 580 observações. Na quinta e sexta colunas da Tabela 4.3, foram utilizadas 226 observações, pelo fato da *proxy* de GR não estar disponível em todo o período. Portanto, a análise recairá sobre os resultados oriundos da estimação com o maior número de observações, exceto quando da análise do GR.

Verificando os testes de validação do modelo Logit percebe-se que a classificação geral dos modelos, que é uma relação entre a sensibilidade e a especificidade do modelo (Fávero et al., 2014), ficou próxima de 72%. Essa eficiência geral do modelo foi alcançada considerando o

Cutoff de 0,06 que é a relação entre as F&A retiradas (40) e o total de F&A (580). Essa definição encontra respaldo em Verbeek (2004) o qual defende que o ponto de corte deve levar em consideração as observações classificadas como (1), evento e (0), não evento. A curva ROC dos modelos ficou próximo de 0,80, nível considerado adequado por (Fávero et al., 2014). Além disso, o Teste de *Hosmer-Lemeshow* revela que o modelo é bem ajustado.

Os coeficientes associados à variável GRA, que representa a *proxy* de GR por meio dos *accruals*, bem como sua interação com a forma de pagamento em ações (*PerStock*) mostraram-se positivos, mas não significativos estatisticamente. Isso indica que as práticas de GRA realizadas no período anterior às F&A não afetam a probabilidade de uma F&A ser retirada, independentemente da forma de pagamento utilizada pela empresa adquirente. Dessa forma, as hipóteses 1A e 1B propostas neste artigo devem ser rejeitadas.

Os coeficientes associados à variável GRR, que representa a *proxy* de GR por meio de decisões reais, bem como sua interação com a forma de pagamento em ações (*PerStock*) mostraram-se negativos, o que seria contrário ao esperado. Todavia os coeficientes não foram significativos estatisticamente. Isso significa que as práticas de GRR realizadas no período anterior às F&A não afetam a probabilidade de uma F&A ser retirada, independentemente da forma de pagamento pelas F&A. Portanto, as hipóteses 2A e 2B propostas neste artigo devem ser rejeitadas.

Tabela 4.3

Coeficientes da Equação 4.1 – Teste das Hipóteses apresentadas neste artigo

Variáveis	Sinal Esperado	Y = 0 ou 1	Efeito Marginal	Y = 0 ou 1	Efeito Marginal
GRA	+			18,936	0,721
GRA x PerStock	+			30,385	1,157
GRR	+			-1,641	-0,062
GRR x PerStock	+			-16,789	-0,639
PUBTARG	+	1,800***	0,123***	2,759***	0,309*
SUBSID	+	0,323	0,013	0,028	0,001
EXP	-	-0,525	-0,020	-0,124	-0,004
TC	+	0,027	0,001	0,004	0,000
PerCash	-	0,734*	0,030*	0,718	0,027
PIB	-	-0,094*	-0,003*	-0,161**	-0,006**
IMA	-	-0,009	-0,000	-0,022	-0,000
IPE	+	0,005	0,000	0,002	0,000
LNDEAL	+	0,205**	0,008**	0,246	0,009
Intercepto	+/-	-4,660***		-4,233***	
LR Teste		46,11***		31,67***	
Teste VIF		1,35		1,44	
Teste Hosmer-Lemeshow		8,35		16,15*	

<i>Cutoff</i>	0,06	0,06
Sensitividade	67,50%	66,67%
Especificidade	72,78%	72,60%
Classificação	72,41%	72,12%
Curva ROC	0,781	0,790
Pseudo R ²	0,158	0,252
Observações	580	226

Equação 4.1: $Y = \ln\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 GRA_{(A)it-1} + \beta_2 GRA_{(A)it-1} \times PerStck + \beta_3 GRR_{(A)it-1} + \beta_4 GRR_{(A)it-1} \times PerStck + \beta_5 PubTarg_i + \beta_6 Subsid_i + \beta_7 Exp_i + \beta_8 TC_i + \beta_9 PerCash_i + \beta_{10} PIB_t + \beta_{11} IPE_t + \beta_{12} IMA_t + \beta_{13} LnDeal_i + \varepsilon_i$

Notas: Variável Dependente = 0 (F&A completadas) ou 1 (F&A retiradas); GRA = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 4.2 (Apêndice 4.A) do período t-1; GRR = GR por meio de decisões reais calculados conforme Equação 4.6 (Apêndice 4.A) do período t-1; PUBTARG = Variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; SUBSID = Variável *dummy* que assume 1 para empresas subsidiárias e 0, caso contrário; EXP = Variável *dummy* que assume 1 para empresas envolvidas em outras F&A no período de 12 meses anteriores à F&A atual e 0, caso contrário; TC = Número de dias entre a data de anúncio e a data de conclusão da F&A dividido por 30; PERCASH = Percentual de pagamento em dinheiro variando de 0 a 100%; PIB = Variação percentual do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior; IMA = Média do fechamento do mercado dos 03 meses anteriores à data de finalização da F&A (menos) média do fechamento do mercado dos 03 meses anteriores à data de anúncio da F&A, (dividido) pela média do fechamento do mercado dos 03 meses anteriores à data de anúncio da F&A; IPE = Média do IPE dos 03 meses anteriores à data de finalização da F&A (menos) média do IPE dos 03 meses anteriores à data de anúncio da F&A, dividido pela média do IPE dos 03 meses anteriores à data de anúncio da F&A; LNDEAL = Logaritmo Natural do valor do negócio.

*** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

A ideia dessas quatro hipóteses analisadas anteriormente é que as práticas de GR realizadas pelas empresas adquirentes poderiam levar à desistência do negócio por parte da empresa alvo, uma vez que essas práticas podem superavaliar as ações da empresa adquirente, que são negociadas no mercado de capitais, e assim a empresa alvo receberia um número menor de ações na concretização da F&A. Dessa forma, a empresa alvo percebendo essa estratégia poderia desistir de realizar a F&A.

No entanto, esses resultados podem revelar que as empresas alvo não conseguem identificar as práticas de GRA, caso ocorram, nas empresas adquirentes, e acabam aceitando a proposta feita pela F&A independentemente do GR, ou ajustam as condições de preço, devido às incertezas da informação contábil, e finalizam a transação. Isso pode ter consequências para os acionistas da empresa alvo, pois podem receber um valor menor pela transação, devido à superavaliação das ações da adquirente.

Uma empresa alvo de capital aberto, quando está em processo de F&A, em comparação com uma empresa alvo de capital fechado, deve divulgar informações superiores em relação à F&A que está sendo negociada. Quando a empresa é de capital fechado as informações sobre a F&A fica restrita a um número menor de pessoas, ao contrário das empresas de capital aberto que

precisam divulgar informações e frequentemente necessitam de aprovações regulatórias e ou/ dos acionistas.

Condizente com essa pressuposição, o coeficiente associado a essa variável (PUBTARG) apresentou-se positivo e significativo estatisticamente. Isso significa que quando a F&A envolve empresas alvo de capital aberto, aumenta a probabilidade de não conclusão da F&A. O efeito marginal associado a essa variável foi de 0,112. Dessa forma, a probabilidade de não conclusão de uma F&A, no Brasil, aumenta em 11,20% quando a empresa alvo é de capital aberto. Diante disso, a hipótese 3 deste artigo não deve ser rejeitada.

Os resultados relativos à natureza da empresa alvo, ser de capital aberto ou fechado, apresentados neste artigo, coadunam com autores internacionais como Brug e Sahib (2018), Han e Zeng (2017) e Muehlfeld (2011), os quais evidenciaram que quando as empresas alvo são de capital aberto a probabilidade de uma F&A ser concretizada diminui. Especificamente, é apontado na literatura que a obrigatoriedade de divulgação de informações superiores à uma negociação com empresas alvo capital fechado, afeta a probabilidade de conclusão da F&A. Assim, esses resultados implicam aos gestores e acionistas que quando há empresas de capital aberto, envolvidas em transações de F&A, existe uma probabilidade desse evento não ser concretizado e isso pode afetar os custos desse processo de investimentos que podem não ser recuperados.

Alguns autores avaliam que quando as empresas consideradas subsidiárias das empresas adquirentes, ao participarem de um processo de F&A, há um natural conflito de interesses com as empresas controladoras e isso pode afetar o processo de conclusão da F&A. No entanto, a variável que representa as empresas subsidiárias (SUBSID), foi positiva, conforme esperado, mas não significativa estatisticamente. Isso revela que a empresa alvo ser subsidiária da empresa adquirente não afeta a probabilidade de conclusão de uma F&A no Brasil, rejeitando, portanto, a hipótese 4 deste artigo.

Muehlfeld (2011), ao estudarem essa hipótese, encontraram evidências de que a probabilidade de uma F&A não ser completada era 3,5% superior quando a empresa alvo era subsidiária. Portanto, os resultados apresentados para essa hipótese, no Brasil, não coadunam com os resultados apresentados por Muehlfeld (2011). A ideia seria que a relação entre as empresas controladoras e as subsidiárias pode não ser harmoniosa e abra espaços para conflitos entre as

partes quando das discussões sobre uma F&A. Pelos resultados apresentados, isso não ficou evidenciado nesta pesquisa, o que demonstra que esse tipo de relação entre empresas brasileiras não há conflitos que comprometam as transações de F&A.

Quando uma empresa adquirente se envolve em múltiplas operações de F&A, especialmente em períodos curtos de tempo, um ano, dois anos, por exemplo, pode trazer para os gestores da empresa adquirente uma experiência nesses processos e assim favorecer a conclusão de uma F&A, quando forem realizar uma próxima F&A. Contudo, o coeficiente associado à variável que mede a experiência da empresa adquirente em F&A (EXP), foi negativo, conforme esperado, mas não foi significativo estatisticamente. Isso revela que independente da experiência da empresa adquirente em F&A, elas podem ou não serem concretizadas. Assim, a hipótese 5 apresentada neste artigo deve ser rejeitada.

Os resultados apresentados não corroboram as ideias de Bessler et al. (2015) e de Kumar e Sengupta (2021) de que uma maior frequência de ocorrência de F&A traria experiência para os gestores das empresas adquirentes e isso facilitaria a ocorrência de F&A. Além disso, não corroboram os resultados encontrados por Muehlfeld (2011) e Bessler et al. (2015), os quais evidenciaram que a experiência anterior em F&A reduz a probabilidade de uma próxima F&A não ser completada. As evidências apresentadas neste artigo caminham na direção de que a experiência anterior não influencia na concretização das F&A no Brasil. Isso revela para os acionistas de empresas adquirentes e alvos que a experiência da empresa adquirente em realizar múltiplas transações não garante o sucesso nas F&A subsequentes. Ao contrário, cada evento de F&A pode ter características diferenciadas que demandem dos gestores envolvidos análises detalhadas da situação específica.

O TC de uma F&A, isto é, o período de tempo entre a data de anúncio e a data de conclusão de uma F&A, pode revelar altos investimentos no processo de *due diligence*, e um dos fatores que pode afetar esse período de tempo gasto é a qualidade inferior das informações contábeis das empresas alvo. No entanto, verifica-se que o coeficiente associado à variável TC foi positivo, conforme esperado, mas não foi significativo estatisticamente. Assim, pode-se concluir que o período de tempo entre a data de anúncio e a data de conclusão da F&A não afeta a probabilidade de não conclusão das F&A no Brasil, rejeitando a hipótese 6 deste artigo.

Esse resultado, apesar de não estar coerente com aqueles apresentados por Amel-Zadeh e Zhang (2015), Chahine et al. (2018) e Baralis (2025), pode indicar que independentemente de haver informações contábeis de baixa qualidade na empresa alvo, as empresas adquirentes ajustam o preço a ser pago por ela e finaliza a transação. Podem existir ainda fatores como, alguma demanda judicial que precisa ser finalizada, especialmente no caso do Brasil em que há uma judicialização elevada ou alguma questão ambiental envolvida que necessite de resolução antes que se concretize a F&A, que pode afetar o TC de uma F&A no Brasil.

A forma de pagamento em uma F&A pode afetar a percepção dos envolvidos neste processo. Especificamente, quando o pagamento é realizado em dinheiro, em comparação com o pagamento realizado com as ações da empresa adquirente, pode ser que as incertezas em relação ao verdadeiro valor das ações aumentem e, assim, o pagamento em dinheiro facilite a concretização de uma F&A. Contudo, o coeficiente associado à variável que representa o pagamento em dinheiro (*PerCash*), foi positivo, contrário ao esperado, e significativo estatisticamente. Ou seja, mesmo pagando em dinheiro, o que, em teoria, é um valor líquido e certo que seria recebido pela empresa alvo, existe uma probabilidade positiva de não conclusão de uma F&A no Brasil. Os resultados revelam que um aumento de 1% no pagamento em dinheiro aumenta em 0,03% a probabilidade de uma F&A não ser concluída no Brasil, o que faz com que a hipótese 7 deste artigo seja rejeitada.

De forma complementar, este trabalho realizou testes adicionais utilizando outras variáveis que representam as outras formas de pagamento. Especificamente, quando se utilizou uma *dummy* (*Cash*) para representar as F&A que foram pagas apenas com dinheiro, o coeficiente associado a ela foi na mesma linha, positivo e significativo estatisticamente. Diante disso, verificou-se ainda que quando foi utilizado uma variável *dummy* (*Stk*) ou o percentual de pagamento em ações (*PerStock*) os coeficientes foram negativos e significativos estatisticamente. Esses resultados adicionais constam na Tabela 4.4 do Apêndice 4.B e reforçam a rejeição da hipótese 7 deste artigo.

Esses resultados não corroboram aqueles encontrados por Branch e Yang (2003) e Muehlfeld (2011), pois esses autores concluíram que o pagamento em dinheiro facilita a ocorrência das F&A, uma vez que retiraria do processo de negociação as incertezas decorrentes das outras formas de pagamento, especialmente com as ações da empresa adquirente. Contudo, isso não ficou evidente nesta pesquisa. Isso pode revelar que as empresas adquirentes brasileiras não

praticam GR para aumentar o valor de suas ações no mercado, possivelmente temendo que esse mercado descubra e desconte essa incerteza dos números contábeis sobre o valor das suas ações.

O desenvolvimento econômico de um país, medido pelo PIB, pode favorecer a concretização de uma F&A. Quando o PIB de um país revela que a economia está em um processo de crescimento, naturalmente podem sentir a necessidade de uma estratégia de crescimento da empresa, por meio de F&A, para atender às demandas de um crescimento econômico. Condizente com essa poposição, o coeficiente associado à variável (PIB), foi negativo e significativo estatisticamente, com um efeito marginal de 0,004. Isso significa que o PIB crescendo em uma unidade, a probabilidade de uma F&A não ser concretizada reduz em 0,40%, não devendo, assim, rejeitar a hipótese 8 deste artigo.

Neste sentido, apesar do crescimento do PIB reduzir a probabilidade de uma F&A não ser concretizada no Brasil em apenas 0,40%, esse resultado está de acordo com as ideias de Kummer (2006) e Chiriac (2021). Esses autores argumentam que as empresas estão mais dispostas a se envolverem em F&A quando a economia está crescendo e, assim, o número de transações aumentam neste período. Portanto, os gestores das empresas brasileiras podem ter uma tendência de esperar a economia do país ter sinais de melhoria para se empenhar em eventos de F&A. Neste sentido, se uma economia ter a perspectiva de crescimento, isso pode virar um ciclo virtuoso, favorecendo mais crescimento futuro.

Congruente ao desenvolvimento da economia, é possível que quando o índice de mercado de ações está valorizado, os gestores possuam o interesse em investir em F&A, especialmente utilizando as suas ações para concretizar a F&A, e isso afete negativamente a probabilidade de não conclusão de uma F&A. Contudo, o coeficiente associado à variável (IMA), apesar de ser negativo, não se mostrou significativo estatisticamente, devendo ser rejeitada a hipótese 9 deste artigo. No entanto, esses resultados não estão aderentes àqueles encontrados por Kropf e Viswanathan (2004), Tebourni (2011) e Chirar (2021) e podem revelar que os gestores das empresas adquirentes brasileiras estão perdendo o momento da valorização das suas ações no mercado para realizar as F&A. Ou, diferente disso, as empresas alvo, percebendo essa supervalorização podem exigir da empresa adquirente o pagamento em dinheiro para concretizar as F&A.

Ao contrário do desenvolvimento econômico, a incerteza da política econômica pode induzir à não concretização de uma F&A, fazendo com que os gestores da empresa adquirente desistam ou posterguem a conclusão de uma F&A. No entanto, o coeficiente associado à Incerteza da Política Econômica (IPE) foi positivo, mas não significativo estatisticamente. Isso revela que não há um impacto significativo do IPE na probabilidade de não conclusão de uma F&A no Brasil, não corroborando os resultados encontrados por Ferguson et al. (2024) e rejeitando a hipótese 10 deste artigo. A não consideração do ambiente de incerteza da política econômica brasileira pelos gestores em negociações de F&A, pode levar a ausência ou baixa geração de sinergias futuras, o que pode acarretar em prejuízos para os acionistas existentes e potenciais.

4.7 Considerações Finais

O objetivo desta presente pesquisa foi verificar quais fatores relacionados às empresas, à forma com que o negócio é realizado e ao ambiente econômico do país, explicariam a probabilidade de desistência das transações de F&A no Brasil, no período de 1986 a 2024. Visando atender esse objetivo, foram utilizadas informações de 612 F&A, sendo 572 completadas e 40 retiradas. Em uma análise descritiva, foram utilizadas ainda informações de 191 F&A que estão classificadas como pendente na base Refinitiv®, mas que não foram utilizadas para responder ao objetivo deste artigo.

Os resultados apontaram que as práticas de GR, quer sejam por meio dos *accruals* ou por meio das decisões reais não afetam a probabilidade de não conclusão das F&A, independentemente da forma de pagamento utilizada. De igual forma, o tempo de conclusão da F&A, a empresa alvo ser subsidiária da empresa adquirente, a empresa adquirente possuir experiência na realização de F&A, a valorização do mercado de ações e a incerteza da política econômica do Brasil também não afetam a probabilidade de não conclusão das F&A.

A forma de pagamento afeta a probabilidade de conclusão de uma F&A. No entanto, contrário ao esperado, quando a F&A é paga em dinheiro, seja total ou parcialmente, o efeito sobre a probabilidade de não conclusão de uma F&A foi positiva, quando o esperado era que fosse negativa, indicando que o pagamento em dinheiro retiraria as incertezas em relação ao pagamento em ações e assim, facilitaria a conclusão das F&A. No entanto, isso abre uma possibilidade de análise futura, que é contrária à proposição teórica, de que o pagamento em ações favorece a concretização das F&A no Brasil.

Coerente com o que prevê a teoria, as empresas alvo ser de capital aberto afeta positivamente a probabilidade de não conclusão das F&A e o desenvolvimento econômico afeta negativamente a probabilidade de não conclusão das F&A. Ser empresa alvo de capital aberto exige divulgação de informações superiores em relação às empresas alvo de capital fechado, o que pode influenciar as negociações da F&A. Por outro lado, o desenvolvimento econômico pode incentivar os gestores a se empenharem em F&A na expectativa de atender as demandas do mercado.

Do ponto de vista das finanças corporativas das empresas, apesar da informação ser uma ferramenta necessária e importante no processo de F&A, ressalta-se que a qualidade da informação contábil, representada pelas *proxies* de GR, não afetaram a probabilidade de conclusão de uma F&A. Além disso, o pagamento em dinheiro que sinaliza a retirada das incertezas nas F&A parece não ser suficiente para favorecer a concretização das F&A. Por outro lado, a informação de que a empresa alvo é de capital aberto e/ou as F&A envolvem valores elevados, favorecem à não conclusão de F&A. Uma sinalização importante e coerente é o desenvolvimento econômico. O crescimento da economia sinaliza a necessidade de crescimento das empresas para atender a demanda econômica, favorecendo a conclusão das F&A.

Os resultados apresentados neste artigo contribuem com os gestores envolvidos nos processos de F&A ou que ainda poderão se envolver, no sentido apresentar a eles os fatores e a relação desses fatores com a probabilidade de conclusão ou não das F&A. Observando esses resultados, os gestores poderão entender previamente as dificuldades de um processo de F&A e se prepararem para superá-los, pois se retirar de processo de F&A, sem a sua conclusão, significa recursos dispendidos sem a possibilidade de retorno.

Além desses resultados, é importante ressaltar a quantidade de F&A classificadas como pendentes na base de dados Refinitiv®. Trabalhos futuros poderão explorar as características das empresas envolvidas nesses processos e os fatores que levam essas F&A estarem pendentes de conclusão. Estar pendente pode significar gastos relevantes com uma negociação prolongada. Neste sentido, entender esses fatores poderá favorecer as decisões de gestores das empresas adquirentes no momento da escolha das empresas alvo. Além disso, outros fatores relacionados às empresas, como as informações contábeis da empresa alvo e aqueles relacionados ao ambiente econômico e institucional do país, podem ser explorados em outros trabalhos, considerando os países componentes do BRICS, por exemplo.

Referências

- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
<https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50022-X>
- Amel-Zadeh, A., & Zhang, Y. (2015). The economic consequences of financial restatements: Evidence from the market for corporate control. *The Accounting Review*, 90(1), 1-29.
<https://doi.org/10.2308/accr-50869>
- Antonio, M. O. M.; Monte-Mor, D. S.; Brugni, T. V.; Avelino, B. C. & Nossa, V. (2023). Gerenciamento de resultados por accruals e por decisões operacionais em fusões e aquisições no Brasil. *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*, 42(2), 19-33.
<https://doi.org/10.4025/enfoque.v42i2.59768>
- Attah-Boakye, R., Guney, Y., Hernandez-Perdomo, E, and Mun, J. (2020). Why do some M&A deals fail? A global perspective. *International Journal of Finance and Economics*, 26(3), 4734-4776.
<https://doi.org/10.1002/ijfe.2039>
- Baker, S. R., N. Bloom & S. J. Davis (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Balakrishnan, S., & Koza, M. P. (1993). Information asymmetry, adverse selection and joint ventures. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 20, 99-117.
[http://dx.doi.org/10.1016/0167-2681\(93\)90083-2](http://dx.doi.org/10.1016/0167-2681(93)90083-2)
- Banseh, M. Y. & Khansalar, E. (2016). The impact of the UK Corporate Governance Code 2010 on earnings management around mergers and acquisitions. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 1-18. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v8n2p1>
- Baralis, V.; Dokas, I.; Leontidis, C. & Spyromitros, E. (2025) Decoding due diligence delays: The role of earnings management in European mergers and acquisitions outcomes. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 1-19. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22793>
- Berkovitch, E. & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362. <https://doi.org/10.2307/2331418>
- Bessler, W. & Schneck, C. (2015). Excess premium offers and bidder success in European takeovers. *Springer International Publishing, Eurasian Economic Review*, 5(1), 23-62.
<https://doi.org/10.1007/s40822-015-0017-6>
- Bonaime, A., Gulen, H. & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 129, 531-558. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.007>
- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, 633-670.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02091.x>
- Branch B. & Yang, T. (2003). Predicting successful takeovers and risk arbitrage. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 42(1-2), 3-18. <https://www.jstor.org/stable/40473361>
- Brug, H. T. & Sahib, P. R. (2018). Abandoned deals: the merger and acquisition process in the electricity and gas industry. *Energy Policy*, 123, 230-239.
<https://doi.org/10.1016/j.enpol.2018.08.042>

- Brau, J. C. & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance*, 61(1), 399-436. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x>
- Campa, D. & Hajbaba, A. (2016). Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings manage. *International Review of Financial Analysis*, 44, 56-64. <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.008>
- Chahine, S.; Hasan, I. & Mazboudi, H. (2018). The role of auditors in merger and acquisition completion time. *International Journal of Auditing*, 22(3), 568-582. <https://doi.org/10.1111/ijau.12142>
- Chakrabarti, A. & Mitchell, W. (2016). The role of geographic distance in completing related acquisitions: evidence from US chemical manufacturers. *Strategic Management Journal*, 37(4), 673-694. <https://doi.org/10.1002/smj.2366>
- Chen, Z.; Han, B. & Zeng, Y. (2017). Financial hedging and firm performance: Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *European Financial Management*, 23(3), 415-458. <https://doi.org/10.1111/eufm.12103>
- Chiriac, I. (2021). The Impact of Economy on Mergers & Acquisitions in European Markets. *Journal of Financial Studies & Research*, 1-8. <https://doi.org/10.5171/2021.206635>
- Conn, R. L.; Cosh A.; Guest, P. M. & Hughes, A. (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 815-870. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00615.x>
- Cumming, D.; Jindal, V.; Kumar, S. & Pandey, N. (2023). Mergers and acquisitions research in finance and accounting: Past, present, and future. *European Financial Management*, 29(5), 1464-1504. <https://doi.org/10.1111/eufm.12417>
- Dalmácio, F. Z.; Lopes, A. B.; Rezende, A. J. & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding Earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequence. *Journal of Accounting and Economics* 50, 344–401. <http://doi:10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dias Filho, J. M. (2000). A linguagem utilizada na evidenciação contábil: uma análise de sua compreensibilidade à luz da teoria da comunicação. *Caderno de Estudos*, 13(24), 38-49. <https://doi.org/10.1590/S1413-92512000000200003>
- Dikova, D.; Sahib, P. R. & Witteloostuijn, A. (2010). Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies* 41, 223–245. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.10>
- Easterwood, C. M. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: An empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14(1), 29–48. <https://doi.org/10.19030/jabr.v14i1.5726>
- Elrazaz, T. Z., Elmassri, M. & Ahmed, Y. (2021). Real earnings manipulation surrounding mergers and acquisitions: the targets' perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), 429-451. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2020-0188>

- Erickson, M. & Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 149-176.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00008-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00008-7)
- Ermolaeva, L. (2019). M&A deals completion and abandonment by Russian MNE. *International Journal of Emerging Markets*, 14(3), 475-494. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2016-0140>
- Farooqi, J., Ngo, T. & Jory, S. (2017). Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. *Review of Accounting and Finance*, 16(3), 322-347.
<https://doi.org/10.1108/RAF-12-2014-0132>
- Farooqi, J., Ngo, T. & Jory, S. (2020). Target firm earnings management, acquisition premium and shareholder gains. *International Journal of Accounting*, 55(2), 1-48.
<https://doi.org/10.1142/S1094406020500092>
- Fávero, L. P. & Belfiore, P. (2017). Manual de Análise de Dados. 1ª edição. Rio de Janeiro. Editora Elsevier.
- Ferguson, A., Hu, C. W. & Lam, P. (2024). Know when to fold: Policy uncertainty and acquisition abandonment. *Accounting & Finance*. 64, 1277-1309.
<https://doi.org/10.1111/acfi.13179>
- Fich, E. M., Harford, J. & Tran, A. L. (2015). Motivated monitors: the importance of institutional investors' portfolio weights. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 21-48.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.014>
- Giglio, S. & Shue, K. (2014). No news is news: do markets underreact to nothing? *Review of Financial Studies*, 27(12), 3389-3440. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu052>
- Golubov, A.; Petmezas, D. & Travlos, N. G. (2012). When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As. *The Journal of Finance*, 67(1), 271-311. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01712.x>
- Han, B. S.; Park, E. K. & Kang, T. K. (2016). Determinants of global merger and acquisition (M&A) deals completion: Focus on the role of the firms' M&A Experience. *Journal of International Trade & Commerce*, 12(3), 23-44. <https://ssrn.com/abstract=2962411>
- Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*. 32(1), 44-70.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.001>
- Huang, W., Goodell, J. W. & Zhang, H. (2019). Pre-merger management in developing markets: The role of earnings glamor. *International Review of Financial Analysis*, 65, 1-25.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101375>
- Hyttinen, A. & Pajarinen, M. (2005). External finance, firm growth and the benefits of information disclosure: Evidence from Finland. *European Journal of Law and Economics*, 19, 69-93.
<https://doi.org/10.1007/s10657-005-5276-3>
- Ismail, T. H.; Abdou, A. A. & Annis, R. M. (2011). Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial and Accounting Studies*, 1, 89-104. <http://www.eurojournals.com/REFAS.htm>

- Kassamany, T.; Ibrahim, S. & Archbold, S. (2017). Accrual and real-based earnings management by UK acquirers: Evidence from pre-and post-higgs periods. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 13(4), 492–519. <https://doi.org/10.1108/JAOC-09-2015-0073>
- Kothari, S. P.; Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- KPMG (2025). Fusões e aquisições – 4º trimestre 2024. https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2025/02/pesquisa-fusoes-aquisicoes-2024-4-trimestre.html?utm_source – acessado em 01/06/2025.
- Kumar, D. & Segupta, K. (2021). Abandonment of mergers and acquisitions: a review and research agenda. *International Journal of Emerging Markets*, 16(7), 1373–1403. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2019-1056>
- Kummer, C. (2006). Mergers & acquisitions in the pharmaceutical industry in South America: activity and strategic intentions. *The institute for Business and Finance Research*, 1(1), 169–172.
- Lim, J. & Chang, J. (2017). Earnings management of mergers and acquisitions of target candidates and deal withdrawn. *Journal of Applied Business Research*, 33(3), 467–474. <https://doi.org/10.19030/jabr.v33i3.9937>
- Liu, Y. (2019). Shareholder wealth effects of M&A withdrawals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 681–716.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 74, 121–148. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.004>
- Luypaert, M. & Caneghem, T. V. (2017). Exploring the double-sided effect of information asymmetry and uncertainty in mergers and acquisitions. *Financial Management*, 46(4), 873–917. <https://doi.org/10.1111/fima.12170>
- Marquardt, C. & Zur, E. (2015). The role of accounting quality in the M&A market. *Food Policy. Management Science*, 61(3), 604–623. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1873>
- Matos, J. A. de. (2001). *Theoretical foundations of corporate finance*. Princeton University Press.
- Matthew, R.-K. & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685–2718. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00713.x>
- McCann, M. (2013). The decline in abandoned corporate acquisitions in the UK: regulatory influences". *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 21(3), 259–267. <https://doi.org/10.1108/JFRC-11-2012-0047>
- Milgrom, P. & Stokey, N. (1982). Information, trade and common knowledge. *Journal of Economic Theory*, 26(1), 17–27. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(82\)90046-1](https://doi.org/10.1016/0022-0531(82)90046-1)
- Moschieri, C. & Campa, J. M. (2014). New trends in mergers and acquisitions: idiosyncrasies of the European market. *Journal of Business Research*, 67(7), 1478–1485. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.018>
- Muehlfeld K., Weitzel, U. & Witteloostuijn, A. (2011). Mergers and acquisitions in the global food processing industry in 1986–2006. *Food Policy*, 36(4), 466–479. <https://doi.org/10.1016/j.foodpol.2011.05.002>.

- Mueller, D. C. & Raunig, B. (1999). Heterogeneities within industries and structure-performance models. *Review of Industrial Organization* 15, 303–320.
<https://doi.org/10.1023/A:1007775731338>
- Mughal, A., Tao, Q., Sun, Y. & Xiang, X. (2021). Earnings management at target firms and the acquirers' performance. *International Review of Economics and Finance*, 72, 384–404.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.12.011>
- Neyland, J. & Shekhar, C. (2018). How much is too much? Large termination fees and target distress. *Journal of Banking and Finance*. 88, 97–112. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.11.001>
- Ngo, T. & Susnjara, J. (2016). Hostility and deal completion likelihood in international acquisitions: the moderating effect of information leakage. *Global Finance Journal*, 31, 42–56.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2016.04.002>
- Nguyen, N. H. & Phan, H. V. (2017). Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 613–644.
<https://doi.org/10.1017/S0022109017000175>
- Paul, J. & Jadhav, P. (2020). Institutional determinants of foreign direct investment inflows: evidence from emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, 15(2), 245–261.
<https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2018-0590>
- Renneboog, L. & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650–699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Reuer, J. J. & Ragozzino, R. (2008). Adverse selection and M&A design: The roles of alliances and IPOs. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 66(2), 195–212.
<https://doi.org/10.1016/j.jebo.2006.04.003>
- Ragozzino, R. & Reuer, J. J. (2007). Initial public offerings and the acquisition of entrepreneurial firms. *Strategic Organization*, 5(2), 155–176. <https://doi.org/10.1177/1476127007079139>
- Sales, A. C. S. & Zanini, M. T. F. (2017). Investigating the deal making failure in M&A: deal makers' perspective in Brazil. *Revista de Administração*, 52, 467–478.
<https://doi.org/10.1016/j.rausp.2016.11.002>
- Skaife, H. A. & Wangerin, D. D. (2013). Target financial reporting quality and M&A deals that go bust. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 719–749.
<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01172.x>
- Slovin, M. B. & Sushka, M. E. (1998). The economics of parent-subsidiary mergers: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 255–279.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00024-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00024-5)
- Sudarsanam S. & Mahate, A. A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (1-2), 299–342.
<https://doi.org/10.1111/1468-5957.00494>
- Tebourbi, I. (2011). Corporate Governance: Implications for Canadian cross-border Acquisitions. *Banking and Finance Review*, 3(1), 23–44. <https://ssrn.com/abstract=2402112>
- Verbeek, M. (2004). *Modern Applied Econometrics*, 2nd Ed. Wiley.

- Yoon, S. (2007). Accounting quality and international accounting convergence (Doctor Thesis). Oklahoma State University, Oklahoma, EUA.
- Wangerin, D. (2019). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344-2378.
<https://doi.org/10.1111/1911-3846.12520>
- Westphal, C. & Blaxton, T. (1998). Data mining solutions: methods and tools for solving realworld problems. New York: John Wiley.
- Wong, P. & O'Sullivan, N. (2001). The determinants and consequences of abandoned takeovers. *Journal of Economic Surveys*, 15(2), 145-186. <https://doi.org/10.1111/1467-6419.00135>
- Wu, C-W.; Reuer, J. J. & Ragozzino, R. (2013). Insights of Signaling Theory for Acquisitions Research. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 12, 173-191.
[https://doi.org/10.1108/S1479-361X\(2013\)0000012010](https://doi.org/10.1108/S1479-361X(2013)0000012010)

Apêndice 4.A

Com o objetivo de obter a *proxy* de GR por meio dos *accruals*, e seguindo autores que pesquisaram GR em F&A (Vasilescu & Millo, 2016; Kassamany et al., 2017; Huang et al., 2019; Purayil & Lukose, 2022; Malikov & Zalata, 2024) optou-se por utilizar o modelo de *performance matching*, desenvolvido por Kothari et al. (2005), os quais sugerem que as medidas de *accruals* devem ser estimadas considerando o desempenho recente das empresas, neste caso o ROA. Essa forma de estimar pode reduzir a chance de má especificação dos modelos e fortalecer o poder dos testes em relação a outras medidas de *accruals* discricionários estimados pelos modelos de Jones ou o de Jones modificado (Kothari et al., 2005).

Diferentemente dos autores citados, que utilizaram o modelo de *performance matching* para calcular as *proxies* de GR, foram acrescentados na Equação 4.2 os *accruals* totais defasados em um período. Conforme ressaltam Dechow et al. (2012), a inclusão da variável defasada dos *accruals* nos modelos estatísticos que verificam essas práticas, pode melhorar a especificação desses modelos em cerca de 40%, devido à propriedade inerente aos *accruals*, que é a sua reversão em períodos subsequentes. Tendo em vista a inclusão da variável dependente defasada no modelo estatístico, uma fonte de endogeneidade, este modelo foi estimado com os dados em painel pelo método GMM (Método dos Momentos Generalizados), conforme detalhado no Apêndice 01.02.

A variável dependente desse modelo (Equação 4.2) os *Accruals* Totais – ACT foi calculada pela diferença entre o LL e o FCO, conforme (Vasilescu & Millo, 2016; Kassamany et al., 2017; Purayil & Lukose, 2022), tendo por base as orientações de Hribar e Collins (2002).

$$\frac{ACT_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CREC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_4 \frac{LL_{it}}{A_{it-1}} + \beta_5 \frac{ACT_{it-1}}{ACT_{it-2}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

Em que: ACT_{it} = *Accruals* totais da firma i no período t, calculados pela diferença entre o LL e o FCO; ΔREC_{it} = Variação da receita da firma i no período t; $\Delta CREC_{it}$ = Variação de contas a receber da firma i no período t; PPE_{it} = Imobilizado da empresa i no período t, LL_{it} = Lucro Líquido da empresa i no período t; AT_{it-1} = Ativo total da empresa i no período anterior; ACT_{it-1}

= *Accruals* totais da firma i no período $t-1$, calculados pela diferença entre o LL e o FCO dividido pelo Ativo Total do período $t-2$; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

As variáveis independentes da Equação 4.2 explicam os níveis normais de *accruals*, e qualquer variação inexplicável (GR via *accruals*) é deixada para os resíduos (Pimenta, 2024). Assim, a estimação da Equação 4.2 levará em consideração todas as 103 empresas adquirentes componentes da amostra, configurando um painel, em que as diferentes empresas são observadas ao longo do tempo, sendo possível obter as proxies de GRA, que são os resíduos da Equação 2.5, por empresa e por trimestre.

De posse desse banco de dados, foi possível identificar a *proxy* de GRA exatamente no trimestre da F&A. Ou seja, se a F&A ocorreu no segundo trimestre de 2015, por exemplo, foi possível identificar a *proxy* de GRA do primeiro e do terceiro trimestre de 2015, que configuram, neste artigo, o período anterior e posterior à F&A, respectivamente.

Se os resíduos de períodos prévios e posteriores às F&A, forem, em média, estatisticamente diferentes de zero, significa que o valor observado dos *accruals* totais foram diferentes dos *accruals* totais estimados pela Equação 4.2, gerando *accruals* anormais (ou discricionários). Esses *accruals* anormais podem ser tanto para aumentar o resultado (*accruals* positivos), quando os *accruals* totais observados forem maiores que os *accruals* totais estimados, quanto para reduzir os resultados (*accruals* negativos), quando os *accruals* totais observados forem menores do que os *accruals* totais estimados (Zang; 2012; Christensen et al., 2023). Lembrando que os *accruals* totais são originados pela diferença entre o LL e o FCO. Ou seja, se houver *accruals* anormais positivos, significa que o LL é, de forma anormal, maior do que o FCO e vice e versa.

Considerando o contexto em que se está estudando as práticas de GRA, ou seja, em processos de F&A, espera-se que as empresas adquirentes estejam interessadas em aumentar os seus resultados contábeis antes das operações. Portanto, espera-se *accruals* positivos, a fim de influenciar os participantes do mercado de capitais, com vistas a aumentar o valor de mercado de suas ações e assim ter a possibilidade de pagar um valor proporcionalmente menor pela empresa alvo. No entanto, essas práticas podem afetar a probabilidade de conclusão de uma F&A, por revelar uma qualidade da informação contábil inferior.

Visando detectar a manipulação de resultados com base nas atividades reais, esse trabalho utiliza os modelos estatísticos desenvolvidos por Roychowdhury (2006) que investiga os padrões dos Fluxos de Caixa Operacionais – FCO, Despesas com Vendas Gerais e Administrativas – DVGA e os Custos de Produção – PROD. Trabalhos nacionais e internacionais, dentre os quais Farooqi et al. (2017), Kassamany et al. (2017), Chang e Pan (2020) e Antonio et al. (2023) utilizaram esses modelos para estimar as *proxies* de GR por meio de decisões reais.

Os modelos desenvolvidos por Roychowdhury (2006) levam em consideração algumas variáveis do BP, da DRE e da DFC, especialmente as receitas líquidas, que podem representar certos níveis das atividades operacionais das empresas. O erro da estimativa representa um nível anormal das atividades reais da empresa, sendo, dessa forma, uma *proxy* do gerenciamento real (Paulo, 2007). Os níveis anormais, os resíduos das Equações 2.6, 2.7 e 2.8, foram denominados nesse trabalho, de AFCO – Fluxo de Caixa Anormal, ADVGA – Despesas com Vendas Gerais e Administrativas Anormais e APROD – Nível de Produção Anormal. O modelo que relaciona o FCO e os níveis de vendas da empresa é dado por:

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

Em que: FCO = Fluxo de Caixa Operacional; A = Total do Ativo; RL = Receita Líquida; ΔRL = Variação da Receita Líquida; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

Para analisar a prática de GRR utilizando o FCO, é necessário, assim como nos *accruals*, verificar os resíduos da Equação 4.3. Se o resíduo obtido na Equação 4.3 for negativo, os gestores estariam gerenciando para aumentar os resultados contábeis. Isso evidenciaria que o aumento nas vendas seria em decorrência de descontos nos preços ou pelas condições de crédito mais favoráveis aos clientes, resultando em menor fluxo de caixa operacional.

Ou seja, nos momentos que antecedem as F&A, os gestores das empresas adquirentes poderiam aumentar as suas vendas artificialmente. Diante do princípio contábil da competência, estas vendas seriam reconhecidas no momento de sua ocorrência, aumentando o resultado contábil,

mas com reflexo menor no fluxo de caixa operacional devido aos descontos nos preços ou condições de crédito mais favoráveis. No contexto de F&A, portanto, espera-se AFÇO negativo, caso haja GR para melhorar o desempenho.

Para captar o gerenciamento de resultados por meio das despesas com vendas gerais e administrativas utiliza-se o seguinte modelo:

$$\frac{DVGA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (4.4)$$

Em que: DVGA = Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

Teoricamente, para uma empresa obter receitas ela deve incorrer em despesas com vendas, gerais e administrativas. O comportamento dessas despesas, normalmente, acompanha o volume das vendas. Ou seja, quanto mais a empresa vende, maiores são suas despesas com vendas, por exemplo (Roychowdhury, 2006; Martinez & Cardoso, 2009). Dessa forma, se os gestores das empresas adquirentes possuírem interesse em aumentar o resultado contábil, essas despesas tendem a reduzir de forma anormal em relação ao volume de vendas. Portanto, se a variável ADVGA, que é o resíduo da Equação 4.4, for negativo, pode-se inferir que os gestores estão gerenciando resultados visando aumentá-los.

Para medir o gerenciamento de resultados relacionados com o nível de produção e seguindo Dechow et al. (1998), Roychowdhury (2006) derivou o modelo de estimação dos níveis normais dos custos de produção como uma função linear das vendas e de suas variações, conforme Equação 4.5.

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (4.5)$$

Em que: PROD = Custo do Produto Vendido + Variação dos Estoques; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = indica cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

Em teoria, quanto maiores as vendas, maior deverá ser a produção para sustentar o volume de vendas, pois pressupõe-se que as vendas e os níveis de produção aumentem de forma proporcional (Roychowdhury, 2006; Martinez & Cardoso, 2009). Neste sentido, se os custos dos produtos vendidos não aumentam de forma proporcional, pode ser um sinal de que os gestores estejam interessados em aumentar os resultados contábeis.

Isso ocorre porque quando uma empresa realiza uma produção maior de um determinado produto, por exemplo, o valor unitário desse produto, que é estocado, é menor. Pois ao ratear os custos de produção por uma produção acima do esperado, os custos unitários daquele produto serão menores. A empresa, ao vender esse estoque com um valor unitário menor, reconhece um valor menor dos custos dos produtos vendidos em relação a um período em que a produção daquele produto foi considerada normal. Assim, utilizando essa estratégia e mantendo o mesmo nível de preços, a empresa tende a apresentar um aumento nos lucros divulgados.

Portanto, se o resíduo da Equação 4.5, APROD, for positivo, os gestores estariam interessados em gerenciar para aumentar os resultados contábeis. Neste sentido, em contextos de F&A, espera-se APROD positivo.

As diversas práticas de GRR podem estar relacionadas. A empresa ao oferecer desconto nos preços de vendas para vender uma quantidade maior, aumentando o resultado contábil, mas com reflexo proporcionalmente menor no FCO, pode ter que pagar comissões maiores aos vendedores, afetando também as DVGA. Além disso, quando as empresas resolvem diminuir as despesas administrativas, reduzindo os gastos com pessoal, gastando com rescisões, afeta também o FCO. Da mesma forma, se as empresas decidem aumentar a produção ou comprar produtos para revenda de forma anormal, podem ter que gastar mais recursos financeiros na aquisição de matéria prima ou na aquisição de produtos para revenda, por exemplo, afetando também o FCO.

Dessa forma, seguindo Gunny (2010); Zang (2012); Reis et al. (2015); Huang et al. (2019); Fasipe e Sun (2020), Pimenta (2024, dentre outros autores, constrói-se uma medida agregada das três *proxies* de GR por meio de decisões reais, AFCO, ADVGA e APROD, denominada neste trabalho de GRR, conforme Equação 4.6.

$$GRR_{it} = [(-1) * (AFCO_{it})] + [(-1) * ADVGA_{it}] + (APROD_{it}) \quad (4.6)$$

As variáveis AFÇO e ADVGA são multiplicadas por -1 , de tal forma que valores mais altos indicam que as DVGA e o gerenciamento das vendas que afetaram o FCO foram utilizados para aumentar o lucro. Em relação à variável APROD não é necessário multiplicar por -1 , pois já indica que, quanto maior o valor do resíduo, maior a quantidade produzida ou adquirida pela empresa. Dessa forma, conforme relatado anteriormente, com a utilização da métrica oriunda da Equação 4.6, é possível inferir sobre o GR por meio de decisões reais de maneira agregada, pois essas decisões podem estar relacionadas, uma vez que em muitas situações elas podem afetar o FCO simultaneamente.

De forma similar ao tratamento dos *accruals*, a estimação das Equações 4.3 a 4.5 levará em consideração todas as 103 empresas adquirentes componentes da amostra, configurando em um painel, conforme detalhado no Apêndice 01.01, em que as diferentes empresas são observadas ao longo do tempo. Assim, ao obter as proxies de GRR, que são os resíduos das Equações 4.3 a 4.5, estas foram inseridas na Equação 4.6, obtendo uma medida de GRR de forma agregada. Após esses procedimentos, a proxy agregada de GRR foi identificada e tabulada para o momento em que ocorreu a F&A, com o objetivo de verificar se as práticas de GRR em períodos de F&A afetam a probabilidade de conclusão das F&A no Brasil.

Apêndice 4.B

Tabela 4.4

Coefficientes da Equação 4.1 – Teste das Hipóteses apresentadas neste artigo

Variáveis	Sinal Esperado	Y = 0 ou 1	Efeito Marginal	Y = 0 ou 1	Efeito Marginal	Y = 0 ou 1	Efeito Marginal
TC	+	0,026	0,001	0,026		0,029	0,001
Cash	-	0,650*	0,025*				
PerStock	+			-0,836*	-0,033*		
Stock	+					-0,887**	-0,028**
PUBTARG	+	1,726***	0,114***	1,830***	0,125**	1,892***	0,133*
SUBSID	+	0,320	0,013	0,317	0,013	0,327	0,013
EXP	-	-0,478	-0,018	-0,528	-0,020	-0,560	-0,021
PIB	-	-0,091*	-0,003*	-0,095*	-0,003*	-0,099**	-0,004**
IMA	-	-0,009	-0,000	-0,009	-0,000	-0,010	-0,000
IPE	+	0,006	0,000	0,005	0,000	0,004	0,000
LNDEAL	+	0,224**	0,009**	0,207**	0,008**	0,189**	0,007**
Intercepto	+/-	-4,629***		-3,917***		-3,912***	
LR Teste		46,17***		46,88***		47,18***	
Cutoff		0,06		0,06		0,06	
Sensitividade		70,00%		70,00%		70,00%	
Especificidade		71,30%		72,78%		73,15%	
Classificação		71,21%		72,59%		72,93%	
Curva ROC		0,779		0,781		0,778	
Pseudo R ²		0,158		0,161		0,161	
Observações		580		580		580	

$$Y = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 GRA_{(A)it-1} + \beta_2 GRA_{(A)it-1} \times PerStck + \beta_3 GRR_{(A)it-1} + \beta_4 GRR_{(A)it-1} \times PerStck + \beta_5 TC_i + \beta_6 PerCash_i + \beta_7 PubTarg_i + \beta_8 Subsid_i + \beta_9 Exp_i + \beta_{10} PIB_t + \beta_{11} IPE_t + \beta_{12} IMA_t + \beta_{13} Lndeal_i + \varepsilon_{it}$$

Notas: Variável Dependente = 0 (F&A completadas) ou 1 (F&A retiradas); GRA = *Accruals* Discricionários calculados conforme Equação 4.2 (Apêndice 4.A) do período t-1; GRR = GR por meio de decisões reais calculados conforme Equação 4.6 (Apêndice 4.A) do período t-1; TC = Número de dias entre a data de anúncio e a data de conclusão da F&A dividido por 30; CASH = *Dummy* que assume 1 quando as F&A são quitadas com dinheiro e 0, caso contrário; PERSTOCK = Percentual de pagamento em ações variando de 0 a 100%; PERSTOCK = Percentual de ações utilizado para pagamento pelas F&A; PUBTARG = Variável *dummy* que assume 1 se a F&A foi realizada com empresa alvo de capital aberto, 0 caso contrário; SUBSID = Variável *dummy* que assume 1 para empresas subsidiárias e 0, caso contrário; EXP = Variável *dummy* que assume 1 para empresas envolvidas em outras F&A no período de 12 meses anteriores à F&A atual e 0, caso contrário; PIB = Variação percentual do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior; IMA = Média do fechamento do mercado dos 03 meses anteriores à data de finalização da F&A (menos) média do fechamento do mercado dos 03 meses anteriores à data de anúncio da F&A, (dividido) pela média do fechamento do mercado dos 03 meses anteriores à data de anúncio da F&A; IPE = Média do IPE dos 03 meses anteriores à data de finalização da F&A (menos) média do IPE dos 03 meses anteriores à data de anúncio da F&A, dividido pela média do IPE dos 03 meses anteriores à data de anúncio da F&A; LNDEAL = Logaritmo Natural do valor do negócio. *** significativo a 1%, ** significativo a 5%, * significativo a 10%.

Fonte: Elaboração própria, com dados da pesquisa.

Capítulo 5 – Conclusões da Tese

A tese defendida neste estudo foi: “a potencial prática de gerenciamento de resultados contábeis, no período anterior ao processo de F&A, pode ser inibidor das F&A no Brasil, e levar a consequências e perdas para as empresas e acionistas no mercado de capitais brasileiro”. A análise desta tese ocorreu por meio de três artigos científicos, utilizando abordagens metodológicas que permitiram a sua verificação. Na Figura 5.1, apresenta-se o resumo desta pesquisa.

Figura 5.1
Resumo da Pesquisa

Problema de Pesquisa da Tese: Quais as relações e consequências da prática de Gerenciamento de Resultados nas empresas envolvidas em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de empresas de capital aberto no Brasil?		
Objetivo Geral da Tese: Verificar as ocorrências das práticas de GR e seus efeitos nos processos de F&A de empresas de capital aberto no Brasil, no período de 2010 a 2024.		
Artigo 1: verificar as relações entre as estratégias de GR e a forma de pagamento das F&A das empresas adquirentes de capital aberto envolvidas em F&A no Brasil.	Artigo 2: avaliar se o desempenho econômico e de mercado, no período posterior às F&A, das empresas adquirentes no Brasil, foi influenciado por práticas de GR das empresas adquirentes, ocorridas no período anterior às F&A.	Artigo 3: verificar quais fatores relacionados às empresas, à forma com que o negócio é realizado e ao ambiente econômico do país, explicariam a probabilidade de desistência das transações de F&A no Brasil, no período de 1986 a 2024.
Cumprimento do Objetivo Específico I	Cumprimento do Objetivo Específico II	Cumprimento do Objetivo Específico III
Ação: Com base em informações contábeis entre 2010 e 2023 e informações sobre as F&A no período de 1º de janeiro de 2010 até 31 de dezembro de 2023, foi analisado se as práticas de GR, seja por meio dos <i>accruals</i> ou por meio das decisões reais, realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior ao anúncio da F&A, exerceram influência positiva na probabilidade de essas empresas utilizarem suas ações como meio de pagamento total ou parcial nas F&A. Verificou-se ainda se as práticas de GR realizadas no período anteriores às F&A revertiam nos períodos seguintes às F&A, considerando o pagamento em ações ou em dinheiro.	Ação: Com base em informações contábeis entre 2010 e 2023 e informações sobre as F&A no período de 1º de janeiro de 2010 até 31 de dezembro de 2022, foi verificado se as práticas de GR, seja por meio dos <i>accruals</i> ou por meio das decisões reais, realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho econômico e o desempenho no mercado de ações das empresas adquirentes, no período posterior à F&A.	Ação: Com base em informações contábeis entre 2010 e 2023 e informações sobre as F&A no período de 03 de junho de 1986 até 31 de dezembro de 2024, foram verificados se fatores relacionados às empresas, dentre os quais a qualidade da informação contábil, à forma com que o negócio é realizado e ao ambiente econômico do país afetam a probabilidade de desistência em F&A no Brasil.
Contribuições para Responder a Tese: As práticas de GR, que seja por meio dos <i>accruals</i> ou por meio das decisões reais, realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior ao anúncio da F&A, não exercem influência positiva na probabilidade de essas empresas utilizarem suas ações como meio de pagamento em F&A. As práticas de GRA, exerceram influência positiva na probabilidade da empresa adquirente utilizar dinheiro para pagar as F&A. Além disso, as empresas adquirentes que utilizaram as suas ações como forma de pagamento total ou parcial em F&A, não possuem reversão significativa das práticas de GRA no período posterior ao anúncio da F&A, do que as empresas adquirentes que utilizaram apenas dinheiro como forma de pagamento em F&A. Essa reversão ocorreu apenas quando se analisou as práticas de GRR, considerando informações contábeis de um ano antes das F&A.	Contribuições para Responder a Tese: O desempenho econômico das empresas adquirentes representado pelo ROA, MB, ML e GA, no período posterior à F&A, sofreu impacto negativo das práticas de GR por meio dos <i>accruals</i> , realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A. As práticas de GR por meio de decisões reais, realizadas no período anterior às F&A, afetam negativamente o ROA das empresas adquirentes no período posterior à F&A. Ao contrário, o desempenho de mercado das empresas adquirentes, no período posterior às F&A, não é afetado pelas práticas de GR, quer seja por meio dos <i>accruals</i> ou pelas decisões reais, realizadas pelas empresas adquirentes no período anterior às F&A.	Contribuições para Responder a Tese: As práticas de GR, quer seja por meio dos <i>accruals</i> ou por meio de decisões reais, não aumentam a probabilidade de desistência das F&A no Brasil, independentemente da forma de pagamento das F&A, se em dinheiro, em ações da empresa adquirente ou em uma combinação de ambas as formas.
Tese: a potencial prática de gerenciamento de resultados contábeis, no período anterior ao processo de F&A, pode ser inibidor das F&A no Brasil, e levar a consequências e perdas para as empresas e acionistas no mercado de capitais brasileiro.		

Considerando evidências empíricas internacionais, os gestores podem influenciar os lucros das empresas adquirentes e das empresas alvo, nos períodos pré-F&A, e esse gerenciamento pode ser potencializado pela forma de pagamento que as empresas adquirentes utilizam nas F&A. Além disso, essas práticas de GR tanto nas adquirentes quanto nas empresas alvo podem levar à desistência do negócio por parte das empresas envolvidas nas F&A ou levar a impactos negativos no desempenho, seja econômico ou de mercado, das empresas adquirentes, no período posterior à F&A, nos casos onde a negociação é concluída.

Diante disso, o artigo 1 desta tese buscou verificar as relações entre as estratégias de GR e a forma de pagamento das F&A das empresas adquirentes de capital aberto envolvidas em F&A no Brasil. Além disso, avaliou também se as empresas adquirentes que utilizam suas ações, total ou parcialmente, como forma de pagamento das F&A, possuem reversão significativa das práticas de GR nos períodos posteriores às F&A em relação às empresas adquirentes que utilizaram apenas dinheiro.

As evidências do artigo 1 desta tese mostraram que as práticas de GRA, realizadas no período anterior às F&A, influenciaram negativamente a probabilidade de as empresas adquirentes utilizarem suas ações como forma de pagamento pelas F&A. Ao contrário, as práticas de GRR realizadas no período anterior às F&A não afetam a probabilidade de as empresas adquirentes utilizarem suas ações na concretização do negócio.

Em relação à reversão das práticas de GR, observou-se que empresas adquirentes que utilizam as suas ações, total ou parcialmente, possuem maior reversão das práticas de GRR no período posterior às F&A em relação às empresas que utilizaram apenas dinheiro. Porém, isso ocorre somente no ano seguinte às F&A e não no trimestre posterior às F&A, possivelmente pelas dificuldades do gestor em reverter essas práticas rapidamente. De forma contrária, não se observou a reversão das práticas de GRA, no período posterior às F&A, em relação às empresas que utilizaram apenas dinheiro, quer seja pela análise trimestral ou anual.

O artigo 2 propôs verificar uma primeira consequência do GR nas empresas adquirentes que é a relação entre as práticas de GR do período anterior às F&A e o desempenho econômico e de mercado do período posterior às F&A. Os resultados mostraram que o desempenho econômico representado pelo ROA, MB, ML e GA, considerando a comparação entre um ano após a F&A em relação a um ano antes da F&A, sofreu impacto negativo das práticas de GRA realizadas

no período anterior às F&A. As práticas de GRR afetaram negativamente o ROA entre um e dois anos após às F&A quando comparado com o ROA do ano anterior às F&A. Por outro lado, as práticas de GRA ou GRR do período anterior às F&A não afetaram o desempenho de mercado das empresas adquirentes em F&A.

O artigo 3 buscou verificar quais fatores relacionados às empresas, à forma com que o negócio é realizado e ao ambiente econômico do país, explicariam a probabilidade de desistência das transações de F&A no Brasil. Dentre esses fatores, especificamente para atender a proposição da tese, avaliou a qualidade da informação contábil, representada pelas *proxies* GRA e GRR. Os resultados apontaram que as práticas de GR, quer sejam por meio dos *accruals* ou por meio das decisões reais não afetaram a probabilidade de não conclusão das F&A, independentemente da forma de pagamento utilizada.

Assim, os resultados obtidos nesta pesquisa suportam a tese de que *a potencial prática de gerenciamento de resultados contábeis, no período anterior ao processo de F&A, pode ser inibidor das F&A no Brasil, e levar a consequências e perdas para as empresas e acionistas no mercado de capitais brasileiro*. Especificamente, existem práticas de GR nos períodos anteriores às F&A e essas práticas influenciam o desempenho econômico futuro das empresas adquirentes, considerando um e dois anos após a F&A. Contudo, as evidências encontradas nesta tese não permitem inferir que as práticas de GR são inibidoras de F&A no Brasil.

Esses resultados oferecem alguns *insights* teóricos. As práticas de GR afetam positivamente a probabilidade de as empresas utilizarem dinheiro como forma de pagamento das F&A. No contexto nacional, pode ser que as empresas adquirentes estejam utilizando financiamentos para obtenção dos recursos necessários à concretização das F&A e o GR estaria sendo utilizado para influenciar os credores, na perspectiva de obterem melhores condições de financiamento. Nesse sentido a informação contábil como instrumento de sinalização pode estar sendo mais útil para os credores e não para o mercado de ações. Uma limitação dessa análise é que, neste trabalho, a quantidade de empresas que pagam em dinheiro é superior à quantidade de empresas que utilizam suas ações para pagamento das F&A. Isso pode ter influenciado esse resultado. Contudo, a relação encontrada nesta tese é similar à algumas pesquisas realizadas em contextos internacionais.

Em relação à reversão das práticas de GR, especialmente em relação aos *accruals*, pode ser que os gestores não estejam interessados em evidenciar essa reversão, pois por serem práticas consideradas mais fáceis de serem detectadas, uma reversão no período seguinte à F&A poderia demonstrar um oportunismo dos gestores, condizente com o que propõe a Teoria de Agência.

As evidências de que as práticas de GR afetam negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes, podem encontrar suporte na Teoria de Agência influenciando a criação de sinergias. Neste caso, os gestores podem estar priorizando os seus interesses em detrimento da geração de riqueza para os acionistas. Com as evidências deste trabalho, que confirmam as evidências anteriores, tanto nacionais quanto internacionais, de queda no desempenho econômico no período posterior às F&A, a motivação para a realização das F&A no Brasil pode ser analisada, em pesquisas futuras, com base no *hubris effect*.

Outra questão a ser analisada é se o mercado de capitais brasileiro detecta práticas de GR em períodos de F&A. Os resultados demonstraram que as práticas de GR não afetaram as métricas de desempenho de mercado utilizadas nesta tese. Uma interpretação possível é que o mercado de capitais brasileiro pode ter ajustado os preços das ações ao perceber práticas de GR nas empresas adquirentes. Contudo, evidências empíricas, utilizando outras teorias, como a Teoria de Mercado Eficiente, são necessárias, para corroborar ou refutar essa interpretação.

As evidências desta tese suportam a ideia de que as práticas de GR não afetam a probabilidade de desistência em F&A no Brasil. Contudo, pode ser que as práticas de GR, que por ventura ocorrem, estejam sendo detectadas durante o processo de *due diligence* e, assim, as empresas podem ter ajustado os valores da transação para concretizar a F&A. Assim, pesquisas futuras podem explorar os procedimentos adotados em F&A no Brasil, durante o processo de *due diligence*, com vistas a evidenciar o nível de preocupação com a qualidade da informação contábil.

Considerando as abordagens adotadas nesta pesquisa, estudos posteriores poderão explorar esse tema em setores econômicos específicos como o setor financeiro, que normalmente, por questões operacionais e teóricas, os dados desse setor são excluídos das pesquisas por possuir normas e regras contábeis específicas. No entanto, é um setor importante para a economia de qualquer país e estudar esse fenômeno em contextos específicos pode contribuir com o aprimoramento das regras e normas para a ocorrência das F&A.

Outra possibilidade para pesquisa futura em relação à desistência em F&A é utilizar uma amostra de empresas relacionadas à algum bloco econômico como é o caso dos BRICS. Estudar esses fatores em empresas dentro de um bloco específico pode fortalecer o mercado de F&A internamente e, assim, estarem mais preparados para enfrentar a concorrência de empresas de países desenvolvidos. Além disso, seria importante estudos que possibilitem verificar quem desiste da F&A, se a empresa adquirente ou a empresa alvo. Estudos desse tipo podem lançar luz sobre os motivos que cada lado da negociação leva em consideração para concretizar uma F&A. Sabendo disso, pode ser possível que empresas adquirentes e empresas alvo, se preparem para superar essas dificuldades em eventos de F&A futuros, evitando custos desnecessários com a realização de *due diligence*.

Referências da Tese

- Abernathy, J. L.; Beyer, B. & Rapley, E. T. (2014). Earnings management constraints and classification shifting. *Journal of Business, Finance, and Accounting*, 41(5–6), 600–626. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12076>
- Adra, S. & Barbopoulos, L.G. (2019). Liquidity and information asymmetry considerations in corporate takeovers. *The European Journal of Finance*, 25(7), 724–743. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2018.1543202>
- Agrawal, A. & J. Jaffe. (2000). The post-merger performance puzzle. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, 7–41. [https://doi.org/10.1016/S1479-361X\(00\)01002-4](https://doi.org/10.1016/S1479-361X(00)01002-4)
- Aggarwal, P., & Garg, S. (2022). Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India. *Global Business Review*, 23(1), 218–236. <https://doi.org/10.1177/0972150919852009>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50022-X>
- Amel-Zadeh A. & Meeks G. (2020). Accounting for M&A: Uses and abuses of accounting in monitoring and promoting merger. Taylor & Francis Group. New York.
- Amel-Zadeh, A., & Zhang, Y. (2015). The economic consequences of financial restatements: Evidence from the market for corporate control. *The Accounting Review*, 90(1), 1–29. <https://doi.org/10.2308/accr-50869>
- Antonio, M. O. M.; Monte-Mor, D. S.; Brugni, T. V.; Avelino, B. C. & Nossa, V. (2023). Gerenciamento de resultados por accruals e por decisões operacionais em fusões e aquisições no Brasil. *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*, 42(2), 19–33. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v42i2.59768>
- Antunes, M. T. P. & Martins, E. (2007). Capital intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(1), 5–21.
- Attah-Boakye, R., Guney, Y., Hernandez-Perdomo, E, and Mun, J. (2020). Why do some M&A deals fail? A global perspective. *International Journal of Finance and Economics*, 26(3), 4734–4776. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2039>
- Balakrishnan, S., & Koza, M. P. (1993). Information asymmetry, adverse selection and joint ventures. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 20, 99–117. [http://dx.doi.org/10.1016/0167-2681\(93\)90083-2](http://dx.doi.org/10.1016/0167-2681(93)90083-2)
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data 3rd Edition* England JW & Sons.
- Banseh, M. Y. & Khansalar, E. (2016). The impact of the UK Corporate Governance Code 2010 on earnings management around mergers and acquisitions. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 1–18. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v8n2p1>
- Baralis, V.; Dokas, I.; Leontidis, C. & Spyromitros, E. (2025) Decoding due diligence delays: The role of earnings management in European mergers and acquisitions outcomes. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 1–19. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22793>

- Barros, L. A. B. C., Castro, F. H., Silveira, A. D., & Bergmann, D. R. (2010). A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. *Social Science Research Network*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593187
- Baum, C. F. (2006). An introduction to modern econometrics using Stata. Stata press.
- Beck, N. & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with Time-Series Cross Section Data. *The American Political Science Review*, 89(3), 634-647. <https://doi.org/10.2307/2082979>
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). Corporate Finance. 3ª Edição. Pearson Education Limited.
- Berkovitch, E. & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362. <https://doi.org/10.2307/2331418>
- Bertrand, O. & Betschinger, M-A. (2012). Performance of domestic and cross-border acquisitions: empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 40(3), 413-437. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2011.11.003>
- Bispo, O. N. A. (2019). Efeito do Gerenciamento de Resultados e do Excesso de Confiança no Desempenho Econômico das Adquirentes em Fusões e Aquisições. Tese de Doutorado, Universidade Federal de Lavras, Lavras, MG, Brasil.
- Black, E. L.; Christensen, T. E.; Taylor J. T. & Schmardebeck, R. (2017). The Relation between Earnings Management and Non-GAAP Reporting. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 750-782. <https://doi.org/doi:10.1111/1911-3846.12284>
- Bodt, E.; Cousin, J.-G. & Roll, R. (2018). Full-stock-payment marginalization in merger and acquisition transactions. *Management Science*, 64(2), 760-783. <https://doi.org/mnsc.2016.2635>
- Boina, T. M. & Macedo, M. A. S. (2018). Capacidade Preditiva de accruals antes e após as IFRS no mercado acionário brasileiro. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 29(78), 375-389. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806300>
- Bomfim, E. T. & Callado, A. L. C. (2016). Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. *Contabilidade Vista e Revista*, 27(3), 105-123. Disponível em:
<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/3044>.
 Acesso em: 8 nov. 2023.
- Borodin, A.; Sayabek Z. S.; Islyam, G. & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34-47. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/3>
- Bortoluzzo, A. B.; Garcia, M. P. S.; Boehe, D. M. & Sheng, H. H. (2014). Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro. *RAE – Revista de Administração de Empresas*. 54(6), 65-671. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020140606>
- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, 633-670. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02091.x>
- Branch B. & Yang, T. (2003). Predicting successful takeovers and risk arbitrage. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 42(1-2), 3-18. <https://www.jstor.org/stable/40473361>

- Brau, J. C. & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance*, 61(1), 399-436. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x>
- Brouthers, K. D., Van Hastenburg, P. & Van Den Ven, J. (1998). If most mergers fail. Why are they so popular? *Long Range Planning*, 31, 347-353. [http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301\(98\)80002-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0024-6301(98)80002-2)
- Brug, H. T. & Sahib, P. R. (2018). Abandoned deals: the merger and acquisition process in the electricity and gas industry. *Energy Policy*, 123, 230-239. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2018.08.042>
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração USP*, 12(2), 99-115.
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. B. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902009000200007>
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. B. (2010). Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 69-99. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/816>. Acesso em: 21 mar. 2023.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: methods and applications*. Cambridge University Press.
- Campa, D. & Hajbaba, A. (2016). Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings manage. *International Review of Financial Analysis*, 44, 56-64 <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.008>
- Chang, C. C. & Pan, H. (2020). How do stock-for-stock acquirers manage earnings? The accruals feature of real earnings management. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100202>
- Chen, Z.; Han, B. & Zeng, Y. (2017). Financial hedging and firm performance: Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *European Financial Management*, 23(3), 415-458. <https://doi.org/10.1111/eufm.12103>
- Christensen, T. E.; D'Aduzzio, J. & Nelson, K. K. (2023). Explaining accruals quality over time. *Journal of Accounting and Economics*, 76(1). <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101575>
- Chahine, S.; Hasan, I. & Mazboudi, H. (2016). The role of auditors in merger and acquisition completion time. *International Journal of Auditing*, 22(3), 568-582. <https://doi.org/10.1111/ijau.12142>
- Cohen, D. A. & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Conn, R. L.; Cosh A.; Guest, P. M. & Hughes, A. (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 815-870. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00615.x>

- Cupertino, C. M.; Martinez, A. L. & Costa JR, N. C. A. (2015). Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions. *Research in International Business and Finance*, 34, 309-323. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.015>
- Cumming, D.; Jindal, V.; Kumar, S. & Pandey, N. (2023). Mergers and acquisitions research in finance and accounting: Past, present, and future. *European Financial Management*, 29(5), 1464-1504. <https://doi.org/10.1111/eufm.12417>
- Cuypers, I., Cuypers, Y. & Martin, X. (2017). When the target may know better: Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, 38, 609–625. <https://doi.org/10.1002/smj.2502>
- Dalmácio, F. Z.; Lopes, A. B.; Rezende, A. J. & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841486>
- Damodaran, A. (2007). Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1105499>.
- Dechow, P. M.; Kothari, S. P.; Watts, R. L. (1998). The relations between earnings and cash flows. *Journal of Accounting & Economics*, 25(2), 133-168. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)
- Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding Earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequence. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344–401. <http://doi:10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H. & Sloan, R. G. (2012) Detecting earnings management: a new approach. *Journal of Accounting Research*. 50, 275–334. <https://doi:10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>
- Dias Filho, J. M. (2000). A linguagem utilizada na evidência contábil: uma análise de sua compreensibilidade à luz da teoria da comunicação. *Caderno de Estudos*, 13(24), 38-49. <https://doi.org/10.1590/S1413-92512000000200003>
- Dikova, D.; Sahib, P. R. & Witteloostuijn, A. (2010). Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies*, 41, 223–245. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.10>
- Dokas, I.; Leontidis, C. & Zervoudi, E. K. (2025) Accrual-Based Earnings Management in Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Role of Institutional Differences and Geographic Distance. *Journal of Risk Financial Management*. 18(2), 1–26. <https://doi.org/10.3390/jrfm18020050>
- Easterwood, C. M. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14(1), 29-48. <https://doi.org/10.19030/jabr.v14i1.5726>
- Eddey, P. H. & Taylor, S. L. (1999). Directors' recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers. *Abacus*, 35(1), 29-45. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00033>

- Edi & Irayanti, L. (2019). How merger and acquisition affect firm performance and its quality. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 5(3), 42-53. <https://doi.org/10.32602/jafas.2019.30>
- El Hajjar, S.; Menassa, E. & Kassamany, T (2023). An exploratory study of US acquirers' market performance: pre-versus post-Sarbanes–Oxleyact of 2002. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(2), 268-299. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2020-0246>
- Ellahie, A.; Hshieh, S. & Zhang, F. (2025). Measuring the quality of mergers and acquisitions. *Management Science*, 71(1), 779-802. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.01225>
- Elrazaz, T. Z., Elmassri, M. & Ahmed, Y. (2021). Real earnings manipulation surrounding mergers and acquisitions: the targets' perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), 429-451. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2020-0188>
- Erickson, M. & Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 149-176. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00008-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00008-7)
- Eulerich, M.; Kopp, R. & Fligge, B. (2022). Mergers and acquisitions research — a bibliometric analysis. *European Management Journal*, 40, 832-846. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2022.09.006>
- Farooqi, J., Ngo, T. & Jory, S. (2017). Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. *Review of Accounting and Finance*, 16(3), 322–347. <https://doi.org/10.1108/RAF-12-2014-0132>
- Farooqi, J., Ngo, T. & Jory, S. (2020). Target firm earnings management, acquisition premium and shareholder gains. *International Journal of Accounting*, 55(2), 1-48. <https://doi.org/10.1142/S1094406020500092>
- Fasipe, O. & Sun, H. L. (2020). Real activities manipulation in stock-for-stock mergers. *Journal of Economics and Finance*, 44(3), 570-586. <https://doi.org/10.1007/s12197-019-09500-9>
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, Vitória, 10(1) 131-156.
- Fávero, L. P. & Belfiore, P. (2017). Manual de Análise de Dados. 1ª edição. Rio de Janeiro. Editora Elsevier.
- Fávero, L. P.; Belfiore, P.; Takamatsu, R. T. & Suzart, J. (2014). Métodos quantitativos com stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados, 1ª edição. Rio de Janeiro. Editora Elsevier.
- Frezatti, F. (1998). Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. *Caderno de Estudos FIPECAFI*, 10(19), 57–69.
- Golubov, A.; Petmezas, D. & Travlos, N. G. (2012). When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As. *The Journal of Finance*, 67(1), 271-311. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01712.x>
- Gosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151-178. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00018-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00018-9)
- Graham, J. R., Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>

- Greene, W. H. (2008). *Econometric analysis*. Pearson Education India.
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria Básica*. 4ª edição. Rio de Janeiro. Editora Elsevier.
- Gunny, A. K. (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. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Han, B. S.; Park, E. K. & Kang, T. K. (2016). Determinants of global merger and acquisition (M&A) deals completion: Focus on the role of the firms' M&A Experience. *Journal of International Trade & Commerce*, 12(3), 23-44. <https://ssrn.com/abstract=2962411>
- Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *The Journal of Business*, 60(1), 75-95. <https://www.jstor.org/stable/2352948>
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.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. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Heij C.; De Boer, P.; Franses, P. H.; Kloek, T. & Van Dijk, H. K. (2004). *Econometric methods with applications in business*. Oxford, UK, First Edition.
- Heron, R. & Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(1), 137-155. <https://doi.org/10.2307/3594998>
- Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 44-70. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.001>
- Hribar, D. W., & Collins, P. (2002). Errors in estimating accruals: implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Howell, D. A. (2025). Private Information in Mergers and Acquisitions: Non-Deal Roadshows, Value Creation, and Financing Choices. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 36(3), 221-253. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22782>
- Huang, W., Goodell, J. W. & Zhang, H. (2019). Pre-merger management in developing markets: The role of earnings glamor. *International Review of Financial Analysis*, 65, 1-25. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101375>
- Hyttinen, A. & Pajarinen, M. (2005). External finance, firm growth and the benefits of information disclosure: Evidence from Finland. *European Journal of Law and Economics*, 19, 69-93. <https://doi.org/10.1007/s10657-005-5276-3>
- Ismail, T. H.; Abdou, A. A. & Annis, R. M. (2011). Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial and Accounting Studies*, 1, 89-104. <http://www.eurojournals.com/REFAS.htm>
- Jensen, M. C & Meckling, W. H. (2008). Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração Eletrônica*, 48(2), 87-125.

- Jensen, M. C. & Ruback, R. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5–50. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 34(1), 5–19. <http://www.jstor.org/stable/3666248>
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Karim, M. A.; Sarkar, S. & Zhang, S. (2016). Earnings management surrounding M&A: Role of economic development and investor protection. *Advances in Accounting*, 35, 207-215. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.10.002>
- Kassamany, T.; Ibrahim, S. & Archbold, S. (2017). Accrual and real-based earnings management by UK acquirers: Evidence from pre-and post-higgs periods. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 13(4), 492–519. <https://doi.org/10.1108/JAOC-09-2015-0073>
- Kothari, S. P.; Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- KPMG (2025). Fusões e aquisições – 4º trimestre 2024. https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2025/02/pesquisa-fusoes-aquisicoes-2024-4-trimestre.html?utm_source – acessado em 01/06/2025.
- Kumar, D. & Segupta, K. (2021). Abandonment of mergers and acquisitions: a review and research agenda. *International Journal of Emerging Markets*, 16(7), 1373-1403. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2019-1056>
- Kummer, C. (2006). Mergers & acquisitions in the pharmaceutical industry in South America: activity and strategic intentions. *The institute for Business and Finance Research*, 1(1), 169-172.
- Lim, J. & Chang, J. (2017). Earnings management of mergers and acquisitions of target candidates and deal withdrawn. *Journal of Applied Business Research*, 33(3), 467–474. <https://doi.org/10.19030/jabr.v33i3.9937>
- Liu, Y. (2019). Shareholder wealth effects of M&A withdrawals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 681-716. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0722-9>
- Long, P. H. (2015). Merger and acquisitions in the Czech banking sector-impact of bank mergers on the efficiency of banks. *Journal of Advanced Management Science*, 3(2), 86-92. <https://doi.org/10.12720/joams.3.2.86-92>
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 74, 121-148. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.004>
- Luo, Y. (2005). Do insiders learn from outsiders? Evidence from mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(4), 1951-1982. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00784.x>
- Luypaert, M. & Caneghem, T. V. (2017). Exploring the double-sided effect of information asymmetry and uncertainty in mergers and acquisitions. *Financial Management*, 46(4), 873-917. <https://doi.org/10.1111/fima.12170>

- Malik, M. F.; Anuar, M. A.; Khan, S. & Khan, F. (2014). Mergers and acquisitions: a conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 520-533. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v4i2.6623>
- Mantravadi, P. & Reddy, A. V. (2008). Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22. <https://ssrn.com/abstract=1317757>
- Marquardt, C. & Zur, E. (2015). The role of accounting quality in the M&A market. *Management Science*, 61(3), 1-39. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1873>
- Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership. *Journal of Finance*, 51(4), 1227-1246. <https://doi.org/10.2307/2329393>
- Martinez, A. L.; Cardoso, R. L. (2009). Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. *Revista Eletrônica de Administração*, 15(03), 600-626.
- Matos, J. A. de. (2001). Theoretical foundations of corporate finance. Princeton University Press.
- Matthew, R.-K. & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00713.x>
- Meeks G. & Whittington G. (2021). Death on the stock exchange: The fate of the 1948 population of large UK quoted companies, 1948–2018. *Business History*. <https://doi.org/10.1080/00076791.2021.1893696>
- Mendes, L. P., Pimenta, M. M. & Souza, G. A. (2018). Fusões e aquisições versus gerenciamento de resultados: Análise da qualidade da informação contábil das companhias listadas na B3. *Pensar Contábil*, 11-19
- Milgrom, P. & Stokey, N. (1982). Information, trade and common knowledge. *Journal of Economic Theory*, 26(1), 17-27. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(82\)90046-1](https://doi.org/10.1016/0022-0531(82)90046-1)
- Miranda Filho, S. S.; Carvalho, J. F.; Rech, I. J. & Carmo, C. H. S. (2024). Associação entre gerenciamento de resultados e F&A realizadas por empresas adquirentes da B3. *Revista Contabilidade Vista & Revista*. 35(4), 115-14. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106160>
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 60(2), 757–782. <https://www.jstor.org/stable/3694766>
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47-56. <http://dx.doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Motta, L. F. J.; Oliveira, P. V. C.; Cavazotte, F. S. C. N. & Klotzle, M. C. (2013). Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. *Revista de Administração – FACES*, 12(4), 100-119.
- Miller, M. H. & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40, 1031-1051. <https://doi.org/10.2307/2328393>
- Muehlfeld K.; Weitzel, U. & Witteloostuijn, A. (2011). Mergers and acquisitions in the global food processing industry in 1986–2006. *Food Policy*, 36(4), 466-479. <https://doi.org/10.1016/j.foodpol.2011.05.002>.

- Mueller, D. C. & Raunig, B. (1999). Heterogeneities within industries and structure-performance models. *Review of Industrial Organization*, 15, 303–320.
<https://doi.org/10.1023/A:1007775731338>
- Mueller, D. C. & Yurtoglu, B. B. (2007). Corporate Governance and the returns to acquiring firms' shareholders: an international comparison. *Managerial and Decision Economics*, 28, 879–896.
<https://doi.org/10.1002/mde.1365>
- Mughal, A., Tao, Q., Sun, Y. & Xiang, X. (2021). Earnings management at target firms and the acquirers' performance. *International Review of Economics and Finance*, 72, 384–404.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.12.011>
- Mukherjee, T. K., Kiymaz, H. & Baker, H. K. (2004). Merger motives and target valuation: a survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 7–24.
<https://doi.org/10.57912/23888496.v1>
- Myers, S. & N. Majluf. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance*, 13, 187–221.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Novaes, P. V. G.; Lamounier, W. M. & Bressan, V. G. F. (2022). Is there really synergy creation after M&A? Evidence from Brazil under the life cycle approach. *Contaduría y Administración*, 67(1), 68–89. <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2022.2991>
- Paul, J. & Jadhav, P. (2020). Institutional determinants of foreign direct investment inflows: evidence from emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, 15(2), 245–261.
<https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2018-0590>
- Penman, S. H. (2010). Financial statement analysis and security valuation. 4ª Edição.
- Pimenta, M. M. (2024). As mudanças na discricionariedade contábil afetam o gerenciamento de resultados? Evidência internacional. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 17(3), 11–25. <https://doi.org/10.14392/asaa.2024170302>
- Purayil, P. & Lukose, P. J. (2021). Does cross-border acquisition reduce earnings management of emerging market acquirers? Evidence from India. *International Review of Finance*, 22, 143–168.
<https://doi.org/10.1111/irfi.12346>
- Rao-Nicholson, R.; Salaber, J. & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373–387.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.024>
- Ragozzino, R. & Reuer, J. J. (2007). Initial public offerings and the acquisition of entrepreneurial firms. *Strategic Organization*, 5(2), 155–176. <https://doi.org/10.1177/1476127007079139>
- Reed, W. R. & Webb, R. (2010). The PCSE estimator is good, just not as good as you think. University of Canterbury, Department of Economics and Finance, *Working Papers in Economics*, 2. <https://doi.org/10.2202/1941-1928.1032>
- Reis, E. M.; Lamounier, W. M.; Bressan, V. G. F. (2015). Evitar divulgar perdas: Um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 247–260. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501070>
- Reis, E. M.; Ferreira, H. L.; Silva Nunes, K. J. F. & Cunha, J. V. A. (2023). *Accruals* pela Abordagem da Demonstração de Fluxo de Caixa e do Balanço Patrimonial: uma análise comparativa. *Revista*

- de Educação e Pesquisa em Contabilidade – REPEC, 17(1), 45-60.
<https://doi.org/10.17524/repec.v17i1.3170>
- Reuer, J. J. & Ragozzino, R. (2008). Adverse selection and M&A design: The roles of alliances and IPOs. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 66(2), 195-212.
<https://doi.org/10.1016/j.jebo.2006.04.003>
- Renneboog, L. & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Richardson, R. J. (2012). Pesquisa social: métodos e técnicas. 3ª. Ed. São Paulo: Atlas.
- Richardson, V. J. (2000). Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 325-347.
<https://doi.org/10.1023/A:1012098407706>
- Roll R. (1986). The Hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59, 197-216.
<https://www.jstor.org/stable/2353017>
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Sales, A. C. S. & Zanini, M. T. F. (2017). Investigating the deal making failure in M&A: deal makers' perspective in Brazil. *Revista de Administração*, 52, 467-478.
<https://doi.org/10.1016/j.rausp.2016.11.002>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Schwert, G. W. (2000). Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? *The Journal of Finance*, 55(6), 2599-2640. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00301>
- Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110203>
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 259-311. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)
- Silva Brito, G. A.; Corrar, L. J. & Batistella, F. D. (2006). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 18(43), 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>
- Silveira, A. D. M. (2002). Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. 165 fls. Dissertação (Mestrado em Administração) – Curso de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, SP.
- Singh, S.; Tabassum, N.; Darwish, T. K. & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171-190.
<https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>

- Skaife, H. A. & Wangerin, D. D. (2013). Target financial reporting quality and M&A deals that go bust. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 719-749.
<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01172.x>
- Slovin, M. B. & Sushka, M. E. (1998). The economics of parent-subsidiary mergers: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 255-279.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00024-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00024-5)
- Souza, J. G. M. & Gartner, I. R. (2019). Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil: análise dos efeitos de aquecimento do mercado. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 30(80), 234-251. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806320>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
<https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sudarsanam S. & Mahate, A. A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (1-2), 299-342.
<https://doi.org/10.1111/1468-5957.00494>
- Tampakoudis, I. & Anagnostopoulou, E. (2020). The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1865-1875.
<https://doi.org/10.1002/bse.2475>
- Tebourbi, I. (2011). Corporate Governance: Implications for Canadian cross-border Acquisitions. *Banking and Finance Review*, 3(1), 23-44. <https://ssrn.com/abstract=2402112>
- Trapp, A. C. G. (2009). A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis. (Tese de Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em:
<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08072009-160920/pt-br.php>.
Acesso em: 10/03/2023.
- Vasilescu, C. & Millo, Y. (2016). Do industrial and geographic diversifications have different effects on earnings management? Evidence from UK mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 46, 33–45. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.04.009>
- Verbeek, M. (2004). *Modern Applied Econometrics*, 2nd Ed. Willey.
- Verma, S. K. & Kumar, S. (2024). Fractal dimension analysis of financial performance of resulting companies after mergers and acquisitions. *Chaos, Solitons & Fractals*, 181, 1-10.
<https://doi.org/10.1016/j.chaos.2024.114683>.
- Vieira, L. B.; Brito S. S.; Santana, J. R. B.; Sanches, S. L. R. & Galdamez, E. V. C. (2017). Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE – Revista de Gestão*, 24, 235-246.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.rege.2016.08.003>
- Wainstein, S. V. & Silva, S. B. (2021). Fusões e aquisições como um feixe de contratos. *Revista de Direito Tributário e Financeiro*, 7(1), 103-123.
<http://dx.doi.org/10.26668/IndexLawJournals/2526-0138/2021.v7i1.7876>
- 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.
<https://doi.org/10.1080/00014788.2013.785823>

- Wangerin, D. (2019). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344-2378.
<https://doi.org/10.1111/1911-3846.12520>
- Westphal, C. & Blaxton, T. (1998). Data mining solutions: methods and tools for solving real world problems. New York: John Wiley.
- Wong, P. & O'Sullivan, N. (2001). The determinants and consequences of abandoned takeovers. *Journal of Economic Surveys*, 15(2), 145-186. <https://doi.org/10.1111/1467-6419.00135>
- Wooldridge, J. M. (2002). Econometric analysis of cross section and panel data. MIT press.
- Wu, C-W.; Reuer, J. J. & Ragozzino, R. (2013). Insights of Signaling Theory for Acquisitions Research. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 12, 173-191.
[https://doi.org/10.1108/S1479-361X\(2013\)0000012010](https://doi.org/10.1108/S1479-361X(2013)0000012010)
- Yeh, T-M. & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14(3), 347-366.
[https://doi.org/10.1016/S0922-1425\(01\)00081-0](https://doi.org/10.1016/S0922-1425(01)00081-0)
- Yook, K. C. (2003). Larger return to cash acquisitions: signaling effect or leverage effect? *The Journal of Business*, 76(3), 477-498. <https://doi.org/10.1086/375255>
- Yoon, S. (2007). Accounting quality and international accounting convergence (Doctor Thesis). Oklahoma State University, Oklahoma, EUA.
- Yung, K., Sun, Q. & Rahman, H. (2013). Acquirer's earnings quality and the choice of payment method in mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 39(10), 979-1000.
<https://doi.org/10.1108/MF-06-2012-0132>
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. *The Accounting Review*, 87(42), 675-703. <https://www.jstor.org/stable/23245619>
- Zhang, Z. (2015). Under-Performance of listed companies, real earnings management and M&A: Chinese empirical evidence. *Journal of Industrial Engineering and Management*, 8(2), 322-334.
<http://dx.doi.org/10.3926/jiem.1330>
- Zollo, M. & Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55-77. <https://www.jstor.org/stable/27747463>

Apêndices da Tese

Apêndice 01 – Modelos Econométricos e Testes de Validação

Apêndice 01.01 – Modelos Estatísticos com os Dados em Painel

Para estimar os coeficientes dos modelos estatísticos em que as variáveis independentes se relacionam de forma linear com a variável dependente, foram utilizados os dados em painel. Esse método é popularmente utilizado em contabilidade e finanças, que permite o pesquisador estudar fenômenos que sofrem influência das diferenças entre os indivíduos e da própria evolução temporal (Fávero, 2013). Ou seja, a análise de dados em painel é adequada quando a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo.

O modelo de dados em painel pode assumir a seguinte descrição genérica, conforme Equação A.1:

$$y_{it} = \alpha + x_{it}\beta + c_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{A.1})$$

Em que:

y_{it} indica a variável dependente

x_{it} indica as variáveis independentes do modelo

α é o intercepto do modelo

β são os coeficientes angulares estimados para cada variável

$i = 1, \dots, N$ (representa as unidades)

$t = 1, \dots, T$ (representa a série temporal)

$c_i + \varepsilon_{it}$ São os termos de erro do modelo

c_i é o componente que indica o efeito individual específico não observável, que difere entre as unidades, e é invariante no tempo;

ε_{it} é o componente que varia com as unidades e com o tempo, denominado de erro “usual” da regressão, com média zero, não correlacionados entre si, não correlacionados com x , e homocedástico.

Existem três tipos de modelos de dados em painel: o de coeficiente constante (*pooled*), o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. O modelo de coeficientes constantes (*pooled*) pressupõe que tanto o intercepto quanto as inclinações não variam. Para Gujarati (2006, p. 517) “esta é a

maneira mais simples e ingênua de estimação que desconsidera as dimensões de tempo e espaço e utiliza a estimação pela habitual regressão de MQO (Mínimos Quadrados Ordinários)”.

O modelo de efeitos fixos é adequado em situações em que o intercepto de cada empresa pode estar correlacionado com um ou mais regressores. No modelo de efeitos aleatórios, supõe-se que o intercepto de uma unidade individual é uma extração aleatória de uma população muito maior com um valor médio constante. (Gujarati, 2006).

Tendo em vista a não suposição antecipada de como se comportam os efeitos individuais das empresas, foram utilizados testes estatísticos para a escolher a melhor forma de estimação das equações com os dados em painel. Para isso, foram realizados o teste Chow, utilizado para escolher entre coeficientes constantes (*pooled*) e efeitos fixos, o teste de Breusch e Pagan utilizado para escolher entre coeficientes constantes (*pooled*) e efeitos aleatórios e o teste de Hausman que avalia se os modelos devem ser estimados considerando os efeitos fixos ou efeitos aleatórios.

De acordo com Baltagi (2005), o teste Chow avalia se os efeitos individuais, representado por c_i , são estatisticamente iguais a zero, ou seja, não existem efeitos individuais específicos, *versus* a hipótese alternativa de que os efeitos individuais são estatisticamente diferentes de zero. Se esses efeitos forem estatisticamente iguais a zero, deve-se estimar o modelo em painel considerando os coeficientes constantes (*pooled*). Caso contrário, deve ser utilizado o modelo com os efeitos fixos.

O teste de Breusch e Pagan é utilizado para escolher entre coeficientes constantes e efeitos aleatórios. De acordo com Baltagi (2005), o teste de Breusch e Pagan possui distribuição de *qui quadrado*, que verifica se a variância dos efeitos individuais, representado por c_i , são estatisticamente iguais a zero ou são estatisticamente diferentes de zero. Se a variância dos efeitos individuais for igual a zero estima-se o modelo considerando coeficientes constantes (*pooled*). Caso contrário, estima-se o modelo considerando esses efeitos como aleatórios.

Por fim, o teste de Hausman utilizado para avaliar a utilização de modelos com efeitos fixos ou com efeitos aleatórios. Esse teste consiste em verificar a covariância entre o componente não observável c_i e os regressores x_{it} . Se essa covariância for igual a zero, o modelo deve ser

estimado considerando os efeitos insividuais como aleatórios. Caso contrário, o modelo com os efeitos individuais fixos é mais adequado (Wooldridge, 2002).

Apesar de algumas vantagens de trabalhar com os dados dispostos na forma de painel, como controlar heterogeneidade individual e identificar e medir efeitos não detectáveis através de cortes transversais e de séries temporais isoladamente Baltagi (2005), problemas de heterocedasticidade, em função dos cortes transversais, e de autocorrelação, decorrentes de séries temporais, precisam ser enfrentados (Gujarati, 2006).

Para detectar a presença desse problema econométrico nos modelos, foi realizado o teste Wooldridge para autocorrelação serial, em que os erros não devem ser correlacionados, segue distribuição *qui quadrado* e a sua hipótese nula é de ausência de correlação serial. Portanto, a estatística de teste significativa indicará a presença de correlação serial no modelo (Wooldridge, 2002).

A homocedasticidade presume que a variância dos resíduos é constante para todas as observações. Se isso não ocorre, tem-se o problema da heterocedasticidade. Para detectar a presença da Heterocedasticidade foi realizado o teste Wald para heterocedasticidade, o qual assume que as variâncias são iguais entre as unidades *cross-section*. Esta estatística segue distribuição *qui quadrado*, sob a hipótese nula de homocedasticidade. Se a estatística de teste for significativa, indica a presença heterocedasticidade no modelo.

Esses problemas podem ser mitigados utilizando estimações robustas como, por exemplo, o FGLS (*Feasible Generalized Least Squares*), recomendado nas situações em que o número de indivíduos (N) é maior que a série de tempo (T), em casos extremos de heterocedasticidade e em situações empíricas (Becke & Katz, 1995; Reed & Webb, 2010).

Além desses testes de validação dos modelos em painel, foi utilizado também os testes Reset, utilizado para verificar a especificação e a ausência de variáveis nos modelos, além do teste VIF (*Variance Inflation Factor*) utilizado para verificar a presença ou não da multicolinearidade nos modelos. Para os testes de significância dos coeficientes e validação dos modelos foi adotado um nível de significância de 5%.

Apêndice 01.02 – Modelos Estatísticos com os Dados em Panel (Endogeneidade)

Os modelos estatísticos possuem uma pressuposição de que os termos de erro não são correlacionados com as variáveis independentes. Ou seja, essas variáveis são exógenas. A suposição de exogeneidade estrita dos regressores determina que o termo de erro do modelo deva ser não correlacionado com as variáveis explicativas, em todos os instantes de tempo (Wooldridge, 2002). No entanto, em algumas situações, especialmente quando uma variável dependente Y pode ser explicada por uma variável $Y-1$ (defasada), como no caso do modelo para o cálculo dos *accruals* discricionários, utilizados nesta tese, tem-se o problema da endogeneidade.

Na presença de endogeneidade, de acordo com Baum (2006), uma abordagem possível é a utilização do Método dos Momentos Generalizados (*Generalized Method of Moments – GMM*), pois as variáveis independentes de uma equação econométrica não são estritamente exógenas (Roodman, 2009). De acordo com Heij et al. (2004) o GMM pode ser utilizado para calcular erros-padrão e p-valor em situações onde os pressupostos de MQO – Mínimo Quadrados Ordinários e ML – Máxima Verossimilhança não são satisfeitos.

A presença de endogeneidade determina que seja necessário encontrar uma variável instrumental z que seja, ao mesmo tempo, correlacionada com x (regressor endógeno) e não correlacionada com o termo de erro do modelo (Barros et al., 2010). Apesar de não ser uma tarefa muito fácil, as defasagens dos próprios regressores podem ser utilizados instrumentos válidos para os regressores endógenos do período corrente (Cameron & Trivedi, 2005). Neste trabalho, a variável defasada dos *accruals* foram utilizados como instrumento.

Conforme Baltagi (2005) e Greene (2008), a estimação com os dados em painel estimado pelo GMM exige alguns testes de adequabilidade, dentre os quais o teste de raiz unitária. O teste Fisher para dados em painel, que é baseado nos testes de raiz unitária de Phillips–Perron (PP), é utilizado para verificar se as séries são estacionárias. O teste do tipo Fisher para dados em painel é baseado nos testes de raiz unitária de Dickey-Fuller Expandido (ADF) e de Phillips–Perron (PP). A hipótese nula é que todos os painéis contêm raiz unitária e a hipótese alternativa é que pelo menos um painel é estacionário. Assim, como a condição do GMM sistêmico é que a série seja estacionária, deseja-se rejeitar a hipótese nula do teste raiz unitária.

O teste de Autocorrelação de Arellano e Bond é utilizado para verificar a autocorrelação no termo de erro, onde espera-se uma autocorrelação de primeira ordem negativa e significativa, mas que não seja encontrada autocorrelação de segunda ordem. A hipótese nula do teste é não existe autocorrelação de ordem n (1 ou 2), desejando rejeitá-la.

O teste Sargan/Hansen é utilizado para verificar o pressuposto de exogeneidade dos instrumentos. Caso haja homocedasticidade, os testes Sargan e Hansen coincidem. Caso contrário, deve-se verificar apenas o teste de Hansen que é mais robusto, devido ao fato de ser baseado em dois estágios. A estatística de teste do teste de Hansen/Sargan tem distribuição *qui quadrado* com q graus de liberdade, sendo q obtido através da diferença entre os números de variáveis instrumentais e variáveis endógenas presentes no modelo, com a hipótese nula pressupondo que os instrumentos são válidos.

O teste de Diferença de Hansen (DIF-Hansen) é utilizado para verificar a validade dos instrumentos utilizados a mais pelo GMM Sistemico comparativamente ao GMM-Dif, testando a validade de subconjunto de instrumentos. A estatística de teste apresenta distribuição assintoticamente *qui quadrado* com graus de liberdade p igual a perda de restrições de sobreidentificação. A hipótese nula desse teste é que o GMM Sistemico é válido, não desejando rejeitá-la.

Apêndice 01.03 – Modelos Estatísticos de Regressão Logística

Na técnica de regressão logística tem-se o interesse em avaliar a probabilidade P de ocorrência de um determinado evento, com base no comportamento de variáveis explicativas (Fávero, Belfiore, Takamatsu & Suzart, 2014). Neste tipo de regressão, a probabilidade de ocorrência de um evento é definida por Y que se apresenta na forma qualitativa dicotômica ($Y = 1$ para descrever a ocorrência do evento de interesse e $Y = 0$ para descrever a ocorrência do não evento), com base no comportamento de variáveis explicativas (Fávero & Belfiore, 2017).

Gujarati (2006) pontua que nesse tipo de modelo o objetivo é encontrar a probabilidade de que algum evento de interesse aconteça, ou seja, Y assumir valor igual a 1. A função logística que foi utilizada nesta pesquisa assume a forma geral, conforme Equação A.2:

$$L_i = \ln\left(\frac{P}{1-P}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_n X_{ni} + \varepsilon_{it} \quad (\text{A.2})$$

Na função representada na Equação A.2, P é a probabilidade de ocorrência de determinado evento de interesse; $\ln(P/(1-P))$ é chamado de *logit*; $(P/(1-P))$ representa a chance de ocorrência do evento de interesse; X_1 , X_2 e X_n são as variáveis independentes; ε_{it} é o termo de erro do modelo, a letra i representa as empresas e a letra n representa as variáveis explicativas (Gujarati, 2006; Fávero & Belfiore, 2017). Nessa equação, os β 's são denominados parâmetros da regressão, os quais medem a importância de cada variável explicativa, X_1 , X_2 e X_n , para a ocorrência do evento de interesse, bem como calcular a sua probabilidade de ocorrência.

A interpretação dos coeficientes de um modelo de regressão logística, quando significativos estatisticamente, pode ser realizada de forma direta, pela razão de chances e pelo efeito marginal. Pela forma direta, um coeficiente positivo e significativo revela que um aumento em uma unidade na variável X qualquer, aumenta as chances do evento de interesse ocorrer e vice e versa.

Para identificar o efeito que esse aumento repercutirá na razão de chances de o evento ocorrer, transforma-se os coeficientes do modelo de regressão em *odds ratio* (razão de chances), normalmente, e^{β_i} . Exemplificando, se o *odds ratio* for igual a 1,20, o efeito de um aumento em 1 unidade na variável X , aumentará em 1,20 ou 20% a razão de chances do evento ocorrer.

O efeito marginal oferece uma interpretação mais intuitiva e está diretamente relacionado à probabilidade de o evento de interesse ocorrer, dado uma mudança em uma variável X. Exemplificando, um efeito marginal associado a uma variável X no valor de 0,02 significa que uma variação na variável X em uma unidade, aumentará a probabilidade do evento de interesse ocorrer em 2%. Nesta tese, foi apresentada o efeito marginal para interpretação do modelo logit, especialmente para as análises dispostas no capítulo 4.

De acordo com Gujarati (2006), o modelo de regressão logística não pressupõe normalidade e nem a homogeneidade da variância dos resíduos. Além disso, a regressão logística consiste na utilização do método da máxima verossimilhança para maximizar a probabilidade de que um evento ocorra, com algumas medidas de ajustamento do modelo (Fávero & Belfiore, 2017; Fávero et al., 2014).

De acordo com Gujarati (2006), Fávero et al. (2014) e Fávero e Belfiore (2017), o teste Wald verifica se cada um dos parâmetros do modelo é estatisticamente diferente de zero. O Teste da razão de verossimilhança é similar ao teste F da regressão linear, que utiliza uma estatística com distribuição *qui-quadrado* para analisar a significância conjunta do modelo. O Teste *Hosmer-Lemeshow Goodness-of-fit* avalia a hipótese de associação entre as classificações previstas e as observadas e, se houver associação, significa que o modelo pode ser considerado ajustado.

Além desses testes, é possível ainda analisar o poder preditivo do modelo, verificando quanto o modelo classifica corretamente os eventos, considerando as medidas de sensibilidade, especificidade e a eficiência global do modelo. A medida de sensibilidade diz respeito ao total de acerto que o modelo obtém em relação ao evento. A especificidade, ao contrário, se refere ao total de acertos que o modelo obtém em relação ao não evento de interesse. A eficiência global do modelo é uma relação entre a sensibilidade e a especificidade (Fávero et al., 2014).

Essas medidas estão relacionadas ao ponto de corte (*cutoff*) definido pelo pesquisador. Se determinada observação não presente na amostra apresentar uma probabilidade de incidir no evento maior do que o *cutoff* definido, espera-se que haja a incidência do evento e, portanto, foi classificada como evento. Por outro lado, se a sua probabilidade for menor do que o *cutoff* definido, espera-se que haja a incidência do não evento e, portanto, foi classificada como não evento (Fávero & Belfiore, 2017).

Verbeek (2004) relata que, frequentemente, um ponto de corte de 0,5 é utilizado de maneira padrão. Ou seja, se o modelo logit prever uma probabilidade maior que 0,5, ocorre uma classificação positiva (1), evento. Se for menor ou igual a 0,5, atribui-se uma classificação negativa (0), não evento. Este ponto de corte é conveniente e de fácil aplicação, mas, pode ser inadequado em situações onde as classes são desbalanceadas, pois pode levar a uma grande quantidade de falsos negativos ou falsos positivos, dependendo da distribuição das classes (Verbeek, 2004). Dessa forma, seguindo a sugestão do autor, o ponto de corte definido nesta tese foi ajustado, considerando a relação entre as observações classificadas como (1), evento e (0), não evento.

A curva ROC – *Receiver Operating Characteristic* é outra medida de capacidade de o modelo discriminar as categorias da variável dependente. A curva ROC é um gráfico que apresenta a variação da sensibilidade em função de (1 – especificidade), onde um determinado modelo com maior área abaixo da curva ROC apresenta maior eficiência global de previsão (Fávero & Belfiore, 2017). Caso a área sob a curva ROC seja acima de 0,8, o modelo possui poder discriminatório é excelente, enquanto nos demais caso esse poder é apenas aceitável (Fávero et al., 2014).