

Gerenciamento de resultados e formas de pagamento em F&A: uma análise da escolha estratégica no mercado brasileiro

Elizio Marcos dos Reis

<https://orcid.org/0000-0001-8529-2273> | E-mail: elizio@ufmg.br

Wagner Moura Lamounier

<https://orcid.org/0000-0001-7154-6877> | E-mail: wagner@face.ufmg.br

Resumo

Objetivo: Analisar as relações entre as estratégias de Gerenciamento de Resultados (GR) das empresas adquirentes de capital aberto e as formas de pagamento das Fusões e Aquisições (F&A) no Brasil, com foco na possibilidade de reversão dessas estratégias no período posterior às F&A.

Metodologia: Foram analisadas 103 F&A entre 2010 e 2024, de empresas listadas na B3, com dados da Refinitiv® e aplicação de modelos de regressão linear.

Resultados: Empresas adquirentes utilizaram GR por meio de decisões reais (GRR) para elevar os lucros e influenciar o preço pago pelas F&A, sem recorrer GR por meio dos *accruals* (GRA). Após as F&A, o GRR reverteu nas empresas que utilizaram ações como pagamento, enquanto o GRA manteve-se estável, independentemente da forma de pagamento.

Contribuições: Do ponto de vista acadêmico, o uso de *proxies* de GR antes e depois das F&A pode permitir maior proximidade analítica ao evento, sem necessariamente utilizar a metodologia de estudos de eventos. Na prática, os resultados podem ser utilizados nas avaliações dos acionistas considerando que a possibilidade do uso de práticas gerenciais pode afetar os lucros dessas empresas. Os reguladores, os auditores e os gestores das F&A devem analisar claramente as práticas gerenciais das empresas relacionados aos estoques, as vendas e as despesas gerais, visando avaliar se essas atividades estão condizentes com a operação da empresa ou se existe sinalização de gerenciamento de resultado.

Palavras-chave: Fusões e aquisições; Gerenciamento de resultados; Reversão dos *accruals*.

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 formas de atingir esse objetivo é por meio das Fusões & Aquisições (F&A), que podem fazer com que as empresas ampliem suas posições de mercado, obtenham ganhos de escala, adquiram ativos estratégicos, apropriem-se de novas tecnologias, expandam a base de clientes e o conjunto de produtos, sendo mais benéfico do que trabalhar sozinhas em um mercado competitivo (Renneboog & Vansteenkiste, 2019; Edi & Irayanti, 2019).

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). A preferência pelo método de pagamento está relacionada ao grau de assimetria informacional existente entre empresas adquirentes e empresas-alvo, que normalmente é elevado (Luypaert & Caneghem, 2017). 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. Assim, 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 das F&A, por meio de práticas de Gerenciamento de Resultados (GR), nos períodos anteriores às F&A, na esperança de influenciar positivamente os negociadores do mercado de ações, visando aumentar o preço de mercado de suas ações e, assim, reduzir o custo de compra da empresa-alvo (Erickson & Wang, 1999; Botsari & Meeks, 2008).

Diante disso, é possível que os gestores de determinada empresa, quando visualizam a possibilidade de adquirir ou se fundir com outra empresa, independentemente da forma de pagamento, possam utilizar práticas de GR nos períodos anteriores às F&A. Considerando que essas práticas de GR possuem um caráter oportunista e com objetivo específico, pode-se esperar a reversão dessas práticas no período posterior às F&A. Dessa forma, a questão de pesquisa que este artigo pretende responder é: **Quais as relações entre as estratégias de GR das empresas adquirentes de capital aberto e as Fusões e Aquisições no Brasil?**

O objetivo deste artigo foi analisar as relações entre as estratégias de GR das empresas adquirentes de capital aberto e as formas de pagamento das F&A no Brasil, com foco na possibilidade de reversão dessas estratégias no período posterior às F&A. Evidências internacionais, como 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 apontaram a existência de práticas de GR em empresas que passaram por F&A (Mendes et al., 2018; Antonio et al., 2023; Miranda Filho et al., 2024). Contudo, ao considerar que as práticas de GR em processos de F&A podem ser oportunistas, é esperado que essas práticas se revertam em períodos posteriores às F&A, conforme resultados apontados por Dantas et al. (2013), cuja ênfase foi em empresas financeiras; Sincerre et al. (2016), com foco em empresas emissoras de debêntures; e Melilo et al. (2018), a fim de analisar a reversão dos *accruals* em processos de recompras de ações. Nesse sentido, este trabalho – além de avaliar a ocorrência de práticas de GR, nos períodos anteriores às F&A, em empresas que utilizam suas ações ou dinheiro para pagamento das F&A, de acordo com as pesquisas nacionais anteriores – avança nas discussões desse tema, ao avaliar se essas práticas se revertem em períodos posteriores às F&A no Brasil.

2 Referencial Teórico

2.1 Teoria da Sinalização

A Teoria da Sinalização foi desenvolvida no contexto do mercado de trabalho (Spence, 1973), mas descreve um fenômeno geral aplicável em qualquer mercado com informação assimétrica (Morris, 1987). No mercado de capitais, a assimetria de informação acontece quando os gestores de 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 ao 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. Embora as regras contábeis não permitam registrar os ativos gerados internamente pela empresa-alvo, ainda assim é possível que os gestores dessas empresas entendam que os seus ativos possuem um valor acima daquele avaliado pela empresa adquirente.

Se considerarmos 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, ao utilizar 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, em vez 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) pondera 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 ao valor que seria ofertado em dinheiro. 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 F&A, mediante o valor que lhe couber da nova firma, a partir de seu percentual de ações ($1 - \beta$), que deve ser superior ao valor corrente de sua firma atual. 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 e a empresa adquirente poderá explorar e converter seu patrimônio supervalorizado em ativos reais. Se isso ocorre, 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).

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 (Hansen, 1987). Diante dessa condição, e tendo em vista 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 deste artigo, pois indicam a possibilidade de as empresas adquirentes utilizarem práticas de gerenciamento de resultados nos períodos anteriores ao anúncio da F&A. No entanto, considerando que essas práticas são artificiais e momentâneas, espera-se que sejam revertidas nos períodos posteriores às F&A.

2.2 Gerenciamento de resultados em F&A e hipóteses de pesquisa

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 (Healy & Wahlen, 1999). Esse julgamento pode estar relacionado às escolhas contábeis que podem envolver o GR por meio dos *Accruals* (GRA), 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 e/ou GR por meio de Decisões Reais (GRR), que 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 (Roychowdhury, 2006; Dechow et al., 2010; Zang, 2012).

Essas práticas podem ser utilizadas, pelas empresas adquirentes, para aumentar os resultados contábeis. Elas podem não ser bem compreendidas pelo mercado, e assim influenciar os preços de suas ações, ao beneficiar a empresa adquirente ao comprar a empresa-alvo com a utilização de um número menor de ações (Erickson & Wang, 1999). Dentre essas práticas, pode haver uma preferência dos gestores nas estratégias de gerenciamento real, tendo em vista que as práticas dos *accruals* podem ser mais fáceis de ser 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, a depender de seus custos e do grau em que uma delas é restrita em relação à outra (Abernathy et al., 2014; Black et al., 2017).

Nesse sentido, 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 et al. (2024) têm explorado ambas as práticas de GR em F&A, por entender que os gestores das empresas adquirentes possuem interesses em utilizar essas estratégias antes das F&A, para aumentar os seus resultados, visando pagar menos pela empresa-alvo. Apesar de haver trabalhos nacionais que discutem a reversão dos *accruals*, como Dantas et al. (2013), Sincerre et al. (2016) e Melilo et al. (2018), são escassos na literatura trabalhos que possuem como foco a reversão dessas práticas em eventos de F&A.

Erickson e Wang (1999), ao analisarem uma amostra de 55 empresas adquirentes que concluíram as F&A que utilizam 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. Esse 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), ao estudar 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 desse autor 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. 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), Antonio et al. (2023) e Miranda Filho et al. (2024), apesar dos resultados apontarem práticas de *accruals* no ano anterior às F&A, não foi possível verificar a reversão dessas práticas no período seguinte às F&A. De forma contrária, Santos e Bezerra (2023) evidenciaram que as empresas adquirentes possuíam *accruals* negativos tanto antes quanto após as F&A, o que não revela, portanto, a reversão.

Desse modo, a partir de 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 com a utilização dos *accruals* no período anterior às F&A, especialmente quando as empresas adquirentes utilizam suas ações para concretizar o negócio, pois ao utilizar o gerenciamento de resultados em períodos anteriores às F&A, pode levar a uma sobrevalorização das ações no mercado, reduzindo o valor da compra. No entanto, a reversão dos *accruals* nos períodos seguintes às F&A não é consenso nos resultados dos autores. Essa divergência nos resultados dos autores pode ser devido a mudanças nas normas dispostas do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), conforme Pelucio-Grecco et al. (2014).

Contudo, conforme ressaltam Dechow et al. (2012), qualquer prática de GR, baseada em *accruals*, que ocorre em um período, deveria ser revertida 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 revertam no período seguinte às F&A, pois se a intenção dos gestores é específica e temporária, ao visualizar as F&A, essa reversão deve ser esperada. Dessa forma, propõe-se a seguinte hipótese:

- H1.** No período posterior ao anúncio da F&A, as empresas adquirentes que utilizam ações como forma de pagamento apresentam reversão significativa dos *accruals* em comparação àquelas que utilizam apenas dinheiro.

Com foco nas práticas de gerenciamento real, aquelas que em sua maioria afetam o caixa das empresas (Roychowdhury, 2006), alguns autores buscaram analisá-las no contexto das F&A. Zhang (2015), considerando uma amostra de empresas chinesas, no período de 2008 e 2010, que utilizaram as suas ações como meio de pagamento em F&A, concluiu que essas empresas 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 ter sido o objetivo do autor, foi possível inferir a reversão dessas práticas no ano seguinte às F&A. Farooqi et al. (2017), com uma amostra de 5.857 negócios domésticos nos EUA, entre 1980 e 2011, verificaram que as empresas adquirentes aumentaram o uso de GRR nos trimestres que antecederam aos anúncios de fusão, mas evidenciaram a redução ou reversão dessas práticas nos trimestres seguintes.

Chang e Pan (2020) e Fasipe e Sun (2020) utilizaram amostra de empresas americanas, descobriram que, em comparação com os adquirentes em dinheiro, os adquirentes que usaram suas ações executaram práticas de GRR nos períodos anteriores às F&A, com o objetivo de aumentar os seus lucros. Contudo, não foi possível inferir a reversão dessas práticas nos períodos posteriores às F&A.

No Brasil, Antonio et al. (2023), a partir de 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 do gerenciamento real. Miranda Filho et al. (2024), com a utilização de empresas listadas na B3 entre 2010 e 2020, apontaram evidências similares quando se analisou um ano antes do anúncio da F&A.

Percebe-se nas evidências empíricas que há sinais de reversão das práticas de GRR em Zhang (2015) e Farooqi et al. (2017), algo que não é perceptível nos trabalhos de Chang e Pan (2020), Fasipe e Sun (2020), Antonio et al. (2023) e Miranda Filho et al. (2024), apesar de apresentarem evidências dessas práticas em períodos anteriores às F&A.

As práticas de GRR diferem das práticas de GRA. Normalmente, as práticas dos *accruals* estão relacionadas às estimativas de provisões contábeis que os gestores fazem, que podem ser confirmadas ou revertidas, a depender do caso. Em relação às práticas de gerenciamento real – reduzir despesas administrativas, oferecer descontos nos preços com objetivo de aumentar o faturamento, entre outras práticas –, pode não ser possível revertê-las no período posterior às F&A. É possível, por exemplo, 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, caso essas estratégias sejam utilizadas 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:

H2. No período posterior ao anúncio da F&A, as empresas adquirentes que utilizam ações como forma de pagamento apresentam reversão significativa das práticas de GRR em comparação àquelas que utilizam apenas dinheiro.

3 Metodologia

Para atender ao objetivo deste artigo, foi necessário conciliar as informações sobre as F&A e a disponibilidade de informações contábeis necessárias à condução deste estudo. Dessa forma, tendo em vista 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. As informações contábeis foram coletadas em base trimestral, para os anos de 2008 até o terceiro trimestre de 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. Hribar e Collins (2002) argumentam que as F&A podem induzir uma tendência positiva para os *accruals* estimados através da 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. Assim, segundo os autores, seria prudente que os pesquisadores obtivessem as medidas de *accruals* a partir de informações obtidas diretamente da DFC em vez de medidas aproximadas por meio do balanço patrimonial.

O *software* Stata® foi utilizado para a análise dos dados, realização dos testes de validação e estimação dos coeficientes das regressões. As variáveis quantitativas contínuas foram winsorizadas a um nível de 1% e 99% a fim de limitar o efeito de *outliers*.

Mediante 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; e v) as F&A devem ser pagas com ações, dinheiro ou ambos os meios.

A Figura 1 resume os critérios de inclusão e exclusão, bem como a quantidade de F&A de empresas adquirentes que foi utilizada neste estudo.

Figura 1

Definição da amostra (empresas adquirentes de capital aberto)

Descrição	Quantidade (N)
Amostra inicial (quantidade de F&A entre 1º/1/2010 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
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
Quantidade de empresas adquirentes (F&A de maior valor)	103
Pagamento com dinheiro e ações (combinação)	15
Pagamento em ações	10
Pagamento em dinheiro	78
Total de negócios realizados (por tipo de aquisição)	103
Alvo de capital fechado	92
Alvo de capital aberto	11

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

Na Figura 1, observa-se que, no período de 1º/1/2010 a 31/12/2023, foram realizados 1.385 negócios de F&A no Brasil, com o envolvimento de empresas adquirentes de capital aberto e empresas-alvo de capital aberto e fechado. Após os critérios de seleção da amostra, permaneceu no estudo 103 empresas adquirentes, considerando as F&A de maior valor. A maior parte das empresas adquirentes utilizou dinheiro para pagar as F&A (cerca de 75%) e 25% das transações de F&A envolveram as suas ações, seja total ou parcialmente. Isso reforça as evidências de que as F&A pagas em dinheiro têm predominado (Meng & Vijh, 2021; Dokas et al., 2025).

Este trabalho utilizou as F&A de maior valor, conforme critério empregado por Camargos e Barbosa (2010). Acredita-se que nesse tipo de F&A pode haver maior interesse por GR pelo impacto em termos dos valores envolvidos. Contudo, mesmo com todas as F&A, os resultados foram similares.

3.2 Modelos econométricos para análise do GR

Com o objetivo de obter a *proxy* de GR por meio dos *accruals*, 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, nesse caso o Retorno sobre os Ativos (ROA). A variável dependente desse modelo (Equação 1), os *Accruals* Totais (ACT), foi calculada pela diferença entre o Lucro Líquido (LL) e o Fluxo de Caixa Operacional (FCO), tendo por base as orientações de Hribar e Collins (2002). Esses sugerem que seria prudente os pesquisadores obterem as medidas de *accruals* a partir de informações provenientes diretamente da DFC, em vez de medidas aproximadas por meio do BP, especialmente quando se estuda os eventos de F&A.

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

Em que: ΔREC_{it} = Variação da receita; $\Delta CREC_{it}$ = Variação de contas a receber; PPE_{it} = Ativo Imobilizado; LL_{it} = Lucro Líquido; A_{it-1} = Ativo Total; β 's = Coeficientes Estimados do Modelo; $c_i + \varepsilon_{it}$ são os termos de erro do modelo; i = cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre). As variáveis independentes da Equação 1 explicam os níveis normais dos *accruals*, e qualquer variação inexplicável (GR via *accruals*) é deixada para os resíduos (Pimenta, 2024).

Para detectar o GR com base nas atividades reais, este trabalho utiliza os modelos estatísticos desenvolvidos por Roychowdhury (2006), que investiga os padrões dos Fluxos de Caixa Operacionais (FCO), as Despesas com Vendas Gerais e Administrativas (DVGA) e os Custos de Produção (PROD). As Equações 2, 3 e 4 estimam os níveis das atividades operacionais das empresas, e os resíduos representam os níveis anormais, sendo *proxies* do GRR, denominadas de AFCO, ADVGA e APROD.

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\frac{DVGA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que: FCO = Fluxo de Caixa Operacional; DVGA = Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas; PROD = Custo do Produto Vendido + Variação dos Estoques; 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 = cada unidade (empresa) e t = tempo (trimestre).

No contexto das F&A, caso haja GR para melhorar os resultados contábeis, espera-se AFCO e ADVGA negativos e APROD positivo. AFCO negativo evidencia que o aumento nas vendas é em decorrência de descontos nos preços ou pelas condições de crédito mais favoráveis aos clientes, o que resulta em menor fluxo de caixa operacional. ADVGA negativo significa que o comportamento dessas despesas não acompanha o volume das vendas, visando aumentar o resultado contábil. Igualmente, 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, bem como em revelar APROD positivo.

As diversas práticas de GRR podem estar relacionadas. A empresa, ao oferecer desconto nos preços de vendas para vender uma quantidade maior, e aumentar o resultado contábil, mas com reflexo proporcionalmente menor no FCO, pode ter que pagar comissões maiores aos vendedores, o que afeta também as DVGA. Além disso, quando as empresas resolvem diminuir as despesas administrativas, reduzir os gastos com pessoal e gastar 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 Zang (2012), Reis et al. (2015), Fasipe e Sun (2020), Pimenta (2024), entre 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 5.

$$GRR_{it} = [(-1) * (AFCO_{it})] + [(-1) * ADVGA_{it}] + (APROD_{it}) \quad (5)$$

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, com a utilização da métrica oriunda da Equação 5, é possível inferir sobre o GR por meio de decisões reais de maneira agregada, além de evitar possíveis erros de medição das *proxies* de GRR, como analisado por Pimenta (2024).

A estimação das Equações de 1 a 4 levará em consideração todas as 103 empresas adquirentes componentes da amostra, o que configura um painel em que as diferentes empresas são observadas ao longo do tempo, sendo possível obter as *proxies* de GR, que são os resíduos dessas equações, por empresa e por trimestre.

De posse desse banco de dados, foi possível identificar a *proxy* de GR no período da F&A. Por exemplo, se a F&A ocorreu no segundo trimestre de 2015, foi possível identificar a *proxy* de GR do primeiro e do terceiro trimestres de 2015, que configuram, neste artigo, os períodos anterior e posterior à F&A, respectivamente. Ao levar em conta o contexto em que se está estudando as práticas de GR, em processos de F&A, espera-se GRA e GRR positivos. Contudo, espera-se que essas práticas sejam revertidas no período posterior às F&A, com o sinal dessas *proxies* negativo.

3.3 Modelo econométrico para verificação das hipóteses de pesquisa

O modelo econométrico utilizado para testar as hipóteses de pesquisa deste artigo considera dados trimestrais e anuais. Especificamente, foram considerados o trimestre anterior às F&A (t-1), o somatório das *proxies* trimestrais de GR entre o 4º e o 1º trimestres antes da F&A (t-4 até t-1), configurando um ano antes das F&A, o trimestre posterior às F&A (t+1) e o somatório das *proxies* trimestrais de GR entre o 4º e o 1º trimestres após as F&A (t+1 até t+4), de modo a perfazer um ano após as F&A. Assim, quando este trabalho se referir aos períodos anterior e posterior às F&A, devem ser consideradas essas duas abordagens.

O modelo estatístico utilizado neste artigo foi adaptado de Campa e Hajbaba (2016) e Fasipe e Sun (2020). Com vistas a verificar as reversões das práticas de GR nos períodos posteriores às F&A, a variável dependente da Equação 6, neste trabalho, é a *proxy* de GR no período posterior às F&A, isto é, no período t+1 (trimestre e ano).

$$GR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DStock_i + \beta_2 GR_{it-1} + \beta_3 GR_{it-1} \times DStock_i + \beta_4 MTB_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 PIB_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

Em que: GR = *Proxy* para GRA e *Proxy* para 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, e 0 em 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 é o termo de erro do modelo; i = cada empresa; t-1 = período anterior à F&A e t+1 = período posterior à F&A.

Para que as hipóteses de pesquisa deste artigo não sejam rejeitadas, o coeficiente β_3 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 6, seguindo trabalhos que estudaram as relações entre GR e F&A, dentre os quais Campa e Hajbaba (2016), Fasipe e Sun (2020) 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 – variáveis discutidas na literatura capazes de influenciar as práticas de GR. Além disso, este 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. 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 (Farooqi et al., 2017). No entanto, essas variáveis não melhoraram a especificação dos modelos, nem foram significativas estatisticamente e, portanto, foram retiradas.

Os modelos estatísticos foram submetidos ao teste VIF, para multicolinearidade; ao teste Reset, para especificação dos modelos; e ao teste de Breush-Pagan, para verificação dos problemas de heterocedasticidade. Quando os modelos foram estimados com os dados em painel (Equações 1 a 4), 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. Além disso, em todos os modelos foi utilizado o teste T, para verificar a significância dos coeficientes estimados.

4 Resultados e Discussões

4.1 Estatísticas descritivas

A Tabela 1 apresenta as principais estatísticas descritivas das *proxies* de GR utilizadas para testar as hipóteses de pesquisa propostas neste artigo.

Tabela 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	0,013	0,013	6,15***	99	0,013	0,014	6,34***	0,26	-0,31
ADVGA	90	0,032	0,025	8,23***	96	0,031	0,024	8,50***	1,65*	2,35**
APROD	93	0,132	0,108	8,23***	96	0,126	0,097	8,50***	0,73	-0,10
GRR	90	0,086	0,067	7,76***	96	0,081	0,067	7,82***	0,66	-0,09
GRA	90	-0,004	-0,003	-1,63	97	-0,009	-0,008	-4,27***	2,22**	3,01***
GRR-A	76	0,358	0,297	7,29***	96	0,320	0,258	9,26***	2,40**	2,31**
GRA-A	77	-0,023	-0,014	-2,29**	77	-0,031	-0,034	-4,58***	1,47*	2,38**

Notas: AFCO = Níveis Anormais de Fluxo de Caixa Operacional, conforme Equação 2; ADVGA = Níveis Anormais de Despesas com Vendas Gerais e Administrativas, conforme Equação 3; APROD = Níveis Anormais de Produção, conforme Equação 4; GRR = Proxy para Gerenciamento por meio de Decisões Reais, conforme Equação 5; GRA = Accruals discricionários calculados, conforme Equação 1; 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); e GRA-A = Accruals Discricionários 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.

Ao analisar-se a Tabela 1, especificamente os níveis anormais de FCO denominados de AFCO, a média e a mediana dessa variável, no trimestre anterior às F&A, foram positivas e significativas estatisticamente em 0,013 e 0,013, 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 0,032 e 0,025, significativamente diferentes de zero, 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, foram positivas e significativas estatisticamente em 0,132 e 0,108, respectivamente. 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 0,086 e 0,067, respectivamente. 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 e com os resultados anteriores evidenciados por Fasipe e Sun (2020), bem como Chang e Pan (2020), por exemplo.

Em relação ao GRA, a média e a mediana dessa variável, no trimestre anterior às F&A, foram negativas em 0,004 e 0,003, respectivamente. Ao se considerar a somatória dos quatro trimestres anteriores às F&A, a variável GRA permanece com os valores negativos em 0,023 e 0,014, 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 esses com os que os resultados estão sendo comparados. Além disso, Pelucio-Grecco et al. (2014) observaram que a transição para as IFRS teve um efeito restritivo sobre o GR por meio dos *accruals* no Brasil após sua implementação completa. Contudo, considerando que as práticas de GRA são mais fáceis de serem detectadas em relação às práticas de GRR (Graham et al., 2005; Cohen & Zarowin, 2010; Zang, 2012), além desse poder restritivo dos IFRS, pode ser que as empresas brasileiras, que estão em processo de F&A, optem pelas práticas de GRR.

Ao se avaliar 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, o que corrobora os resultados de Santos e Bezerra (2023). 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. Na próxima subseção, serão apresentados os resultados da equação econométrica que foi utilizada para testar as hipóteses de pesquisa.

4.2 Análise das hipóteses de pesquisa

A Tabela 2 apresenta os coeficientes estimados da Equação 6 e os testes de validação do modelo. De acordo com a Tabela 2, 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 com a estimativa da equação considerando os erros padrões robustos.

Tabela 2

Coefficientes da Equação 6 – Teste das Hipóteses – Dummy

Variáveis	Sinal esperado	GRAP	GRAP-P	GRRP	GRRP-P
<i>Dstock</i>	-	-0,003	-0,010	-0,012	0,022
GRA	-	0,160			
GRA x <i>Dstock</i>	-	0,797***			
GRA-A	-		0,506***		
GRA-A x <i>Dstock</i>	-		0,421***		
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	+/-	-0,014	-0,016	0,039	-0,000
PIB	+/-	-0,000	-0,000	-0,001	-0,000
<i>Intercepto</i>	+/-	-0,001	-0,010	0,003	0,009
Teste VIF		1,32	1,37	1,55	1,57
Teste RESET		0,82	0,99	3,97**	2,75*
Teste Breusch Pagan		1,16	2,37	97,74***	16,48***
R ² ajustado		0,32	0,61	0,74	0,93
Observações		89	77	86	73

Equação 6: $GR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DStock_i + \beta_2 GR_{it-1} + \beta_3 GR_{it-1} \times DStock_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 MTB_i + \beta_6 PIB_i + \varepsilon_i$

Notas: GRAP = *Accruals* discricionários 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, e 0, em 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.

As demais variáveis foram apresentadas na Tabela 1.

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

Fonte: elaboração própria, com dados da pesquisa.

Na análise dos 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, o que indica que as empresas adquirentes utilizarem suas ações em F&A não representa menor GR no período posterior às F&A.

A variável GRA do trimestre anterior não influenciou significativamente no GRA do trimestre posterior às F&A. Contudo, tendo em vista a soma dos quatro trimestres antes e os quatro depois da F&A, o coeficiente foi positivo e significativo estatisticamente em 0,506. No entanto, em contextos de F&A, esperava-se a reversão dessas práticas, revelando a demonstração de que as práticas de GRA do período anterior impactassem, negativamente, o GRA do período posterior à F&A. Haja vista isso não ter ocorrido, tal fato revela que, de maneira geral, as práticas de GRA não se revertem no período seguinte à F&A, considerando as empresas e o período utilizados neste estudo, independentemente da forma de pagamento.

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 em 0,797 e 0,421, respectivamente. 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 1 deste artigo, pois esperava-se que os coeficientes relacionados à interação de (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. Importante ressaltar que, em contextos similares, momentos de recompra de ações, segundo Melilo et al. (2018), e emissão de debêntures, de acordo com Sincerre et al. (2016), pesquisas que foram realizadas no Brasil evidenciaram a reversão dos *accruals*. Assim, os resultados deste artigo sinalizam que os *accruals* das empresas adquirentes podem ser oriundos do contexto operacional das empresas e não com objetivo de praticar o GR, ou pelo fato do evento estudado ser uma F&A que envolve pelo menos duas partes e ainda diversos atores, tanto das empresas adquirentes quanto das empresas-alvo que podem ter restringido as práticas de GRA.

Em relação à análise das práticas de GRR, os coeficientes estimados pela Equação 6 revelam que as práticas de GRR, quer seja considerado 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 revertem no período posterior às F&A, ou seja, diante do contexto de F&A e mediante o caráter oportunista do GRR, esperava-se que as práticas de GRR do período anterior impactassem negativamente as práticas de GRR do período posterior às F&A.

Contudo, a partir da análise dos 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. Essas evidências corroboram a visão da Teoria da Sinalização ao apontar o interesse significativo em gerenciar os resultados, quando as empresas adquirentes utilizam as suas ações para adquirir a empresa-alvo. Desse modo, não se rejeita a H2 formulada neste artigo, o que corrobora os resultados de Zhang (2015) e Farooqi et al. (2017).

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

Esses resultados demonstram que as empresas possuem os *accruals* similares tanto antes quanto após as F&A, o que remete à ausência de intenção de gerenciar os resultados mediante o uso desse artifício. Por outro lado, as empresas utilizam as decisões reais para melhorar os seus resultados antes das F&A e essas práticas se revertem nos períodos posteriores. Importante pontuar que esses resultados podem impactar os resultados futuros das empresas adquirentes, com repercussão nos rendimentos dos acionistas dessas empresas.

Ressalta-se 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.

5 Considerações Finais

O objetivo deste artigo foi verificar as relações entre as estratégias de GR das empresas adquirentes de capital aberto em F&A no Brasil, listadas na B3, no período de 2010 a 2023. Para atingir esse objetivo, foram utilizadas informações de 103 empresas adquirentes.

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 sejam as preferidas em relação às práticas de GRA.

Além disso, as empresas que utilizaram 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, o que pode indicar que, independentemente do tipo de pagamento, se dinheiro ou ações, essas práticas permanecem similares, o que é contrário à vertente da Teoria da Sinalização discutida neste artigo. 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, aderentes às ideias da Teoria da Sinalização. 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.

Essa reversão consolida o entendimento de que as práticas de GRR no período anterior tiveram por objetivo gerenciar os resultados nos momentos de F&A e podem, no momento em que revertem, ter reflexos na sinergia esperada com as F&A, possivelmente afetando a percepção dos praticantes do mercado de capitais em relação às empresas adquirentes. Com essa reversão, os indicadores de sinergia econômico/financeiro podem ser reduzidos e aqueles investidores que optaram por manter as suas ações, mesmo sabendo que ocorreria um evento de F&A, podem ter os seus ganhos reduzidos, de modo a impactar os seus investimentos.

As contribuições deste artigo caminham na direção de que os *accruals* advêm do contexto das empresas, enquanto as práticas de GRR podem ser consideradas preferidas no contexto nacional quando se trata de F&A. Além disso, contribui para a utilização das *proxies* de GR e das variáveis de controle de 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 práticas de GR em F&A em uma amostra que engloba empresas adquirentes e não adquirentes.

Do ponto de vista prático, os resultados contribuem com os acionistas das empresas adquirentes que podem utilizá-los nas suas avaliações mediante a possibilidade do uso de práticas gerenciais que podem afetar os lucros dessas empresas. Os reguladores ou outros atores, como auditores e gestores das F&A, devem analisar claramente as práticas gerenciais das empresas como o nível dos estoques, as práticas de vendas, a flutuação das despesas gerais, visando avaliar se essas atividades estão condizentes com a operação da empresa ou se existe sinalização de gerenciamento de resultado.

Cabe reconhecer as limitações desta pesquisa em relação à disponibilidade de dados. Existe um número relevante de F&A registradas como não completadas, sem valor da transação, além de informações contábeis indisponíveis. Isso dificultou a obtenção de uma amostra mais robusta, em relação à que foi estudada neste artigo, para verificar esse processo de reversão das práticas de GR.

Diante das contribuições e limitações, sugere-se, para pesquisas futuras, ampliar a amostra utilizada neste artigo, com foco nas empresas adquirentes que usam suas ações como forma de pagamento nas F&A. Ao ampliar 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, pois pode ser que as práticas de GR se iniciem e revertam em um período maior em relação ao analisado neste estudo. Além disso, essa análise do GR em eventos específicos, como em momentos de IPO ou para sustentar desempenho recente, por exemplo, pode ser realizada para verificar se são práticas efetivas ou se permanecem similares após o evento estudado.

Referências

- 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, M. 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).
- 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>
- 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>
- 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. <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/816>.
- 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>
- 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>

- Dantas, J. A.; Galdi, F. C.; Capelleto, L. R. & Medeiros, O. R. (2013). Discricionariedade na mensuração de derivativos como mecanismo de gerenciamento de resultados em bancos. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(1), 17-48. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v11n1.2013.3658>
- 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.org/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.org/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>
- 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>
- 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)
- 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>
- 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>
- 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>
- 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>
- 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>
- 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>
- Luybaert, 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>
- Melillo, P. H.; Lamounier, W. M. & Medeiros, R. V. V. (2018). Recompra de ações e práticas de gerenciamento de resultados financeiros: um estudo empírico sobre as empresas listadas na B3. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 10(2) 106-122. <http://dx.doi.org/10.5380/rc&c.v10i2.62892>

- Mendes, L. P., Pimenta, M. M., & Sousa, 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. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/view/3469>
- Meng, B., & Vihj, 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), 115-140. <https://doi.org/10.22561/cvr.v35i3.8298>
- 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., & Majluf, N. (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)
- Peluccio-Greco, M. C.; Geron, C. M. S.; Grecco, G. B. & Lima, J. P. C. (2014). The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. *Emerging Markets Review*, 21, 42-66. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2014.07.001>
- 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>
- 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>
- 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>
- 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>
- Santos, L. N. & Bezerra, F. A. (2023). Impacto da governança corporativa sobre o gerenciamento de resultado em períodos pré e pós M&A. *Revista Gestão & Tecnologia*, 23(3), 10-31. <https://doi.org/10.20397/2177-6652/2023.v23i3.2377>
- 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)
- Sincerre, B. P.; Sampaio, J. O.; Famá, R. & Santos, J. O. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 27(72), 291-305. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201601660>
- 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>
- 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>