

Gerenciamento de Resultados Operacionais em Fusões e Aquisições no Brasil

Maysa Oliveira de Melo Antonio, Mestre em Ciências Contábeis
Fucape Business School
maysa-oliveira23@hotmail.com

Talles Vianna Brugni, Pós-doutor em Finanças
Fucape Business School
tallesbrugni@fucape.br

Danilo Soares Monte-mor, Doutor em Administração e Ciências Contábeis
Fucape Business School
danilo@fucape.br

Antonielle Pagnussat, Mestre em Ciências Contábeis
Fucape Business School
antonielle.pagnussat@gmail.com

Resumo

Este estudo teve como objetivo verificar se empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 gerenciam resultados por decisões operacionais em detrimento do gerenciamento por *accruals* nos períodos de fusões e aquisições. A amostra compôs-se de empresas não financeiras listadas na B3 no período de 2009 a 2017 e de relatórios publicados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais e pela Comissão de Valores Mobiliários. Mensurou-se o gerenciamento por decisões operacionais pelo modelo de Roychowdhury (2006) e o gerenciamento por *accruals* com os modelos Jones (1991) e Jones Modificado (1995), por intermédio de regressão de dados em painel com efeitos fixos e aleatórios e testes de simultaneidade. O estudo indica que firmas licitantes gerenciam resultados por decisões operacionais via superprodução em períodos de fusões e aquisições para reduzir o custo dos produtos vendidos. Adicionalmente, sinaliza que nesses períodos gestores substituem o gerenciamento por *accruals* por decisões operacionais.

Palavras-chave: fusões e aquisições, gerenciamento de resultados, gerenciamento por decisões operacionais.

1 Introdução

Em muitas fusões e aquisições corporativas, a empresa licitante adquire a empresa-alvo com suas próprias ações. Estabelecido o preço de compra, o número de ações que ela terá de emitir para serem trocadas por ações da empresa-alvo é definido pelo preço que suas próprias ações possuem quando alcançado o acordo de fusão (ERICKSON; WANG, 1999). Logo, quanto maior o preço das ações da compradora, menor quantidade destas será emitida para a aquisição. Efeito oposto ocorre quando empresas-alvo aumentam seu valor de mercado para que a empresa licitante disponibilize um maior número de ações para adquiri-la (BALL; SHIVAKUMAR, 2008). Nos dois casos, evidenciam-se incentivos para que gestores de ambas as partes elevem o preço de suas ações antes das operações de fusão e aquisição (F&A), sendo o gerenciamento de resultados usado para tal.

Autores como Cohen e Zarowin (2010), Zhu e Lu (2013), Kothari, Mizik e Roychowdhury (2016) e Farooqi, Ngo e Jory (2017) constataram que executivos utilizam o gerenciamento operacional para atingir determinados *benchmarks* de resultados antes de eventos corporativos, como F&A. Outros estudos indicam, ainda, redução nos níveis de gerenciamento por *accruals* e aumento nos níveis de gerenciamento operacional em cenários

caracterizados por maior fiscalização das práticas contábeis (COHEN; DEY; LYS, 2008; ZANG, 2012), como ocorre nos casos de F&A (KOTHARI; MIZIK; ROYCHOWDHURY, 2016; ROYCHOWDHURY, 2006). A partir dessas evidências internacionais, objetiva-se neste estudo verificar se, em períodos de F&A, as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 gerenciam resultados por meio de decisões operacionais em detrimento do gerenciamento por *accruals*.

Em âmbito nacional, estudos se concentram em verificar o gerenciamento de resultados por *accruals* antes de eventos envolvendo questões societárias, como ofertas públicas de aquisição de ações (DOMINGOS; PONTE; PAULO; ALENCAR, 2017; RODRIGUES, 2013), inicial de ações (GIOIELLI; CARVALHO; SAMPAIO, 2013) e subsequente de ações (BISPO, 2010). Este trabalho se diferencia dos demais ao analisar a prática de gerenciamento por decisões operacionais no ambiente brasileiro de F&A corporativas.

Justifica-se o estudo no Brasil, uma vez que o país apresenta evolução significativa no volume de F&A, com média anual de negócios passando de 292 (2000-2005) a 791 (2013-2017), conforme pesquisa “Fusões e aquisições: 2017 - 4º trimestre” (2018). O aumento de interesse dos investidores por essas transações, fundamenta-se com a globalização e internacionalização dos mercados, que impulsionam as empresas, dentre outros aspectos, a buscarem maior obtenção de lucros e riqueza dos acionistas (LONG, 2015).

No entanto, evidências de gerenciamento de resultados em períodos de F&A ficariam desalinhadas com os objetivos da empresa (BOTSARI; MEEKS, 2008), seja em função do impacto da assimetria informacional na divulgação dos resultados contábeis (GE, 2010), ou pela manipulação por atividades reais, que ocasiona consequências financeiras de longo prazo (GUNNY, 2010).

Dessa forma, os apontamentos feitos neste estudo contribuem para que além das partes interessadas da empresa, órgãos reguladores brasileiros entendam as implicações do gerenciamento operacional, bem como busquem alternativas para maior detecção e restrição a essa prática durante períodos de F&A. Do ponto de vista prático, o estudo amplia a literatura, ao validar empiricamente as evidências de gerenciamento de resultados reais em eventos específicos de F&A no Brasil. Além disso, analisa o *trade-off* entre o gerenciamento por *accruals* e decisões operacionais em um país emergente, logo, um cenário em que existem incentivos à manipulação de resultados.

Quanto à estrutura, na sequência, a seção 2 apresenta a fundamentação teórica. Na seção 3 estão descritos os aspectos metodológicos empregados. Na seção 4 são discutidos os resultados encontrados. A seção 5, por fim, apresenta as considerações a que o estudo permitiu chegar.

2 Referencial Teórico

2.1 Incentivos ao gerenciamento de resultados em fusões e aquisições

As motivações para executivos usarem gerenciamento de resultados por *accruals* antes de anúncios de F&A são variadas. Entre elas, mencionam-se a avaliação de empresas pelo mercado financeiro (RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004; SHLEIFER; VISHNY, 2003), patrimônio supervalorizado, custos de agência (JENSEN, 2005) e criação de valor em aquisições para acionistas de empresas sediadas fora dos mercados acionários mais competitivos – Estados Unidos (EUA), Reino Unido e Canadá (ALEXANDRIDIS; PETMEZAS; TRAVLOS, 2010).

Como em muitos casos de F&A a adquirente paga pela empresa-alvo com suas próprias ações (ERICKSON; WANG, 1999), vê-se incentivada a aumentar o lucro contábil antes da operação, efetivando-a com a emissão de um menor número delas (BOTSARI; MEEKS, 2008). Shleifer e Vishny (2003), porém, postulam que, mesmo cientes dessa supervalorização, gerentes da empresa-alvo podem aceitar a fusão de ações, tendo em vista aposentaria ou

propriedade de ações ilíquidas. Ainda, o aceite das ações inflacionadas pode simplesmente decorrer de engano por parte dos gestores (LOUIS, 2004).

Em outra linha argumentativa, Ball e Shivakumar (2007) afirmam que adquirentes podem pagar um preço alto, pois ao esperar redução no valor de determinada oferta de ações, as empresas-alvo podem aumentar os lucros reportados em relação aos fluxos de caixa reais, fazendo com que os lances dos licitantes pareçam baixos. Confirmando tal ideia, Alexandridis, Petmezas e Travlos (2010) indicam presença de retornos anormais positivos quando anunciadas as negociações em empresas-alvo de F&A, asseverando que estas capturam a maior parte do benefício dos altos prêmios oferecidos pelas licitantes e desfrutam de significativa valorização de preço em suas ações.

2.2 Gerenciamento de resultados operacionais em fusões e aquisições

O gerenciamento de resultados operacionais (reais) é definido por Gunny (2010) como ações intencionais que afetam o fluxo de caixa das operações e se desvencilham das práticas operacionais normais por meio da alteração do tempo ou estruturação de uma operação, transação de financiamento ou investimento. Tais atividades incluem a superprodução, para reduzir o custo dos produtos vendidos; a oferta de descontos no preço, para aumento temporário de vendas, e redução agressiva dos gastos discricionários (ROYCHOWDHURY, 2006).

No momento da emissão de ações e em outros cenários, as motivações e possíveis estratégias de gerenciamento de resultados não se limitam à superestimação de *accruals*, podendo incluir a manipulação de atividades reais (BADERTSCHER, 2011; COHEN; ZAROWIN, 2010; GUNNY, 2010; MIZIK; JACOBSON, 2007; ZANG, 2012). Nesse sentido, pesquisadores têm procurado verificar se as empresas gerenciam resultados por decisões operacionais em eventos corporativos como F&A, e suas consequências (COHEN; ZAROWIN, 2010; FAROOQI; NGO; JORY, 2017; KOTHARI; MIZIK; ROYCHOWDHURY, 2016; ZHU; LU, 2013).

Farooqi, Ngo e Jory (2017) constataram que as empresas concorrentes aumentam o uso da manipulação por decisões operacionais nos trimestres anteriores a anúncios de fusões, sugerindo que ela tem maior efeito positivo de curto prazo sobre o valor das ações que o observado no gerenciamento por *accruals*. Cohen e Zarowin (2010) mostram que o declínio no desempenho posterior a oferta de ações ligados à manipulação operacional é mais severo do que aqueles associados ao gerenciamento por *accruals*.

Avaliando os dois tipos de manipulação, Kothari, Mizik e Roychowdhury (2016) afirmam que, mesmo que custe mais para a empresa no longo prazo, gestores tendem a usar o gerenciamento de resultados reais, responsável por baixo desempenho no mercado acionário após a oferta de ações. Zhu e Lu (2013) verificaram que os gerentes das firmas licitantes iniciam atividades operacionais para aumentar os valores de mercado de suas empresas antes dos negócios de F&A. A partir da literatura existente, propõe-se que (**H_{1a}**) empresas licitantes apresentam maior nível de gerenciamento de resultados operacionais em períodos de F&A.

Uma vez que os incentivos para manipular resultados em empresas-alvo e licitantes são semelhantes, os gestores das empresas-alvo também podem supervalorizar os lucros reportados em relação ao fluxo de caixa real por meio do gerenciamento de resultados (BALL; SHIVAKUMAR, 2007). Dessa forma, é razoável supor que empresas-alvo também ajustam o preço de suas ações antes da transação de F&A, para que as firmas licitantes precisem ofertar maior valor ou número de ações para adquiri-las (BALL; SHIVAKUMAR, 2007; ERICKSON; WANG, 1999). Define-se, portanto, que (**H_{1b}**) empresas-alvo apresentam maior nível de gerenciamento de resultados operacionais em períodos de F&A.

No que tange às formas de pagamento, Zhu e Lu (2013) sugerem que os métodos de pagamentos de F&A podem afetar as manipulações de resultados. Louis (2004) mostra que, ao usarem o patrimônio das adquirentes como meio de aquisição, os administradores

supervalorizam seus ganhos nos trimestres anteriores ao anúncio público do evento. Botsari e Meeks (2008), colocam que os dispositivos usados para aumentar a rentabilidade são comuns entre empresas que seguem a estratégia de realizar aquisições financiadas por ações. Entretanto, sublinham os mesmos autores que o preço das ações da licitante determina o total de ações a ser emitido para aquisição da empresa-alvo, constituindo um incentivo para que a primeira eleve o preço de suas ações e, então, reduza o custo da operação. Dado que uma das estratégias dos executivos para aumentar o preço das ações antes de F&A é o gerenciamento de resultados (ZHU; LU, 2013), formula-se que (**H₂**) empresas licitantes apresentam maior nível de gerenciamento de resultados operacionais em períodos de F&A se oferecerem ações no negócio.

2.3 Trade-off entre gerenciamento operacional e gerenciamento por *accruals*

O gerenciamento de resultados por meio de *accruals*, em contraste ao gerenciamento operacional, que implica em alterar as operações subjacentes da empresa, envolve alterar a escolha dos métodos contábeis usados para representar tais atividades (GUNNY, 2010). Ambas as formas de gerenciamento se caracterizam como tentativas dos gestores em aumentar ou diminuir determinado resultado financeiro, diferenciando-se basicamente por um tipo afetar as atividades operacionais da empresa e o outro não (GUNNY, 2010). Contudo, pesquisas relatam vários motivos que podem levar os gerentes a se envolverem com o gerenciamento operacional em detrimento do gerenciamento por *accruals*.

Zang (2012) explica que os gerentes trocam os métodos das duas estratégias de gerenciamento de resultados devido às diferenças de prazos e custos, porque ambas atividades são caras. A diferença de tempo ocorre porque o gerenciamento com base em *accruals* pode acontecer após o final do ano fiscal, enquanto o gerenciamento por decisões operacionais deve ocorrer durante e até o final do ano fiscal (ZANG, 2012). Portanto, com base nas provisões realizadas pelos gestores, se o nível de gerenciamento operacional for alto (baixo), os gerentes reduzirão (aumentarão) o nível de manipulações por *accruals* (ZANG, 2012).

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) e Cohen, Dey e Lys (2008) relatam que no mercado americano, após a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), quando a governança corporativa e as regras para elaboração e divulgação dos relatórios financeiros ficaram mais robustas, houve um declínio significativo no gerenciamento baseado em *accruals* e aumento no gerenciamento operacional. Complementarmente, Zang (2012) afirma que o aumento de fiscalização, ou restrições sobre a discricionariedade contábil não elimina a prática de gerenciamento de resultados, mas apenas altera a preferência dos gestores por diferentes formas de manipulações. Eventos corporativos, como F&A, estão inseridos em um cenário caracterizado por considerável aumento no monitoramento das demonstrações contábeis e das operações da empresa (KOTHARI; MIZIK; ROYCHOWDHURY, 2016) sugerindo que antes de tais transações, os gestores alteram a forma de gerenciar de resultados, definindo-se que, (**H₃**) em períodos de F&A, ocorre uma relação inversa entre o gerenciamento por decisões operacionais e o gerenciamento por *accruals*.

3 Metodologia

O estudo objetivou verificar se as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 gerenciam resultados por meio de decisões operacionais em detrimento do gerenciamento por *accruals* em períodos de F&A. Para tanto, foram empregados os métodos dos mínimos quadrados agrupados (*Pooled Ordinary Least Squares - Pols*), efeitos fixos e efeitos aleatórios. Para verificar o método mais eficiente para cada modelo, foram realizados testes usualmente utilizados na literatura, entre eles: *Chow-test*, *Hausman-test*, *Teste LM de Breusch-Pagan* e testes de simultaneidade.

3.1 Definição da amostra

A amostra do estudo compõe-se de empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 no período de 2009-2017, para as quais os dados financeiros e contábeis foram extraídos do banco de dados da *Economática*. Adicionalmente, foram coletadas informações financeiras relativas a 2007-2008 para as variáveis defasadas que integram os modelos econométricos utilizados. O delineamento da amostra a partir da *Economática* partiu de 5.945 observações, das quais foram feitas exclusões com critérios estabelecidos em outros estudos (BADERSCHER, 2011; CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR, 2016; GUNNY, 2010), restando 2.119 empresas/ano (Tabela 1).

Tabela 1 Distribuição da amostra por ano

	Nº. Obs.
Total de observações na <i>Economática</i> (2009-2017)	5.945
(-) instituições financeiras (finanças e seguros) e fundos	5.365
(-) observações faltantes para ativo total, valor de mercado, <i>Market-to-book</i> e retorno sobre o ativo (<i>ROA</i>)	2.370
(-) observações com ativo total e patrimônio líquido negativos = Total	2.119

As informações sobre F&A, por sua vez, foram obtidas nos relatórios da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais e consulta individual aos fatos relevantes das companhias no *site* da Comissão de Valores Imobiliários. A distribuição de observações válidas por ano para licitantes e empresas-alvo é apresentada na Tabela 2.

Tabela 2 Distribuição da amostra para empresas envolvidas em F&A

Ano	Licitante _{it}	Alvo _{it}
2009	11	4
2010	24	0
2011	16	4
2012	11	2
2013	6	1
2014	4	0
2015	7	0
2016	2	1
2017	11	7
Total	92	19

Nota-se reduzido número de empresas-alvo em comparação com as licitantes. Isso porque a maior parte das empresas-alvo que passaram por F&A são de capital fechado, cujas informações não estavam publicamente disponíveis.

3.2 Definição das variáveis

As variáveis dependentes (D), independentes (I) e de controle (C) utilizadas no estudo são descritas na Tabela 3. As variáveis de controle foram usadas com a finalidade de reduzir a heterogeneidade da amostra e controlar o fenômeno de interesse por outras variáveis identificadas na literatura sobre gerenciamento de resultados.

Tabela 3 Definição das variáveis

Variáveis	Definição
GRoperacional _{it} (D)	Gerenciamento por decisões operacionais para a empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
GRaccruals _{it} (D)	Gerenciamento por <i>accruals</i> discricionários para a empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
Licitante.AnoF&A _{it} (I)	<i>Dummy</i> que indica o período de F&A para a empresa adquirente: 1, caso seja ano de F&A, e 0, caso contrário.
Alvo.AnoF&A _{it} (I)	<i>Dummy</i> que indica o período de F&A para a empresa adquirida: 1, caso seja ano de F&A, e 0, caso contrário.
AnoF&A _{it} (I)	<i>Dummy</i> : 1, caso seja ano de F&A, e 0, caso contrário.
AnoF&A.Ações _{it} (I)	<i>Dummy</i> : 1, caso o negócio tenha ocorrido por meio da troca de ações, e 0, caso contrário.
AnoF&A.GRaccruals _{it} (I)	Gerenciamento por <i>accruals</i> discricionários no ano da F&A para a empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
AnoF&A.GRoper _{it} (I)	Gerenciamento operacional no ano da F&A para a empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .

GRoperacional _{t-1} (I)	Níveis preexistentes de gerenciamento operacional da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> .
GRaccruals _{t-1} (I)	Níveis preexistentes de gerenciamento por <i>accruals</i> da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> .
Tamanho da empresa (C)	Logaritmo natural do ativo total da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> : $\ln(\text{Ativo Total})$; Watts e Zimmerman (1990) e Gu, Lee e Rosett (2005) indicam relação significativa entre gerenciamento de resultados e tamanho da empresa, onde companhias maiores tendem a possuir mecanismos mais eficientes de governança corporativa e serem mais visadas por analistas e investidores institucionais.
Auditada por Big 4 (C)	<i>Dummy</i> : 1, se auditada por Big 4, 0, caso contrário; Francis, Maydew e Sparks (1999) documentam que firmas de auditoria Big 4 restringem o gerenciamento por <i>accruals</i> discricionários, pois práticas contábeis questionáveis são mais propensas de detecção quando os auditores são mais qualificados.
Market-to-book (C)	<i>Proxy</i> para definir o crescimento da firma <i>i</i> em <i>t</i> : Valor de Mercado/Valor Patrimonial; para Roychowdhury (2006), Gunny (2010), Zang (2012) e Cupertino, Martinez, Costa Jr. (2016), empresas com maiores oportunidades de crescimento possuem incentivos para atingir determinados <i>benchmarks</i> de lucro.
ROA (C)	Indica o retorno sobre o ativo da empresa: $\text{Lucro Líquido}/\text{Ativo Total}$; justifica-se pela possibilidade de haver correlação entre gerenciamento operacional e desempenho da empresa (Cohen, Dey e Lys, 2008; Gunny, 2010).

Para reduzir a ocorrência de *outliers* extremos e evitar análises discrepantes, todas as variáveis utilizadas nas regressões deste estudo foram submetidas ao método de winsorização a 2,5% em cada extremidade da distribuição.

3.3 Modelos econométricos

O estudo foi realizado a partir de quatro hipóteses, sendo que esta subseção descreve os modelos usados para testá-las. Na apresentação dos modelos, priorizou-se a descrição dos coeficientes que respondem às hipóteses do estudo.

Para verificar se empresas licitantes e empresas-alvo possuem maior nível de gerenciamento de resultados operacionais em períodos de F&A (**H1a** e **H1b**), estimou-se a Equação 1 a partir de todas as empresas da amostra (licitantes, alvos e demais firmas).

$$GRoperacional_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Licitante. AnoF\&A}_{it} + \beta_2 \text{Alvo. AnoF\&A}_{it} + \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde: \mathcal{E} é o termo de erro aleatório do modelo; β_1 identifica se houve variações no gerenciamento operacional na empresa licitante no ano da F&A; β_2 avalia se houve variações no gerenciamento operacional na empresa-alvo no ano da F&A. Espera-se que β_1 e β_2 sejam positivos.

Para verificar se o gerenciamento operacional aumenta em períodos de F&A quando são ofertadas ações nos negócios (**H2**), desenvolveu-se a Equação 2, estimando-se a regressão a partir das empresas licitantes.

$$GRoperacional_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{AnoF\&A}_{it} + \beta_2 \text{AnoF\&A. Ações}_{it} + \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

\mathcal{E} é o termo de erro aleatório do modelo e β_2 analisa se quando ofertadas ações no negócio ocorrem alterações no gerenciamento operacional na empresa licitante no ano da F&A. Consoante com a hipótese, espera-se que β_2 seja positivo.

Para averiguar **H3**, que prevê níveis inversamente proporcionais para os dois métodos de gerenciamento de resultados em períodos de F&A, foram estimadas as Equações 3 e 4.

$$GRoperacional_{it} = \beta_0 + \beta_1 AnoF\&A_{it} + \beta_2 GRaccruals_{it} + \beta_3 AnoF\&A.GRaccruals_{it} + \beta_4 GRoperacional_{t-1} + Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$GRaccruals_{it} = \beta_0 + \beta_1 AnoF\&A_{it} + \beta_2 GRoperacional_{it} + \beta_3 AnoF\&A.GRoperacional_{it} + \beta_4 GRaccruals_{t-1} + Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Nas Equações 3 e 4, \mathcal{E} é o termo de erro; β_2 indica o efeito do gerenciamento por *accruals* no gerenciamento operacional; β_3 indica o efeito do gerenciamento por *accruals* no gerenciamento operacional no ano da F&A. Conforme **H₃**, espera-se que ocorra o aumento do gerenciamento operacional em detrimento da redução do gerenciamento por *accruals*. A Equação 4 segue ótica similar à Equação 3, exceto que, ao invés de investigar o efeito do gerenciamento por *accruals* no gerenciamento operacional, avalia o efeito do gerenciamento operacional no gerenciamento por *accruals*. Em ambas as equações, espera-se que β_2 e β_3 sejam negativos.

3.3.1 Modelos para mensuração de gerenciamento por decisões operacionais

Tal como em Dechow, Kothari e Watts (1998) e Roychowdhury (2006), os níveis anormais (*proxies*) das variáveis relacionadas ao gerenciamento por decisões operacionais foram mensurados pela diferença entre o valor real observado e a estimativa resultante da aplicabilidade dos modelos. Para estimar os níveis normais das variáveis no presente estudo, foram usadas três formas de manipulação (ROYCHOWDHURY, 2006), descritas a seguir.

a) **Aumento da produção para reduzir o custo dos produtos vendidos:** se as empresas excederem a demanda produtiva para reduzir o custo total por unidade (ou seja, diminuir o custo fixo unitário em função da distribuição do custo fixo total por um maior número de unidades), o fluxo de caixa operacional (FCO) será menor do que o normal, considerando os níveis reais de vendas. Para mensurar os custos normais de produção, utilizou-se a Equação 5, na qual os resíduos estimados da regressão representam o nível anormal dos custos de produção.

$$PROD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(1) + \beta_1(Receita_{it}) + \beta_2(\Delta Receita_{it}) + \beta_3(\Delta Receita_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

A variável dependente $PROD_{it}$ representa os custos de produção, definidos como a soma dos custos dos produtos vendidos e as variações de estoques da empresa i no período t ; $Receita_{it}$ corresponde à receita líquida de vendas no período t ; $\Delta Receita_{it}$ é a variação das receitas líquidas de vendas do período $t-1$ para t ; $\Delta Receita_{t-1}$ é a variação das receitas líquidas de vendas do período $t-2$ para $t-1$; ε_{it} é o erro da regressão. Todas as variáveis contidas no modelo foram divididas pelos ativos totais da empresa i no final do período $t-1$ (exceto as variáveis defasadas, que foram divididas por $t-2$).

b) **Redução de despesas discricionárias:** se os gestores diminuïrem os gastos discricionários do período atual para aumentar temporariamente a lucratividade, incorrerão em despesas discricionárias anormalmente baixas, sendo mais provável a redução ocorrer quando tais despesas não geram receitas e receitas imediatas. Para obter o nível anormal da *proxy* despesas discricionárias, seus níveis normais foram estimados pela Equação 6.

$$DESP_{DISC_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1(1) + \beta(Receita_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Todas as variáveis contidas no modelo foram escaladas pelos ativos totais da empresa i no final do período $t-1$; a variável dependente $DESP_{DISC}$ é definida como a soma das despesas gerais, administrativas e de vendas; $Receita_{t-1}$ indica a receita líquida de vendas do período $t-1$ para t . O resíduo resultante da regressão indica cortes de despesas discricionárias para manipular resultados.

c) **Manipulação de vendas:** relaciona-se ao aumento de vendas, acelerando o seu

tempo e/ou concedendo descontos de preço maiores ou condições de crédito mais suaves para gerar vendas adicionais insustentáveis. Espera-se que as atividades de manipulação de vendas resultem em FCO do período atual anormalmente baixo e a custos de produção mais altos que o normal, em comparação com o nível normal de vendas. O fluxo de caixa normal é expresso como uma função linear de vendas ($Receita_{it}$) e mudanças das vendas no período analisado ($\Delta Receita_{it}$). O FCO anormal para cada ano da empresa é fornecido pelo FCO real menos o FCO normal. O modelo é estimado pela regressão transversal representada pela Equação 7.

$$FCO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (1) + \beta_1(Receita_{it}) + \beta_2 (\Delta Receita_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

3.3.2 Modelos para mensuração de gerenciamento por *accruals*

No cálculo das métricas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, foram considerados os modelos Jones (1991) e Jones Modificado, de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Expressos, respectivamente, nas Equações 8 e 9, tais modelos estimam os *accruals* totais como ponto inicial para mensuração dos *accruals* discricionários para cada firma e ano, sendo que o segundo inclui a variação das contas a receber do período.

$$Accruals\ Totais_{it} = \alpha + \beta_1 (\Delta Receita_{it}) + \beta_2 Imob_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$Accruals\ Totais_{it} = \alpha + \beta_1 (\Delta Receita_{it} - \Delta ContasReceber_{it}) + \beta_2 Imob_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em ambas as equações, os *accruals* totais foram obtidos pelo cálculo da diferença entre lucro líquido e FCO (MARTINEZ, 2013). Todas as variáveis foram divididas pelo ativo total da empresa no período $t-1$. A variável $\Delta Receita_{it}$ representa a variação da receita líquida do período $t-1$ para t ; $\Delta ContasReceber$ é a variação do contas a receber do período $t-1$ para t ; $Imob_{it}$ são os ativos imobilizados no período t . Os *accruals* discricionários, *proxy* do gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, são os resíduos (ε_{it}) das equações.

4 Análise dos Resultados

4.1 Estatística descritiva

A primeira fase da análise consiste na apresentação da estatística descritiva (Tabela 4), para a qual foram utilizados os resultados dos modelos econométricos. Desse modo, para *GRoper* (1), considerou-se o gerenciamento operacional a partir da Equação 5; a construção da variável *GRoper* (2) vem da Equação 6 e *GRoper* (3), da Equação 7; *GRaccruals* (1) e (2) foram definidos a partir dos resultados das regressões das Equações 8 e 9, respectivamente.

Tabela 4 Estatística descritiva para as variáveis selecionadas

Variáveis	N	Média	DP	Mínimo	25%	50%	75%	Máximo
<i>GRoper_{it}</i> (1)	2072	-0,01	0,13	-0,77	-0,05	0,01	0,05	0,39
<i>GRoper_{it}</i> (2)	2069	-0,09	0,22	-0,46	-0,20	-0,14	-0,03	-0,03
<i>GRoper_{it}</i> (3)	2109	0,07	0,20	-2,61	0,01	0,10	0,17	0,51
<i>GRaccruals_{it}</i> (1)	2109	-0,03	0,11	-0,52	-0,08	-0,03	0,03	0,91
<i>GRaccruals_{it}</i> (2)	2094	-0,03	0,11	-0,51	-0,08	-0,03	0,02	0,90
<i>Licitante_{it}</i>	2119	0,04	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
<i>Alvo_{it}</i>	2119	0,01	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Tam. da Empresa	2119	14,78	1,75	4,52	13,73	14,94	16,00	17,70
ROA	2119	0,03	0,11	-0,87	0,00	0,03	0,07	0,23
<i>Big4</i>	2119	0,44	0,50	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Market-to-book</i>	2119	12,00	40,58	0,01	0,73	1,35	3,31	227,25

Fonte: elaboração própria. Nota: *GRoper_{it}* (2): variável dependente que indica o gerenciamento operacional por despesas dicricionárias da empresa i no ano t ; *GRoper_{it}* (3): variável dependente que indica o gerenciamento operacional por custos de produção da empresa i no ano t ; *GRaccruals_{it}* (2): variável dependente que indica o gerenciamento por *accruals* estimado pelo modelo Jones Modificado para empresa i no ano t ; *Licitante_{it}*: *dummy* que recebe 1, se a empresa for adquirente, e 0, em caso contrário; *Alvo_{it}*: *dummy* que recebe 1, se a empresa for adquirida, e 0, caso contrário. As demais variáveis estão descritas na Tabela 3.

As médias de *GRoper 1, 2 e 3* (-0,01, -0,09 e 0,07, respectivamente) sugerem níveis anormais de gerenciamento por decisões operacionais, uma vez que tais variáveis são construídas com base nos resíduos das regressões e não apresentam tendência a média 0, violando a hipótese básica do modelo de regressão linear (WOOLDRIDGE, 1960/2013; GUJARATI, 2006). Os valores mínimos (-0,77, -0,46 e -2,61 para *GRoper 1, 2 e 3*, respectivamente) e máximos (0,39, -0,03 e 0,51 para *GRoper 1, 2 e 3*, respectivamente) também confirmam a extensão com que o gerenciamento operacional é usado pelos gerentes, o que condiz com pesquisas internacionais, como as de Roychowdhury (2006) e Gunny (2010), as quais relatam o envolvimento de gerentes na manipulação de atividades reais para relatar perdas anuais. Para o entendimento de *GRaccruals 1 e 2*, parte-se do mesmo princípio: como as médias foram diferentes de 0, os resultados apontaram para níveis anormais de gerenciamento de resultados por *accruals* no período considerado nesta pesquisa.

A variável *Market-to-book*, que mensura o crescimento da empresa, obteve uma média de 12,00 com máximo de 227,5. Porém, Fama e French (1993) ressaltam que o *book-to-market-equity* (sua relação inversa) pode estar associado a ganhos consistentes com preços racionais, enquanto altos sinais *book-to-market-equity* indicam baixo crescimento. Valores irracionais das ações e o *book-to-market* podem ser impulsionados por oscilações nos sentimentos do investidor, tendo pouca relação com os rendimentos de longo prazo.

4.2 Análise e discussão dos resultados das regressões

A análise de regressão, por sua vez, é realizada a partir de painéis. Para tanto, foram empregados os métodos mínimos quadrados agrupados, efeitos fixos e efeitos aleatórios, de forma a identificar qual deles melhor se ajustaria às equações. Obtidas a partir dos modelos propostos na Seção 3, as tabelas a seguir resumem os resultados da pesquisa.

Na Tabela 5, o Painel A apresenta resultados obtidos a partir das regressões para o gerenciamento operacional (Equação 1), enquanto o Painel B enfatiza o efeito da oferta de ações nas transações negociadas sobre o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais (Equação 2).

Tabela 5 Gerenciamento operacional

Variáveis			
Painel A	GRoper (1)^A	GRoper (2)^B	GRoper (3)^C
Licitante _{it}	0,0257*	0,0032	-0,0040
Alvo _{it}	0,0310	0,0061	-0,045***
Efeito fixo de ano	SIM	SIM	SIM
Controles	SIM	SIM	SIM
Painel B	GRoper (1)^B	GRoper (2)^C	GRoper (3)^C
Licitante	0,0130	-0,00335	-0,00898
Licitante.Ações	-0,00334	-0,00524	0,0282
Alvo	0,0115	0,0176	-0,0456***
Alvo.Ações	0,00904	-0,0413	-0,000350
Efeito fixo de ano	SIM	SIM	SIM
Controles	SIM	SIM	SIM
Observações	1,971	1,968	2,008

Fonte: elaboração própria. Nota₁: * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01. Regressão controlada para efeito heterocedástico. Nota₂: foram considerados os seguintes testes: *Hausman-test*, *Chow test* e *Teste LM de Breusch-Pagan*, sendo que os seguintes se mostraram os mais adequados: ^Amodelo *Pols*; ^BEfeito aleatório; ^CEfeito fixo. Nota₃: em *GRoper (1)*, foram verificadas as variações no gerenciamento operacional por custos de produção para as empresas licitantes e empresas-alvo. Em *GRoper (2)*, foram verificadas as variações no gerenciamento operacional por despesas discricionárias para as empresas licitantes e empresas-alvo; em *GRoper (3)*, foram verificadas as variações no gerenciamento operacional por fluxo de caixa operacional para as empresas licitantes e empresas-alvo. Nota₄: o Painel B considera a variação no gerenciamento operacional na empresa licitante quando são ofertadas ações nos negócios de F&A.

Com 10% de significância, constata-se que houve variações no gerenciamento

operacional da empresa licitante, como demonstra o coeficiente de 0,0257 para *GRoper (1)*. Tal resultado é consistente com os estudos Zhu e Lu (2013) e Farooqi, Ngo e Jory (2017), confirmando, portanto, a hipótese **H_{1a}**, que empresas licitantes apresentam maior nível de gerenciamento de resultados operacionais em períodos de F&A.

A hipótese **H_{1b}**, a qual supõe que empresas-alvo apresentam maior nível de gerenciamento de resultados operacionais em períodos que antecedem F&A, obteve coeficiente negativo e significativo de -0,045 sobre o *GRoper (3)*, em direção contrária ao apontado pela literatura internacional, sendo, portanto, refutada. Tais resultados sugerem que as empresas-alvo possuem FCO menor em períodos de F&A. Uma possível explicação para isso é que os resultados de caixa operacional estão relacionados a efeitos reais de redução de capacidade de geração de caixa, e não a um gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Caso essa suposição seja verdadeira, pode sinalizar um incentivo natural para a ocorrência de F&A, especialmente em casos de consolidação de setores, a exemplo de *BR Pharma* e *BR Insurance*.

O resultado apresentado no painel B para o efeito da licitante por ações (*Licitante.Ações*) sobre *GRoper (3)* não apresentou significância estatística. Sendo assim, não é possível inferir a existência de efeitos da oferta de ações pela firma licitante sobre o gerenciamento operacional. Em relação a esse aspecto, sublinha-se que a amostra do estudo foi composta por poucos negócios de F&A envolvendo ações, como mostra a Tabela 2, o que pode ter influenciado os resultados.

Os dados da Tabela 6, a seguir, advêm da Equação 3 e permitem testar a hipótese **H₃**, que relaciona as três formas de gerenciamento por decisões operacionais (custos de produção, despesas discricionárias e fluxo de caixa operacional) e o gerenciamento por *accruals*, utilizando os modelos Jones (1991), no Painel A, e Jones Modificado, no Painel B.

Tabela 6 Efeitos do gerenciamento por *accruals* sobre o operacional

Variáveis	<i>GRoper (1)^C</i>	<i>GRoper (2)^B</i>	<i>GRoper (3)^A</i>
Painel A			
Licitante	0,0109	0,0227*	-0,0433*
Alvo	-0,00560	0,0109	-0,0386
<i>GR accruals (1)</i>	-0,0477*	0,190	0,7376*
<i>GR accruals (1).Licitante</i>	0,0149	0,135	-0,5216***
<i>GRoperacional_{t-1}</i>	0,326***	0,367***	0,2767*
Efeito fixo de ano	SIM	SIM	SIM
Controles	SIM	SIM	SIM
Painel B			
Licitante	0,0103	0,0255**	-0,0291**
Alvo	-0,00554	0,0103	-0,0379
<i>GR accruals (2)</i>	-0,0547*	0,148	0,7935*
<i>GR accruals (2).Licitante</i>	0,0170	0,178	-0,5127***
<i>GRoperacional_{t-1}</i>	0,313***	0,359***	0,2638*
Efeito fixo de ano	SIM	SIM	SIM
Controles	SIM	SIM	SIM
Observações	1,710	1,704	1800

Fonte: elaboração própria. Nota₁: * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01. Regressão controlada para efeito heterocedástico. Nota₂: foram considerados os testes *Hausman-test*, *Chow test* e *Teste LM de Breusch-Pagan*, sendo: ^Amodelo *Pols*; ^BEfeito aleatório; ^CEfeito fixo. Notas₃: no Painel A, *GRaccruals (1)* indica os efeitos do gerenciamento por *accruals* usando o modelo Jones (1991) sobre os três tipos de gerenciamento operacional – *GRoper (1)*, (2) e (3) – para a empresa *i* no período *t*. Nota₄: no Painel B, *GR accruals (2)* indica os efeitos do gerenciamento por *accruals* utilizando o modelo Jones Modificado sobre os três tipos de gerenciamento operacional – *GRoper (1)*, (2) e (3) – para a empresa *i* no período *t*, Nota₅: o teste concluiu que não há simultaneidade entre as Equações 3 e 4.

No Painel A (Tabela 6), o efeito do gerenciamento por *accruals* no gerenciamento operacional foi na ordem de 0,7376 para *GRoper (3)*, e -0,0477 para *GRoper (1)*. Observa-se que mesmo em anos de ocorrência de F&A, esse efeito também apresentou sinal negativo, na

magnitude de -0,5216 para *GRoper 3*. Tais resultados corroboram **H₃**, sugerindo que em períodos de F&A ocorre uma relação inversa entre o gerenciamento por decisões operacionais e o gerenciamento por *accruals*.

No Painel B, os resultados indicam que o efeito do gerenciamento por *accruals* no gerenciamento operacional ocorreu na proporção de -0,0547 para *GRoper (1)*, com 10% de significância, direcionando à confirmação de **H₃** referente ao sinal negativo esperado. Também com 10% de significância, o coeficiente β_3 da Equação 3 apresentou sinal negativo na magnitude de -0,5127 (*GRoper 3*). Há, portanto, sugestão de que o aumento do rigor no monitoramento das informações contábeis nos períodos de F&A pode ter influenciado as decisões dos gestores, gerando receio quanto ao uso do gerenciamento de resultados por escolhas contábeis (*accruals*). Presume-se que o consequente aumento da manipulação por decisões operacionais ocorreu por ser uma atividade com menor propensão de ser detectada (COHEN; DEY; LYS, 2008; ZANG, 2012).

Testes de robustez foram realizados, invertendo-se o tipo de gerenciamento de resultados entre as variáveis dependentes e independentes que constam da Tabela 6. Dessa forma, na Tabela 7 estão demonstrados os resultados da relação entre os dois modelos de gerenciamento por *accruals* (Jones e Jones Modificado) e as três formas de gerenciamento operacional (custos de produção, despesas discricionárias e fluxo de caixa operacional), cujos dados advêm da Equação 4.

Tabela 7 Efeitos do gerenciamento operacional sobre o gerenciamento por *accruals*

Variáveis	Pooled Ordinary Least Squares	
	GR <i>accruals</i> (1)	GR <i>accruals</i> (2)
Painel A		
Licitante	-0,0083	-0,0230**
Alvo	0,0073	0,0077
GRoper (1)	-0,1322*	-0,1347*
GRoper (1).Licitante	0,0327	-0,0259
GR <i>accruals</i> (1) _{t-1}	0,1700*	
GR <i>accruals</i> (2) _{t-1}		0,1616*
Efeito fixo de ano	SIM	SIM
Controles	SIM	SIM
test for simultaneity	SIM ^a	SIM ^a
Observações	1837	1818
Painel B		
Licitante	0,0048	-0,0149
Alvo	0,0068	0,0070
GRoper (2)	0,0625	0,0427
GRoper (2).Licitante	0,1668**	0,1168***
GR <i>accruals</i> (1) _{t-1}	0,1628*	
GR <i>accruals</i> (2) _{t-1}		0,1645*
Efeito fixo de ano	SIM	SIM
Controles	SIM	SIM
test for simultaneity	SIM ^a	SIM ^a
Observações	1835	1818
Painel C		
Licitante	0,0168	-0,0020
Alvo	0,0158	0,0166
GRoper (3)	0,3205*	0,3370*
GRoper (3).Licitante	-0,2118**	-0,1467
GR <i>accruals</i> (1) _{t-1}	0,2036*	
GR <i>accruals</i> (2) _{t-1}		0,1812*
Efeito fixo de ano	SIM	SIM
Controles	SIM	SIM
test for simultaneity	SIM ^a	SIM ^a
Observações	1809	1790

Fonte: elaboração própria. Nota₁: * p<0,10; ** p<0,05; *** p<0,01. Regressão controlada para efeito

heterocedástico. Nota₂: para estimar as regressões dos Painéis A, B e C, foi utilizada a Equação 4. *GR accruals (1)* representa o gerenciamento por *accruals* utilizando o modelo Jones (1991) e *GR accruals (2)*, o gerenciamento por *accruals* com o modelo Jones Modificado. Nota₃: no Painel A, *GRoper (1)* indica os efeitos do gerenciamento operacional por custos de produção sobre o gerenciamento por *accruals GR accruals (1)* e (2). Nota₄: no Painel B, *GRoper (2)* indica os efeitos do gerenciamento operacional por despesas discricionárias sobre o gerenciamento por *accruals GR accruals (1)* e (2). Nota₅: no Painel C, *GRoper (3)* indica os efeitos do gerenciamento operacional por fluxo de caixa operacional sobre o gerenciamento por *accruals GR accruals (1)* e (2). Nota₆: o teste concluiu que não há simultaneidade entre as Equações 3 e 4.

Os resultados da Tabela 7 reforçam as evidências apresentadas na Tabela 6, de que existe uma relação inversa entre os dois tipos de gerenciamento de resultados (*accruals* e decisões operacionais). A ausência de simultaneidade para as Equações 3 e 4 sugere que não há bi-causalidade entre as duas modalidades de gerenciamento de resultados. Portanto, em períodos de F&A, pode ser que o aumento do gerenciamento de resultados operacionais implique redução do gerenciamento por *accruals*, reforçando os achados sobre o tema.

Tal resultado é consonante com Graham, Harvey e Rajgopal (2005), Cohen, Dey e Lys (2008) e Zang (2012), os quais asseveram que, em cenários propensos a maior escrutínio das práticas contábeis, como é o caso de F&A, as empresas atingem determinados *benchmarks* de resultados usando pelo menos um dos métodos de gerenciamento (*accruals* e atividades reais).

Em síntese, a estimação não significativa para algumas variáveis, apesar da utilização de três formas de cálculo para captar o nível de uso do gerenciamento operacional e de duas formas para captar o nível com que é usado o gerenciamento por *accruals*, reforça a limitação dos modelos econométricos usados neste estudo. A ausência de significância para algumas variáveis também pode ser atribuída à limitação temporal, considerando que há um descompasso entre o tempo em que o gerenciamento de resultados ocorre (anual) com o tempo em que transcorrem as negociações de F&A. Porém, parte dos resultados aqui apresentados dão indícios de que as hipóteses propostas no trabalho suportam a teoria corrente e estão em consonância com os achados internacionais sobre o tema.

Congresso Nacional de Administração e Contabilidade

4.3 Discussão e implicações gerais dos resultados

Tal como em Roychowdhury (2006) e Gunny (2010), o estudo sugere a existência de gerenciamento operacional nas firmas brasileiras analisadas. A manipulação por decisões operacionais implica em consequências financeiras de longo prazo para empresas, uma vez que suas operações são desviadas do desempenho ideal de negócios (GUNNY, 2010).

Os resultados obtidos a partir da regressão (1) (Tabela 6) apontam variações positivas nos níveis anormais de gerenciamento de resultados operacionais via custos de produção nas firmas licitantes nos períodos de F&A, suportando **H_{1a}**. Portanto, assim como em pesquisas internacionais (FAROOQI; NGO; JORY, 2017; ZHU; LU, 2013), há evidências de que no Brasil, os executivos tendem a aumentar a manipulação de seus resultados por meio de atividades reais, para se beneficiar da sobrevalorização temporária de suas ações e economizar no custo de aquisição da empresa-alvo. Manipulações de resultados em períodos de F&A podem desalinhar os objetivos da empresa, afetar os termos do acordo e trazer consequências irreversíveis para a riqueza dos acionistas (BOTSARI; MEEKS, 2008).

Considerando a hipótese **H₃**, o estudo permitiu observar níveis inversamente proporcionais para pelo menos um dos métodos de gerenciamento de resultados operacionais e de gerenciamento por *accruals* nos anos de F&A. A análise sugere que as mudanças nos níveis de manipulações nesses períodos – passando de manipulações por escolhas contábeis para manipulações por atividades reais – ocorrem por F&A serem eventos inseridos em um cenário caracterizado por considerável aumento no monitoramento das demonstrações contábeis e das operações da empresa (KOTHARI; MIZIK; ROYCHOWDHURY, 2016), cuja prevalência é de manipulação por decisões operacionais (ZANG, 2012).

Contudo, considerando os achados, é possível que este *trade-off* tenda a ser mais

claramente identificado em países com maiores níveis de proteção ao investidor e maior *disclosure*, haja vista que os resultados no Brasil variam, dependendo do tipo de *proxy* utilizada para medir tanto o gerenciamento por *accruals* quanto o gerenciamento por decisões operacionais.

5 Considerações Finais

Este estudo testou, no mercado brasileiro, se as empresas listadas na B3 gerenciam resultados por meio de decisões operacionais nos períodos de F&A. As atividades examinadas de gerenciamento por atividades reais incluem a superprodução, redução de despesas discricionárias e manipulação de vendas.

A partir da metodologia de estimação aplicada neste estudo, foi possível mensurar os efeitos das empresas-alvo e licitantes sobre o gerenciamento operacional, sugerindo que houve, no período pesquisado, gerenciamento por decisões operacionais nos anos de F&A. Especificamente, os resultados indicam que as empresas licitantes conduzem a manipulação de resultados operacionais em períodos de F&A por meio da superprodução, para reduzir o custo dos produtos vendidos, consonante com os achados de Zhu e Lu (2013) e Farooqi, Ngo e Jory (2017). Por outro lado, os resultados relacionados ao gerenciamento de resultados operacionais em períodos que antecedem F&A apresentaram relação negativa e estatisticamente significativa nas firmas-alvo.

Verificou-se, ainda, efeito adicional da oferta de ações pela firma licitante em F&A. Todavia, não foi possível afirmar que F&A envolvendo pagamento em ações incentiva a manipulação de resultados por parte das empresas licitantes. Adicionalmente, investigou-se a existência de *trade-off* entre o gerenciamento operacional e *accruals* em períodos de F&A. Os resultados apontam que, embora o nível de gerenciamento por *accruals* tenha diminuído nos anos de F&A, houve aumento do gerenciamento operacional. Tal indício tem consonância com os estudos de Graham, Harvey e Rajgopal (2005), Cohen, Dey e Lys (2008) e Zang (2012), sugerindo que a preferência dos gestores pelo gerenciamento operacional ocorre, possivelmente, porque são atividades mais difíceis de serem detectadas.

Deve-se ponderar que o *trade-off* entre as duas formas de manipulações pode ser mais evidente em países desenvolvidos, que possuem maior nível de proteção ao investidor e maior transparência das informações contábeis. Em outras palavras, espera-se que em países com menor proteção aos investidores e menor *disclosure*, o gerenciamento por *accruals* não concorra com o gerenciamento por decisões operacionais.

Considerando que normas restritivas ao gerenciamento por *accruals* intensificam o gerenciamento operacional (GUNNY, 2010), os apontamentos apresentados contribuem para que empresas e órgãos reguladores brasileiros entendam as implicações do gerenciamento operacional, ampliando sua detecção e restrição em períodos de F&A. Além disso, melhoram a análise da qualidade da informação contábil, para que o desempenho ideal dos negócios não fique comprometido.

Dentre as limitações desta pesquisa, destaca-se a não obtenção das datas de fechamento dos eventos de F&A para investigação do gerenciamento operacional sob a perspectiva de séries temporais. Outro fator foi o reduzido número de observações sobre firmas de capital aberto que passaram por F&A.

Desse modo, sugere-se para estudos futuros a expansão da base de dados, a fim de atingir uma quantidade maior de empresas que passaram por F&A, incluindo as de capital fechado. Tal estratégia pode permitir inferências mais robustas relacionadas ao fenômeno de gerenciamento de resultados por parte de empresas-alvo em períodos de F&A. Sugere-se, ainda, que novos estudos se centrem na análise do vetor de causalidade, para verificar qual dos dois tipos de gerenciamento de resultados aumenta e/ou diminui em detrimento do outro.

Referências

ALEXANDRIDIS, George; PETMEZAS, Dimitris; TRAVLOS, Nickolaos G. Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence. **Financial Management**, v. 39, n. 4, p. 1671-1695, 2010.

BADERTSCHER, Brad A. Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. **The Accounting Review**, v. 86, n. 5, p. 1491-1518, 2011.

BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2-3, p. 324-349, 2007.

BISPO, O. N. A. **Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras** (Dissertação de mestrado). 2010. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&co_obra=190741>.

BOTSARI, Antonia; MEEKS, Geoff. Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid?. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 35, n. 5-6, p. 633-670, 2008.

COHEN, Daniel A.; DEY, Aiysha; LYS, Thomas Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 757-787, 2008.

COHEN, Daniel A.; ZAROWIN, Paul. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 2-19, 2010.

CUPERTINO, César Medeiros; MARTINEZ, Antonio Lopo; COSTA JR, Newton Carneiro Affonso da. Consequências para a Rentabilidade Futura com o Gerenciamento de Resultados por Meio de Atividades Operacionais Reais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 232-242, 2016.

DECHOW, Patricia M.; KOTHARI, Sagar P.; WATTS, Ross L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 133-168, 1998.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DOMINGOS, Sílvia B.; PONTE, Vera Maria Rodrigues; PAULO, Edilson; ALENCAR, Roberta Carvalho de. Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 14, n. 31, p. 2, 2017.

ERICKSON, Merle; WANG, Shiing-wu. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 27, n. 2, p. 149-176, 1999.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.

FAROOQI, Javeria; NGO, Thanh; JORY, Surendranath. Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. **Review of Accounting and Finance**, v. 16, n. 3, p. 322-347, 2017.

FRANCIS, Jere R.; MAYDEW, Edward L.; SPARKS, H. Charles. The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. **Auditing: a Journal of Practice & theory**, v. 18, n. 2, p. 17-34, 1999.

GE, W. Essays on real earnings management (Doctoral Thesis). **Montreal, Canadá: McGill University**, 2010. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/38437632_Essays_on_Real_Earnings_Management>.

GIOIELLI, Sabrina P. Ozawa; DE CARVALHO, Antônio Gledson; SAMPAIO, Joelson Oliveira. Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 32-68, 2013.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The economic

implications of corporate financial reporting. **Journal of accounting and economics**, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GU, Zhaoyang; LEE, Chi-Wen Jevons; ROSETT, Joshua G. What determines the variability of accounting accruals?. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 3, p. 313-334, 2005.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GUNNY, Katherine A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.

JENSEN, Michael C. Agency costs of overvalued equity. **Financial management**, v. 34, n. 1, p. 5-19, 2005.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

KOTHARI, Stephen P.; MIZIK, Natalie; ROYCHOWDHURY, Sugata. Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. **The Accounting Review**, v. 91, n. 2, p. 559-586, 2016.

KPMG CORPORATE FINANCE. **Fusões e Aquisições: 2017 - 4º Trimestre**. 2018. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/01/br-fusoes-e-aquisicoes-4o-trim-2017.pdf>>.

LONG, Pham Hoang. Merger and acquisitions in the Czech banking sector-impact of bank mergers on the efficiency of banks. **Journal of Advanced Management Science**, v. 3, n. 2, 2015.

LOUIS, Henock. Earnings management and the market performance of acquiring firms. **Journal of financial economics**, v. 74, n. 1, p. 121-148, 2004.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.

MIZIK, Natalie; JACOBSON, Robert. Myopic marketing management: Evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context. **Marketing Science**, v. 26, n. 3, p. 361-379, 2007.

RHODES-KROPF, Matthew; VISWANATHAN, Steven. Market valuation and merger waves. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 6, p. 2685-2718, 2004.

RODRIGUES, Luiz Fernando. **Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012**. 2013. Dissertação (Mestrado) - Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil. Disponível em: <<http://repositorio.unb.br/handle/10482/12924>>.

ROYCHOWDHURY, Sugata. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SHIVAKUMAR, Lakshmanan. Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings?. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 3, p. 339-371, 2000.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Stock market driven acquisitions. **Journal of financial Economics**, v. 70, n. 3, p. 295-311, 2003.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-156.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. 5ª ed. São Paulo: Cengage Learning. 2013. (Obra original publicada em 1960)

ZANG, Amy Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. **The Accounting Review**, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012.

ZHU, Xiaotian; LU, Shuoyi. Earnings management through real activities manipulation

before mergers and acquisitions. **Journal of Finance and Accountancy**, v. 13, p. 1, 2013.

