

**IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O GERENCIAMENTO DE  
RESULTADO EM PERÍODOS PRÉ E PÓS M&A**

**IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON EARNINGS MANAGEMENT IN  
PRE- AND POST-M&A PERIODS**

**IMPACTO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA GESTIÓN DE LOS  
BENEFICIOS EN PERIODOS ANTERIORES Y POSTERIORES A LAS FUSIONES  
Y ADQUISICIONES**

Como citar:

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. v. 23, nº 3. p. 10-31,2023

Leandro do Nascimento Santos  
Mestre em Ciências Contábeis, Fucape Business School  
<https://orcid.org/0000-0001-5796-1337>

Francisco Antonio Bezerra  
Doutor em Controladoria e Contabilidade, Fucape Business School  
<https://orcid.org/0000-0002-0427-8742>

Editor Científico: José Edson Lara  
Organização Comitê Científico  
Double Blind Review pelo SEER/OJS  
Recebido em 01/04/2022  
Aprovado em 30/08/2023



This work is licensed under a Creative Commons Attribution – Non-Commercial 3.0 Brazil

## Resumo

**Objetivo:** Verificar se os níveis de governança corporativa interferem no nível de gerenciamento de resultado das empresas adquirentes em períodos que precedem ou sucedem as transações de F&A nas empresas listadas na B3.

**Originalidade/Valor:** Operações de F&A fornecem oportunidades de estudos para captar possíveis comportamentos oportunistas dos gestores na manipulação de *accruals*. Fundamenta-se em complementar outros estudos, preenchendo lacunas, e contribuir para o arcabouço teórico nacional sobre o papel da governança corporativa no gerenciamento de resultados em torno dos anúncios de fusões e aquisições em companhias do mercado de capitais brasileiro.

**Design/metodologia/abordagem:** A amostra foi composta por empresas divulgadas nos boletins da ANBIMA, que fizeram anúncios e encerramento de operações de F&A no período de 2011 a 2016. A pesquisa foi descritiva com abordagem quantitativa, e utilizou base de dados secundários. Para medir os *accruals* discricionários (AD) utilizou-se do modelo (KS). E para a verificação se há interferência da governança corporativa sobre os AD usou a análise de regressão múltipla (GLS).

**Resultados:** A variável dependente AD em períodos pré e pós-anúncios de F&A não apresentou evidências significativas sobre a influência da governança corporativa no gerenciamento de resultados quando associados ao período e o tipo de pagamento em ações. Já em relação a variável novo mercado e nível 2 de governança corporativa apresentou relação estatisticamente significativa com os AD. Contudo, constataram-se médias negativas AD em períodos que precedem e sucedem os anúncios de F&A. Esperava-se que as empresas adquirentes que utilizaram ações como forma de pagamento manipulassem seus ganhos para cima.

**Palavras-chave:** Fusão e aquisição; gerenciamento de resultado; governança corporativa.

## Abstract

**Objective:** Verify if the levels of corporate governance interfere in the level of results management in acquiring companies in periods that precede or succeed the M&A transactions in the companies listed in B3.

**Originality/Value:** M&A operations provide opportunities for studies to notice possible opportunistic behavior coming from the managers in the manipulation of *accruals*. The basic idea of this work is to supplement Other studies, filling gaps and contributing to the national theoretical framework on the role of corporate governance and results management regarding the merger and acquisition advertisements of companies from the Brazilian capital market.

**Design/methodology/approach:** The sample was composed by the companies published in ANBIMA reports, which made advertisements and closing of M&A operations in the period between 2011 and 2016. The research was descriptive with quantitative approach and used secondary databases. To measure the discretionary *accruals* (DA) used the model (KS). And to verify whether there is any interference of corporate governance on the DA, we used multiple regression analysis (GLS).

**Results:** The dependent variable DA in periods before and after M&A advertisements did not show any significative evidence on the influence of corporate governance in the management of results when associated to the period and type of payment in shares. Now, regarding the

variable new market and level 2 of corporative governance showed a relation statistically significant with the DA. However, we determined negative DA rates in periods that precede and succeed the M&A advertisements. We hoped that the acquiring companies that use shares as a payment method would temper with the profits up.

**Keywords:** Merger and acquisition; results management; corporative governance.

### Resumen

**Objetivo:** Verificar si los niveles de gobernanza corporativa interfieren en el nivel de gestión de resultados de las empresas adquirentes en períodos que preceden o suceden a las transacciones de F&A en las empresas listadas en la B3.

**Originalidad/Valor:** Operaciones de F&A proporcionan oportunidades de estudios para captar posibles comportamientos oportunos de los gestores en la manipulación de *accruals*. Se fundamenta en complementar otros estudios, rellenando lagunas, y contribuir al marco teórico nacional sobre el papel de la gobernanza corporativa en la gestión de resultados en torno a los anuncios de fusiones y adquisiciones en compañías del mercado de capitales brasileño.

**Designe/metodología/enfoque:** La muestra fue compuesta por empresas divulgadas en los boletines de la ANBIMA, que hicieron anuncios y cierre de operaciones de F&A en el período de 2011 a 2016. La investigación fue descriptiva con enfoque cuantitativo, y utilizó base de datos secundaria. Para medir los *accruals* discrecionales (AD) se utilizó el modelo (KS). Y para verificar si hay interferencia del gobierno corporativo sobre los AD utilizó el análisis de regresión múltiple (GLS).

**Resultados:** La variable dependiente AD en períodos pre y post-anuncios de F&A no presentó evidencias significativas sobre la influencia de la gobernanza corporativa en la gestión de resultados cuando asociados al período y el tipo de pago en acciones. Ya en relación a la variable nuevo mercado y nivel 2 de gobernanza corporativa presentó relación estadísticamente significativa con los AD. Sin embargo, se constataron medias negativas AD en períodos que preceden y suceden a los anuncios de F&A. Se esperaba que las empresas adquirentes que utilizaron acciones como forma de pago manipularan sus ganancias hacia arriba.

**Palabras clave:** Fusión y adquisición; gestión de resultados; gobernanza corporativa.

## 1. INTRODUÇÃO

O uso do poder discricionário do gestor no aumento ou diminuição dos *accruals* com objetivo de manipular o lucro, decorre da prática conhecida como gerenciamento de resultado. As principais motivações para o gerenciamento de resultados são definidas por Healy e Whalen (1999) da seguinte forma: melhorar a aparência do desempenho dos relatórios financeiros antes de uma IPO ou oferta secundária de ações para atrair melhores avaliações, aumento dos ganhos reportados para aumentar os bônus dos executivos, cumprimento das exigências financeiras em *covenants* de empréstimos e reduzir os custos de regulação ou aumentar os benefícios

regulatórios (Healy & Whalen, 1999).

A governança corporativa está relacionada aos mecanismos que buscam minimizar os comportamentos inadequados dos gestores que possam prejudicar o retorno dos investimentos dos proprietários (Prudêncio, Forte, Crisóstomo, & Vasconcelos, 2021). Dessa forma, a ideia subjacente da governança corporativa conforme é que os financiadores de capital garantirão que os gerentes trabalhem para devolver seus investimentos em forma de lucros e não invistam seu capital em projetos ruins que não gerem valor para os acionistas (Shleifer & Vishny, 1997).

Então, o que motivariam as empresas a participarem de operações envolvendo fusões e aquisições? As possíveis respostas seriam: os ganhos denominados em geral de “sinergias”, economia de escala e de escopo, ganhos decorrentes da melhoria da organização da produção em integrações verticais, ganhos decorrentes do uso de recursos complementares, ganhos de eficiência decorrente da troca de gestão incluindo a redução dos problemas de agência nas empresas-alvo (Camargos & Barbosa, 2005; Ferreira, Santos, Lopes, Nazareth, & Fonseca, 2013; Silva, Kayo, & Nardi, 2016; Loch, Silva, Bueno, & Marcon, 2020) e, potencial criação ou manutenção da riqueza dos acionistas, mediante uma valorização das ações no mercado (Camargos & Barbosa, 2005). Em um mercado de capitais eficiente, os ganhos decorrentes de F&A seriam reconhecidos pelos investidores no momento do anúncio ao mercado sobre as transações e levariam a um aumento do valor das empresas envolvidas (Silva *et al.*, 2016).

Nas operações de fusões e aquisições (F&A), os gestores têm incentivos de gerenciar resultados quando o pagamento da operação é por meio da troca de ações. Pois, quanto mais alto é o preço da ação da empresa adquirente na data do acordo (compra), menor será o número de ações que deverá ser emitida para adquirir a empresa alvo. Dessa forma, a relação entre o preço das ações da empresa adquirente e o preço das ações emitidas na operação fornece diversos incentivos para que a empresa adquirente tente aumentar o valor das ações antes dos eventos de F&A (Erickson & Wang, 1999).

As empresas adquirentes possuem informações privadas, sobre o valor de seus ativos, ainda não divulgada ao público em geral. O privilégio de ter acesso a essas informações pode proporcionar vantagens ao seu portador no momento da negociação dos seus ativos. Dessa forma, empresas adquirentes têm incentivos de só oferecer ações como forma de pagamento nas operações de F&A, pois suas ações estão supervalorizadas pelos acionistas da empresa-alvo

(Brown & Ryngaert, 1991; Martins & Paulo, 2014).

Embora, pesquisas nacionais e internacionais mostrem evidências de que boas práticas de governança corporativa pode ser um fator explicativo para diminuir e/ou inibir as práticas oportunistas de gestores nas ações de gerenciar resultados (Barros, Soares, & Lima, 2013). Lehmann (2016) comprovou que em ambientes de F&A o papel da governança corporativa pode diferir na forma de incentivar as ações gerenciais dos gestores. Seus resultados concluíram que: em operações de F&A quando o pagamento é realizado com ações as empresas adquirentes com fortes políticas de governança corporativa se envolveram de forma mais agressiva no gerenciamento de resultado do que empresas com fracas políticas de governança corporativa.

Diante do exposto, o objetivo da pesquisa foi verificar se a governança corporativa interfere na manipulação dos *accruals* discricionários em períodos que precedem ou sucedem as operações de F&A nas empresas listadas na B3 cujos anúncios e encerramento dessas operações ocorreram no período de 2011 a 2016.

A relevância desse estudo fundamenta-se em complementar outros estudos, preenchendo lacunas na literatura, e possivelmente contribuir para o arcabouço teórico nacional, visto que não foram encontrados estudos sobre o papel da governança corporativa no gerenciamento de resultados em torno dos anúncios de fusões e aquisições em companhias do mercado de capitais brasileiro.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Um motivo que ganhou destaque na literatura sobre o tema ao longo dos anos foi o associado aos interesses do gestor que não estavam alinhados aos interesses dos proprietários. Por exemplo, a aquisição pode ser motivada pelo interesse do gestor em buscar, por meio da expansão da empresa construir conglomerados, seja porque empresas maiores podem trazer benefício como o aumento de poder pelo maior volume de recursos sob seu controle, render maior remuneração e gratificações, por meio de aquisições de outros setores de atividades, reduzem os riscos de não empregabilidade do executivo (Jensen, 1986; Amihud & Lev, 1981; Silva *et al.*, 2016).

Shleifer e Vishny (1989), afirma que as fusões e aquisições podem ser usadas para obtenção de controle de ativos adequados a especialidade do gestor, pois aumenta seu poder de

barganha junto aos acionistas.

No Brasil, o estudo sobre gerenciamento da informação contábil foi introduzido a partir da pesquisa de Martinez (2001), pioneiro, no Brasil, a estudar o tema. Após a pesquisa de Martinez (2001) outros trabalhos foram realizados sobre gerenciamento de resultados. Destacando-se pesquisas que analisaram setores específicos ou diferentes variáveis que pudessem representar *proxies* do gerenciamento de resultado (Martinez, 2001; Matsumoto & Parreira, 2009; Silva, 2010; Silva & Bezerra, 2010; Rezende & Nakao, 2012; Barros, Menezes, & Colaute., 2014).

Kang e Sivaramkrishnan (1995) utilizaram uma nova abordagem para capturar uma quantidade maior de provisões gerenciadas para mitigar alguns problemas na utilização de medição de *accruals* tais como: simultaneidade e omissão de variáveis. Para o problema de omissão de variáveis Kang e Sivaramkrishnan (1995) utilizaram as principais contas que afetam o lucro como regressores e as variações das contas do balanço patrimonial em um determinado período contábil.

A literatura internacional que trata sobre gerenciamento de resultados em operações de F&A, evidencia que as empresas adquirentes se envolvem em manipulação de *accruals* no aumento de ganho no período imediatamente anterior ao anúncio da oferta.. Na Tabela 1, estão apresentados alguns estudos internacionais:

**Tabela 1**

Estudos Internacionais

Ano	Autor	Período/ País do Estudo	Amostra	Resultado Encontrado
1999	Erikson e Wang	1985/1992 - Estados Unidos	78 empresas	Empresas adquirentes gerenciam seus ganhos para cima em períodos precedentes ao evento de F&A com troca em ações
2004	Louis	1992/2000 - Estados Unidos	373 empresas	Empresas adquirentes gerenciam seus ganhos para cima no trimestre anterior ao anúncio da F&A com troca em ações.
2008	Gong, Louis e Sun	1996/2002 - Estados Unidos	495 empresas	Associação positiva entre a pré-fusão e <i>accruals</i> anormais para cima de anúncios e processos judiciais
2008	Botsari e Meeks	1997/2001 - Reino Unido	42 empresas	Empresas adquirentes gerenciam seus ganhos para cima no ano anterior ao anúncio da F&A com troca em ações.
2008	Shah, Butt e Hasan	2006 - Paquistão	53 empresas	A qualidade da governança corporativa é positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados no que se refere à cultura corporativa paquistanesa.



2013	Higgins	1990/2004 - Japão	133 empresas	Empresas adquirentes têm accruals anormais positivos no ano anterior ao anúncio da F&A com troca em ações.
2015	Anagnostopoulou e Tserkrekos	1990/2009 - Estados Unidos	248 empresas	Empresas que buscam compradores se envolvem em gerenciamento de resultados por até dois anos antes do evento de F&A
2016	Karim, Sarkar e Zhang	2014/2015 - 30 países não americano	1.630 empresas	Empresas adquirentes gerenciam seus ganhos em torno das fusões e aquisições quando o método de pagamento é por meio de ações.

Fonte: Dados da pesquisa, 2019.

No contexto brasileiro, as pesquisas realizadas sobre F&A buscaram investigar: o impacto das fusões na riqueza dos acionistas por meio de ganho de sinergia, o retorno anormal das ações das empresas envolvidas, a relação da governança corporativa sobre a geração de valor das empresas envolvidas e as motivações para as fusões e aquisições. Na Tabela 2 estão resumidos os resultados de alguns estudos brasileiros realizados.

**Tabela 2**  
Estudos Nacionais

Ano	Autor	Objetivo do Estudo	Período	Amostra	Resultados Encontrados
2009	Steinberg e Silva	Verificar de que forma as diferentes práticas de governança corporativa influencia os ganhos de sinergia em F&A	1998 - 2007	33 empresas	Os ganhos de sinergia são positivamente relacionados com as melhores práticas de governança corporativa
2014	Toigo, Chiarello e Klann	Avaliar a relação de accruals discricionários em período pré e pós-combinação ode negócios	2011 - 2012	32 empresas	As empresas não utilizaram práticas de gerenciamento de resultados, por meio de accruals discricionários em período que antecederam ao anúncio.
2014	Krieck e Kayo	Analisar se diferentes níveis de governança corporativa exercem efeito na geração de valor das empresas que fizeram F&A	2000 - 2012	154 empresas	Empresas com nível de governança corporativa geram maiores valores que empresas com menor nível de governança
2016	Silva, Kayo e Nardi	Investigar a relação entre qualidade da governança corporativa e o retorno anormal das adquirentes no Brasil	2006 - 2010	62 empresas	Há evidências de relação positiva entre o retorno anormal das adquirentes e a listagem no Novo Mercado.
2017	Oliveira, Castro e Quieroz	Análise do impacto de processos de aquisições na estrutura de remuneração dos executivos	2009 - 2014	58 empresas	Após a operação de F&A, existe aumento tanto da remuneração total média, quanto da remuneração variável média dos gerentes.

Fonte: Dados da pesquisa, 2019

Em processos de fusões e aquisições, empresas adquirentes usam suas ações para adquirir as ações ou ativos da empresa-alvo. (Erickson & Wang, 1999). Ao aumentar o preço da ação, o adquirente pode reduzir o número de ações transferidas para a adquirida e, assim, reduzir o preço efetivo da aquisição (Baik, Kang & Morton, 2007).

Lehmann (2016) assume que a governança corporativa serve principalmente aos investidores e acionistas das empresas e afirma que em operações de fusões e aquisições efetivadas por intermédio de ações, os gestores de empresas adquirentes com alto nível de governança corporativa têm mais incentivos para manipular *accruals* antes dos anúncios e encerramento das negociações de F&A para atender interesses dos investidores atuais, em detrimento dos futuros investidores (da empresa alvo), visando negociar o menor preço indicativo para o acionista das empresas adquirentes. No ambiente de F&A, o efeito da governança corporativa sobre o gerenciamento de resultado não é necessariamente ruim em detrimento de todos os acionistas (Lehmann, 2016; Walker, 2013).

Diante do exposto, definiu-se a seguinte hipótese de pesquisa: (H1) Existe relação positiva entre o nível de governança corporativa e a manipulação de *accruals* em período que antecedem ou sucedem os anúncios de F&A efetivadas por intermédio de troca de ações.

## 2 METODOLOGIA

A pesquisa se utilizou de base de dados secundários com abordagem quantitativa. A amostra foi composta por empresas que realizaram operações de F&A contidas nos boletins elaborados pela ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, correspondentes ao período de 2011 a 2016. Foram analisados dados financeiros obtidos da economática® do período de 2009 a 2018.

A data oficial dos anúncios das fusões e aquisições foi coletada de fontes públicas nos sítios da B3 e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2002).

A amostra, conforme Camargos e Barbosa, (2009), foi montada pelo reconhecimento do dia da divulgação da F&A (anúncio) pelo mercado só se o evento de F&A envolver apenas companhias não financeiras, ter realizado apenas anúncio de F&A no período de 2 anos (em caso de mais de um, foi escolhido o evento que representa o maior valor para empresa, ou o evento considerado mais estratégico). Do total de 898 empresas divulgadas nos boletins da



ANBIMA no período de 2011 a 2016, trabalhou-se com um total de 67 empresas após os critérios adotados para a seleção.

Para medir a qualidade da governança corporativa, usou-se a adesão aos níveis diferenciados dos segmentos de listagem na época do evento de F&A: Novo Mercado e Nível 2 da B3. O uso desse critério segue a metodologia de trabalhos já realizados no Brasil (Silva *et al.*, 2016; Erfurth & Bezerra, 2013; Picoli, Souza, & Silva, 2014).

Para examinar se os adquirentes gerenciam resultados em torno de anúncios de aquisições e fusões, calcularam-se os *accruals* discricionários para os adquirentes da seguinte forma: oito trimestres antes do anúncio denominado como (PERÍODO-2), quatro trimestres antes do anúncio denominado como (PERÍODO-1), o trimestre do anúncio denominado como (PERÍODO-0), quatro trimestres após o anúncio denominado como (PERÍODO+1) e oito trimestres após anúncio denominado como (PERÍODO+2), totalizando 17 trimestres.

Botsari e Meecks (2008) e Lehmann (2016) encontraram evidências de que o gerenciamento de resultado já começa no segundo ano antes do anúncio da operação de F&A. Para os autores, mesmo sem metas específicas em mente dos gestores, as empresas podem criar estratégias de aquisição de vários anos antes de anúncios de vendas.

Já para o período que sucedem os anúncios de F&A, espera-se uma diminuição do gerenciamento de resultados. Em parte, também há evidências de reversão das acumulações no período imediatamente após a conclusão da operação de F&A e inversão dos efeitos de gerenciamento de resultados (Louis, 2004; Botsari & Meecks, 2008; Lehmann, 2016).

Para a verificação e investigação das hipóteses foi utilizado o seguinte modelo de regressão:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 TipCom_{it} + \beta_2 (Período * TipCom * NivelGV)_{it} + \beta_3 (Período * TipCom)_{it} + \beta_4 F (1) + \beta_5 (TipCom * NivelGV)_{it} + \beta_6 NivelGV_{it} + \beta_k Var\_Controle_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

**$AD_{it}$**  – representa os *Accruals* discricionários da *i*-ésima empresa no ano *t*;

**$\beta_1 TipCom_{it}$**  – representa variável *dummy* para o tipo de compra, assume um (1) se foi compra com ações e zero (0) dinheiro;

**$\beta_2 (Período * TipCom * NivelGV)_{it}$**  – variável principal do estudo, representa a interação entre o período, tipo de compra e nível de governança corporativa da empresa. Assume um (1)

se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A, e que a empresa pertença ao nível de governança Novo Mercado ou Nível 2 e a compra ocorreu com ações e zero (0) caso contrário.

$\beta_3(\text{Período} * \text{TipCom})_{it}$  – representa a variável interação entre o período e tipo de compra. Assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A e o tipo de compra ocorreu com ações e zero (0) caso contrário;

$\beta_4\text{Período}_{it}$  – representa a variável *dummy* para o período que antecede ou sucede as transações F&A em período (k trimestre), assume um (1) se pertence ao k trimestre que antecede ou sucede as transações F&A e zero (0) caso contrário;

O período é assumido como: antecede em (k=4trim e k=8trim) antes do anúncio da F&A, (k=4trim e k=8trim) após o anúncio da F&A e (k=0trim) para o trimestre que ocorreu a F&A;

$\beta_5(\text{TipCom} * \text{NivelGV})_{it}$  - representa variável *dummy* para nível de governança e o tipo compra, assume um (1) se a i-ésima empresa no tempo t pertence ao nível de governança Novo Mercado ou Nível 2 e a compra foi com ações, e zero (0) caso contrário;

$\beta_6\text{NivelGV}_{it}$  – representa variável *dummy* para nível de governança, assume um (1) se a i-ésima empresa no tempo t pertence ao nível de governança Novo Mercado ou Nível 2 e zero (0) caso contrário;

$\beta_k\text{Var\_Controle}_{it}$  – vetor de variáveis de controle da i-ésima empresa no ano t. As variáveis de controle definidas foram: Alavancagem financeira (Alav), logaritmo do Ativo Total (lnTam), Tamanho relativo do negócio (TamRel), Dívida Líquida (DivLiq), e Concentração de propriedade (ConcProp);

$\varepsilon_{it}$  – representa o erro aleatório da i-ésima empresa no ano t.

Se a estimativa  $\widehat{\beta}_2$  for significativa a um determinado nível de significância e assumir valor positivo, chegar-se-ia à conclusão estatística de que as empresas com nível de governança diferenciado (Novo Mercado ou Nível 2) em trimestre que antecede os anúncios das F&A, no qual a operação foi paga com ações, na média os *accruals* discricionários são superiores quando comparado as operações pagas com dinheiro e/ou demais níveis de governança. A variável dependente *accrual* discricionário (AD) foi estimado para identificação de gerenciamento de resultados nos períodos que antecederam e sucederam os eventos de fusões e aquisições por meio do Modelo (KS) proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995).

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 \left( \delta_1 \frac{Rec_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \phi_2 \left( \delta_2 \frac{Desp_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \phi_3 \left( \delta_3 \frac{Aperm_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$AD_{it} = AT_i - \left[ \phi_0 + \phi_1 \left( \delta_1 \frac{Rec_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \phi_2 \left( \delta_2 \frac{Desp_{it}}{AtTot_{it}} \right) + \phi_3 \left( \delta_3 \frac{Aperm_{it}}{AtTot_{it}} \right) \right] \quad (3)$$

Onde:

**AT<sub>it</sub>** = acumulações totais = (ΔCapital de Giro Líquido – Depreciação e Amortização)

**AD<sub>it</sub>** = é *accrual* discricionário da empresa i no período;

**Rec<sub>it</sub>** = Receita Operacional Líquida (excluindo tributação sobre o faturamento);

**AtTot<sub>it</sub>** = é o ativo total da empresa i no período t;

**Desp<sub>it</sub>** = Despesas e Custos Operacionais antes da depreciação e amortização;

**Aperm<sub>it</sub>** = Ativo Permanente (Investimentos + Imobilizado + Diferido);

**CR<sub>i,t-1</sub>** = Contas e Receber no período t-1;

**CGL** = Capital de Giro Líquido, excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisões para impostos a pagar;

**DEPR<sub>i,t-1</sub>** = Despesas com depreciação e amortização no período t-1;

**i** = observação por empresa;

**t** = unidade temporal;

**Rec<sub>it</sub>, Desp<sub>it</sub>, Aperm<sub>it</sub>**, essas variáveis foram medidas em termos de porcentagem dos ativos totais;

$\phi_1, \phi_2, \phi_3$  = são os coeficientes estimados pela regressão;

$\epsilon_{it}$  = erro ou resíduo da regressão;

$\delta_1 = (CR_{i,t-1}) / (Rec_{i,t-1})$ , esse indicador representa a razão entre contas a receber e receitas da empresa (i) do ano anterior (t-1) que será multiplicada pelas vendas do período corrente [ $\delta_1 \times Rec_{it}$ ];

$\delta_2 = (CGL_{i,t-1} - CR_{i,t-1}) / (Desp_{i,t-1})$ , esse indicador representa a razão entre o capital de giro líquido (excluídos das disponibilidades, financiamentos de curto prazo e contas a receber) e as despesas operacionais da empresa (i) do ano anterior (t-1) multiplicada pelas despesas operacionais do período corrente [ $\delta_2 \times Desp_{it}$ ];

$\delta_3 = (DEPR_{i,t-1}) / (Aperm_{i,t-1})$ , esse indicador representa a razão entre despesas de depreciação e os ativos permanentes da empresa (i) no período anterior (t-1), multiplicado pelo ativo permanente do ano corrente [ $\delta_3 \times Aperm_{it}$ ].

**Tabela 3**  
Definição Das Variáveis

	Variável	Sigla	Operacionalização	Relação esperada	Referências
	Indica o tipo de pagamento da operação de F&A	TipCom	Variável <i>dummy</i> que assume o valor um (1) se a compra foi efetivada por intermédio de ações e zero (0) caso contrário	+	Eriksom, Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), Lehmann (2016)
	Interação entre o período, tipo de compra e nível de governança corporativa.	Período *Tipcom*NivelGV	Variável <i>dummy</i> que assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A, e que a empresa pertença ao nível de governança Novo Mercado ou Nível 2 e a compra ocorreu com ações e zero (0) caso contrário.	+	Lehmann (2016)
	Variável	Sigla	Operacionalização	Relação esperada	Referências
	Interação entre o período e tipo de compra	Período*TipCom	Variável <i>dummy</i> que assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A, e a compra ocorreu com ações e zero (0) caso contrário.	+	Eriksom, Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), Lehmann (2016)
	Período que antecede e sucede a operação de F&A	Período	Variável <i>dummy</i> que assume um (1) se pertence ao período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A, e zero (0) caso contrário.	+	Eriksom, Wang (1999), Botsari e Meeks (2008), Lehmann (2016)
	Nível de Governança Corporativa e o tipo de compra	TipCom*NivelGV	Variável <i>dummy</i> que assume o valor (1) se a empresa no tempo t pertencer ao nível Governança Corporativa, Novo Mercado e Nível 2 e a compra foi com ações e (0) caso contrário	+/-	Shah, Butt e Hasan (2008), Lehmann (2016)
	Nível de Governança Corporativa na B3	NivelGV	Variável <i>dummy</i> que assume o valor (1) se a empresa estiver listada no Índice de Governança Corporativa, Novo Mercado e Nível 2, e (0) caso contrário	+/-	Shar, Butt e Hasan (2008), Lehmann (2016)
Variável de Controle (F&A)	Alavacangem	Alav	Ativo menos Patrimônio Líquido dividido pelo Ativo	+/-	Gu, Lee e Rosett (2005), Barros <i>et al.</i> (2014), Nardi e Nakao (2009)
	Tamanho Relativo do Negócio	TamRel	Valor pago pela empresa-alvo/ativo da adquirente no fim do ano anterior	+	Eriksom, Wang (1999), Seth, Song, Pettit (2000), Silva, Kaio e Nardi (2016)
	Dívida Líquida	DivLiq	Dívida Líquida / Valor de mercado da empresa no fim do ano anterior ao evento	+	Watts e Zimmerman (1990), Kouaib, Jarboui (2014)
	Tamanho da empresa	Tam	Logaritmo natural do Ativo Total	+/-	Watts e Zimmerman (1990), Rezende e Nakao (2012),
	Concentração de Propriedade	ConcProp	Percentual do total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse dos três principais acionistas,	+/-	Dechow, Sloan e Sweeney (1996), Kouaib e Jarboui (2014), Holanda e Coelho (2016)

Fonte: Dados da pesquisa, 2019

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

A Tabela 4 apresenta o resumo da estatística descritiva desta pesquisa. Para evitar o efeito de *outliers*, alguns valores foram “winsorizados” no percentil 1% e 99%.

**Tabela 4**

Estatística Descritiva Das Variáveis – F&A 2011 A 2016 (Continuação)

Variável	Nº	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Máximo
ADKS	1053	-0,059	0,389	-3,129	-0,176	0,014	0,165	0,641
NivelGV	1062	0,724	0,447	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000
TipoCom	1062	0,444	0,497	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000
Tam	1062	22,693	1,432	19,500	21,547	22,743	23,788	26,366
TamRel	1062	0,171	0,259	0,002	0,025	0,082	0,211	3,251
Alav	1062	0,615	0,160	0,087	0,501	0,611	0,720	1,394
DivLiq	1062	0,755	1,848	-0,885	0,138	0,404	0,849	31,427
ConPro	1062	0,584	0,222	0,001	0,419	0,593	0,723	1,000

Fonte: Dados da pesquisa, 2019

Em relação aos *accruals* discricionários (AD), observa-se que essa variável apresentou para amostra dessa pesquisa, em média, valores negativos. *Accruals* negativos são utilizados para diminuir os resultados (Martinez, 2008). Os resultados esperados nesse trabalho é que empresas envolvidas em operações de F&A utilizando ações como forma de pagamento se utilizasse da manipulação dos *accruals* discricionários para aumentar seus ganhos (Erickson & Wang, 1999; Botsari & Meeks, 2008; Karim, Sarkar, & Zhang, 2016; Lehmann, 2016).

Com objetivo de verificar a associação entre variáveis, a Tabela 4 exibe a matriz de correlação de *Pearson* das variáveis da pesquisa.

**Tabela 5**

Matriz de Correlação entre as Variáveis

Variável	ADKS	NivelGV	TipoCom	Tam	TamRel	Alav	DivLiq	ConPro
ADKS	1,000							
NivelGV	-0,030	1,000						
TipoCom	<b>-0,17*</b>	<b>0,124*</b>	1,000					
Tam	0,009	<b>-0,101*</b>	<b>0,132*</b>	1,000				
TamRel	<b>0,105*</b>	<b>0,072*</b>	<b>0,126*</b>	<b>-0,232*</b>	1,000			
Alav	<b>-0,070*</b>	<b>0,107*</b>	<b>0,122*</b>	<b>0,125*</b>	<b>-0,168*</b>	1,000		
DivLiq	0,051	-0,047	0,030	<b>0,106*</b>	<b>0,149*</b>	<b>0,328*</b>	1,000	
ConPro	-0,053	<b>-0,308*</b>	<b>-0,208*</b>	<b>-0,237*</b>	-0,046	<b>0,129*</b>	0,048	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor da pesquisa.

Nota: \* Significativo ao nível de 5%

A variável NivelGV representadas por empresas pertencentes ao novo mercado e nível 2 apesar de não ter resultado significativo apresentou correlação negativa com os *accruals* discricionários (AD) o resultado representado pelos AD para a relação de causa e efeito corrobora, com estudos anteriores, que quanto maior o nível de governança corporativa, menores são os níveis de gerenciamento de resultado, o que ratifica estudos que analisaram a relação de gerenciamento de resultados e governança corporativa e evidenciaram que mecanismos de governança podem exercer efeito positivo na inibição e mitigação de práticas discricionárias de gestores sobre os relatórios contábeis. (Barros *et al.*, 2013).

TipCom teve correlação negativa e significativa, para essa variável que representa as empresas que realizaram F&A com pagamento em ações, esperava-se correlação positiva e significativa. Ou seja, os gestores dessas empresas têm incentivos de gerenciar resultados para cima. (Erickson & Wang, 1999).

A correlação entre a variável Alav e AD foi negativa e significativa a 5% esse resultado dá indícios que quanto maior a alavancagem financeira menor a propensão de gestores na prática de gerenciamento de resultados. Esse resultado corrobora com os achados de Barros *et al.* (2014), Coelho e Lopes (2007), Nardi e Nakao (2009) também encontraram em seus estudos relação negativa entre o nível de alavancagem financeira e o gerenciamento de resultados

Constatou-se sinal negativo e significativo da variável ConProp associado á variável NivelGV isso indica que quanto maior a concentração de propriedade menor a qualidade da governança corporativa.

As variáveis Tam e Alav são estatística e positivamente correlacionadas, o que indica que empresas maiores têm índices de alavancagem maiores.

A variável TamRel representada pelo valor pago pela empresa-alvo/ativo da adquirente e foi estatisticamente significativa, apresenta sinal positivo de correlação com a variável AD, o que indica que quanto maior o valor pago pela empresa-alvo maior o incentivo para a manipulação de *accruals*. Erickson e Wang (1999) encontraram evidências de que o nível de gerenciamento de resultado está significativamente relacionado ao tamanho do negócio, pois grandes ofertas oferecem incentivos mais fortes para que gestores tenham incentivos para fazê-lo.

A variável DivLiq não foi significativa mas apresentou sinal positivo em relação a variável AD. Watts e Zimmerman (1990) afirmaram que quanto maior a dívida da empresa mais provável que os gestores estejam motivados a escolher procedimentos contábeis para aumentar o lucro. Corroborando com esse resultado (Kouaib & Jarboui, 2014; Nardi & Nakao, 2009), também acharam uma correlação positiva para essas variáveis.

Para verificar se existe interferência da Governança Corporativa na manipulação de *accruals* discricionários em períodos que precedem ou sucedem as operações de Fusão e Aquisição (F&A), inicialmente foram estimadas as regressões por meio dos métodos Mínimos Quadrado Ordinários (MQO), sendo diagnosticado a presença de heterogeneidade e independente nos resíduos nos cinco modelos. Diante de viés, decidiu-se pela estimação dos modelos por meio do método Mínimos Quadrado Generalizado (GLS).

**Tabela 6**  
Estimativa das Regressões Propostas - GlS

Variável	Variável dependente: Accruals discricionários (ADKS)				
	Antecede		zero	Sucede	
	8 trim	4 trim		4 trim	8 trim
Constante	<b>-0,631***</b>	<b>-0,622***</b>	<b>-0,622***</b>	<b>-0,603***</b>	<b>-0,593***</b>
TipCom	-0,031	-0,04	-0,037	-0,05	-0,062
Período*TipCom*NívelGV	0,024	0,025	-0,003	-0,007	-0,028
Período*TipCom	-0,02	-0,011	-0,108	0,027	0,044
Período	0,015	0,042	0,016	-0,017	-0,02
TipCom*NívelGV	<b>-0,210***</b>	<b>-0,202***</b>	<b>-0,198***</b>	<b>-0,193***</b>	<b>-0,184***</b>
NívelGV	<b>0,143***</b>	<b>0,143***</b>	<b>0,143***</b>	<b>0,142***</b>	<b>0,141***</b>
Tam	<b>0,021***</b>	<b>0,021***</b>	<b>0,021***</b>	<b>0,020***</b>	<b>0,020***</b>
TamRel	0,021	0,023	0,021	0,023	0,025
Alav	0,019	0,017	0,016	0,02	0,023
DivLiq	<b>0,005*</b>	<b>0,005*</b>	<b>0,005*</b>	<b>0,005*</b>	0,004
ConcProp	<b>-0,084**</b>	<b>-0,083**</b>	<b>-0,085**</b>	<b>-0,086**</b>	<b>-0,089**</b>
Nº de Obs	1046	1046	1046	1046	1046
Estatística X <sup>2</sup>	1203,3	1188,9	1267,2	1321,8	1305,9
Grau de liberdade	39	39	39	39	39
p-valor (X <sup>2</sup> )	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor da pesquisa.

Nota: \*\*\*, \*\* e \* Significativo ao nível de 1%, 5% e 10%.

Em relação a estimativa  $\widehat{\beta}_2$ , na Tabela 5, significa dizer que o período não modera de forma significativa o tipo de compra e o nível de governança corporativa na explicação do nível de gerenciamento de resultado. Era esperado, para hipótese desse trabalho, sinal positivo e significativo para as variáveis,  $\beta_2$  (Período\*TipCom\*NívelGV)  $\beta_3$  (Período\*TipCom) e  $\beta_4$  (Período). Sendo assim, esses resultados não são suficientes para inferir que empresas pertencentes ao novo mercado e nível 2 e



realizaram F&A com pagamento em ações gerenciam mais seus resultados nos períodos que antecedem os anúncios. Esses resultados são diferentes dos encontrados por Lehmann (2016). Em sua pesquisa, Lehmann (2016) encontrou coeficiente positivo e significativo para interferência da governança corporativa no gerenciamento de resultados e apresentou de forma consistente que empresas com boa governança corporativa incentivam ações gerenciais na manipulação de ganhos em períodos que antecedem os anúncios de F&A quando o pagamento é por meio de ações.

Cabe ressaltar, que o contexto em termos de mercados, regulamentação e governança corporativa das empresas brasileira difere das empresas do Reino Unido e pode influenciar nos resultados. Por exemplo: O mercado do reino unido constitui o segundo maior mercado em fusões e aquisições do mundo, tanto em termos de volume, como em número de empresas alvos envolvidas em transações internacionais. Além disso, o sistema de governança corporativa do Reino Unido tem algumas características atraentes para a finalidade do estudo de Lehmann (2016), especialmente no que diz respeito à estrutura de propriedade, o sistema de governança é orientada para o mercado e perspectiva de valor para o acionista global.

A variável  $\beta_5$  (TipCom\*NivelGV) foi estatisticamente significativa a 1% e apresentou relação negativa com gerenciamento de resultado. Cabe ressaltar, que o nível de governança novo mercado e nível 2 torna-se significativo quando é moderado pelo tipo de compra. Quando isso ocorre a variável governança assume um papel significativo na explicação da redução de gerenciamento de resultado da empresa. Esses resultados acompanham outras pesquisas realizadas sobre o tema, que mostraram que boas práticas de governança corporativa podem exercer efeito positivo na inibição de prática de gerenciamento de resultado. Entretanto, para o caso específico dessa pesquisa, empresas que efetuaram F&A com pagamento em ações, esperava-se uma relação positiva para os períodos que antecedem os anúncios dessas operações conforme (Lehmann, 2016).

Já a variável NivelGV teve significância estatística a 1% e apresentou coeficientes positivo em todos os períodos analisados. Tal resultado denota, que na média o gerenciamento de resultado são maiores nas empresas listadas nos maiores níveis (novo mercado e nível 2) de governança quando comparados às empresas listadas em outros níveis (menores) de governança. Esse resultado converge de forma parcialmente com os resultados encontrados por Lehmann (2016). Seu estudo encontrou relação significativa e positiva entre governança

corporativa e *accruals* discricionários em períodos antecedentes ao anúncio das operações de F&A para o grupo de empresas que pagaram com ações. Embora essa variável acompanhe de forma parcial os resultados de Lehmann (2016), não se pode concluir que as empresas que efetuaram F&A com pagamento em ações e estão listadas no novo mercado e nível 2 gerencie resultado antes de anunciar a operação.

Corroborando com esse resultado, o estudo de Erfurth e Bezerra (2013) sobre níveis diferenciados de governança e gerenciamento de resultado demonstrou que o nível de governança corporativa não interfere no gerenciamento de resultado. Piccoli *et al.*, (2014) evidenciaram que as práticas sugeridas pelo nível de governança novo mercado mitigam, mas não impedem a discricionariedade do gestor.

No entanto, possíveis explicações para esse resultado poderia ser: (i) a metodologia aplicada para medir o nível de governança corporativa; (ii) em situações em que os gestores manipulam ganhos para atender interesses dos acionistas da empresa, o papel da governança corporativa pode diferir (Christie & Zimmerman, 1994); (iii) em situações de crise financeira, o gerenciamento de resultados poderia ser benéfico a partir de uma perspectiva do acionista pela minimização dos custos de recontração com credores da empresa. Assim, gerenciamento de lucro não é por si só um sinal de oportunismo gerencial contra os interesses dos acionistas da empresa (Walker, 2013).

A variável Tam que representa tamanho da empresa (logaritmo dos ativos totais da empresa  $i$  no período  $t$ ), apresentou coeficiente positivo e significância de 1% em todos os períodos. Pode-se inferir sobre esses resultados é que existe relação positiva entre o tamanho dessas empresas e o gerenciamento de resultado, ou seja, empresas maiores tem mais incentivos de gerenciar resultados. Cabe ressaltar que a variável tamanho da empresa pode ter relação positiva ou negativa com gerenciamento de resultado (Sincerre, Sampaio, Famá, & Santos, 2016).

Consistente com esse resultado, Hochberg (2012) justifica que empresas maiores apresentam demonstrações financeiras mais complexas, podendo dessa forma, criar aspectos facilitadores para o gerenciamento de resultados. Logo, grandes empresas podem utilizar-se deste aspecto para manipular seu lucro contábil.

A variável Divliq apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 10%,

resultado esperado para esse estudo. Segundo os estudos de (Kouaib & Jarboui, 2014; Nardi & Nakao, 2009), é que os gerentes das empresas endividadas estão mais propensos ao gerenciamento de resultados contábeis. Watts e Zimmerman (1990) afirmaram que quanto maior a dívida da empresa mais provável que os gestores estejam motivados a escolher procedimentos contábeis para aumentar o lucro.

Já a variável concentração de propriedade (ConcPro), apresentou nível estatístico de significância de 5% e coeficiente negativo, segundo esses resultados, infere-se que a concentração de propriedade dentro desses grupos de empresas, amostra da pesquisa, age de forma negativa no incentivo de práticas de gerenciamento de resultado.

A teoria da agência e a literatura sobre governança corporativa assumem que a estrutura de propriedade pode ser um mecanismo eficaz para controlar os gerentes, pois quando certas condições estão presentes (concentração de capital e características dos acionistas), formam as bases para um sistema de controle eficiente (Shleifer & Vishny, 1997).

Conforme Kouaib e Jarboui (2014), o efeito da concentração de controle e propriedade no gerenciamento de resultados é empiricamente ambíguo. Estudos internacionais encontraram uma relação positiva entre a presença de um acionista principal e o gerenciamento de resultados. Enquanto outros estudos concluíram que não há relação entre a concentração de capital e o gerenciamento de lucros.

As variáveis de controle (TamRel, e Alav) não apresentaram significância estatística, sendo assim, não se pode inferir estatisticamente que essas variáveis influenciam no incentivo de ações gerenciais na manipulação de *accruals* em período que antecedem ou sucedem as operações de F&A.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo em períodos pré e pós-anúncios de fusões e aquisições não apresentou evidências significativas sobre a influência da governança corporativa no gerenciamento de resultados dessas empresas. De acordo com resultados dos modelos apresentados pela pesquisa, não foi verificada relação estatisticamente significativa entre a variável governança corporativa e os *accruals* discricionários nos períodos que antecederam os anúncios das F&A. Sendo assim, rejeita-se a hipótese sugerida pelo estudo.

Em relação a manipulação dos *accruals* discricionários em períodos pré e pós anúncios de F&A, constatou-se médias de *accruals* negativos nos períodos analisados. Esperava-se que as empresa adquirentes que utilizaram ações como forma de pagamento manipulasse seus ganhos para cima, pois quanto mais alto é o preço da ação da empresa adquirente na data do acordo (compra), menor será o número de ações que deverá ser emitida para adquirir a empresa alvo (Erickson & Wang, 1999). Os estudos internacionais sobre o tema (Erikson & Wang, 1999; Louis, 2004; Gong, Louis, & Sun, 2008; Botsari & Meeks, 2008; Shah, Butt, & Hasan, 2008; Higgins, 2013; Anagnostopoulou & Tserkrekos, 2015; Karim *et al.*, 2016; Lehmann, 2016), encontraram *accruals* positivos, evidências de que empresas gerenciam seus lucros para cima em períodos de até dois anos antes dos núcios.

## REFERÊNCIAS

- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economic*, 12(2), 605-617.
- Anagnostopoulou, S. C., & Tserkrekos, A. E. (2015). Earnings management in firms seeking to be acquired. *The British Accounting Review*, 47(4), 351-375.
- Anbima. (2018). *Relatório Fusões e Aquisições no Brasil*. Recuperado em 10 novembro, 2018, de [http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-fusoes-e-aquisicoes/operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes-somam-r-179-2-bilhoes-em-2016.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-fusoes-e-aquisicoes/operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes-somam-r-179-2-bilhoes-em-2016.htm)
- Baik, B., Kang, J. K., & Morton, R. M. (2007). Earnings management in takeovers of privately held targets. *Available at SSRN 1013639*.
- Barros, C. M., Soares, R. O., & de Lima, G. A. F. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(19), 27-39.
- Barros, M. E., Menezes, J. T., Colauto, R. D., & Teodoro, J. D. (2014). Gerenciamento de resultados e alavancagem financeira em empresas brasileiras de capital aberto. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 17(1), 35-55.
- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), 633-670.
- Brasil. Bolsa. Balcão (B3). (2018). *Segmentos de Listagem*. Recuperado em 25 janeiro, 2018, de [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)
- Brown, D. T., & Ryngaert, M. D. (1991). The mode of acquisition in takeovers: Taxes and asymmetric information. *The Journal of Finance*, 46(2), 653-669.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-plano real. *REGE Revista de Gestão*, 12(4), 33-53.
- Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras:

- criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220.
- Christie, A. A., & Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contests. *The Accounting Review*, 69(4), 539-566.
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(SPE2), 121-144.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM nº. 358 de 03 janeiro de 2002*. Recuperado em 25 janeiro, 2018, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html/>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 10(1), 32-42.
- Erickson, M., & Wang, S. W. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of accounting and economics*, 27(2), 149-176.
- Farber, D. B. (2005). Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter?. *The Accounting Review*, 80(2), 539-561.
- Ferreira, R. D. N., Santos, A. C., Lopes, A. L. M., Nazareth, L. G. C., & Fonseca, R. A. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 134-164.
- Gong, G., Louis, H., & Sun, A. X. (2008). Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 62-77.
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313-334.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
- 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.
- Hochberg, Y. V. (2012). Venture capital and corporate governance in the newly public firm. *Review of Finance*, 16(2), 429-480.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. (2016). Gerenciamento de Resultados e Estrutura de Propriedade: evidências no Brasil. *REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 6(2), 17-35.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353-367.
- Karim, M. A., Sarkar, S., & Zhang, S. (2016). Earnings management surrounding M&A: Role of economic development and investor protection. *Advances in accounting*, 35, 207-215.
- Kouaib, A., & Jarboui, A. (2014). External audit quality and ownership structure: interaction



- and impact on earnings management of industrial and commercial Tunisian sectors. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 19(37), 78-89.
- Kriek, P. A., & Kayo, E. K. (2014). Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-17.
- Lehmann, N. (2016). The role of corporate governance in shaping accruals manipulation prior to acquisitions. *Accounting and Business Research*, 46(4), 327-364.
- Loch, M., Silva, J. C., Bueno, G., & Marcon, R. (2020). The Government as Shareholder and Principal-Principal Conflicts in the Brazilian Electric Power Industry. *Brazilian Business Review*, 17(1), 24-45.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of financial economics*, 74(1), 121-148.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7-17.
- Martins, O. S., & Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 33-45.
- Matsumoto, A. S., & Parreira, E. M. (2009). Uma pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: causas e conseqüências. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 10(1), 141-157.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100.
- Oliveira, R. M., Castro, J. J. S., & Queiroz, I. T. (2017). Impacto dos processos de fusões e aquisições na remuneração de executivos nas empresas listadas na BM&F Bovespa. *Anais do EnANPAD*, São Paulo, SP, Brasil, 41.
- Piccoli, P. G. R., Souza, A., & da Silva, W. V. (2014). As práticas de governança corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(22), 141-162.
- Prudêncio, P., Forte, H., Crisóstomo, V., & Vasconcelos, A. (2021). Effect of Diversity in the Board of Directors and Top Management Team on Corporate Social Responsibility. *Brazilian Business Review*, 18(2), 118-139.
- Rezende, G. P., & Nakao, S. H. (2012). Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 06-21.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of international business studies*, 31(3), 387-405.
- Shah, S. Z., Butt, S. A., & Hassan, A. (2008). Corporate governance and earnings management: an empirical evidence from Pakistani listed companies. *Europe Journal of Scientific Research*, 26, 624-638.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A suvery of corporate governance. *The Journal of Financial*, 52(2), 737-783.

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
- Silva, E. S., Kayo, E. K., & Nardi, R. Y. S. (2016). Governança corporativa e criação de valor em aquisições. *REGE-Revista de Gestão*, 23(3), 222-232.
- Silva, J. O. D., & Bezerra, F. A. (2010). Análise do gerenciamento de resultados e o rodízio de firmas de auditoria nas empresas de capital aberto. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(36), 304-321.
- Silva, J. O. da. (2010). *Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras*. (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Regional de Blumenau. Blumenau, SC, Brasil.
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & Santos, J. O. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 291-305.
- Steinberg, F., & Silva, A. L. C. (2009). Governança corporativa e ganhos de fusões e aquisições no Brasil. In: Figueiredo Pinto, A., & Motta, L. F. (Ed.). *Decisões de Investimentos*. Rio de Janeiro: Mauad X, v. 7, pp. 169– 190.
- Toigo, L. A., Chiarello, T. C., & Klann, R. C. (2014). Accruals discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(24), 65-84.
- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, 43(4), 445-481.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.