



UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ELAINE VITÓRIA DO NASCIMENTO CALAZANS

**EFEITO DE PARES: REAÇÃO DE MERCADO DAS COMPANHIAS PARES
DIANTE OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE EMPRESA DO SETOR**

Recife

2022

ELAINE VITÓRIA DO NASCIMENTO CALAZANS

**EFEITO DE PARES: REAÇÃO DE MERCADO DAS COMPANHIAS PARES
DIANTE OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE EMPRESA DO SETOR**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco – UFPE, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador (a): Prof. Dr. Giuseppe Trevisan Cruz

Recife

2022

ELAINE VITÓRIA DO NASCIMENTO CALAZANS

**EFEITO DE PARES: REAÇÃO DE MERCADO DAS COMPANHIAS PARES
DIANTE OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE EMPRESA DO SETOR**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco – UFPE, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em 25 de outubro de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Giuseppe Trevisan Cruz
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Vinícius Gomes Martins
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Dieison Casagrande
Universidade Federal de Santa Maria

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Calazans, Elaine Vitória do Nascimento.

EFEITO DE PARES: REAÇÃO DE MERCADO DAS COMPANHIAS
PARES DIANTE OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE EMPRESA DO SETOR /
Elaine Vitória do Nascimento Calazans. - Recife, 2022.
30, tab.

Orientador(a): Giuseppe Trevisan
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de
Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Ciências Contábeis -
Bacharelado, 2022.

1. Gerenciamento de Resultados. 2. Finanças. 3. Método Quase-
experimental. 4. Diferença-em-diferenças. 5. Fusões & Aquisições. I. Trevisan,
Giuseppe . (Orientação). II. Título.

650 CDD (22.ed.)

FOLHA DE APROVAÇÃO

ELAINE VITÓRIA DO NASCIMENTO CALAZANS

EFEITO DE PARES: REAÇÃO DE MERCADO DAS COMPANHIAS PARES DIANTE OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE EMPRESA DO SETOR

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco – UFPE, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em 25 de outubro de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Giuseppe Trevisan Cruz (Orientador)
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Prof. Vinícius Gomes Martins
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Dieison Casagrande
Universidade Federal de Santa Maria

RESUMO

A informação das demonstrações contábeis precisa estar livre de viés para auxiliar os seus usuários na tomada de decisão. Contudo, alguns gestores utilizam meios de alterar seus resultados financeiros de modo a influenciar a decisão do agente perante um cenário específico, como em operações de fusão e aquisição de empresas (M&A), o que aumenta os custos de agência e diverge do objetivo da Governança Corporativa. Diante desse cenário, o presente trabalho busca investigar se as empresas pares de capital aberto manipulam seus resultados através do Gerenciamento de Resultados quando há uma fusão ou aquisição de empresas dentro do mesmo setor. Para atingir o objetivo, a estratégia empírica explora variação temporal na fusão e aquisição de empresas pares num modelo de diferença-em-diferenças para estimar a resposta das empresas em termos de Gerenciamento de Resultados por atividades reais. Os resultados são robustos a diferentes especificações econométricas e trazem evidência de manipulação de informações contábeis perante um cenário de fusão e aquisição dentro do setor. Ademais, há evidências de efeitos negativos ou nulos em diferentes medidas de retorno. Os achados sugerem que as empresas adotam, em alguma dimensão, comportamento incongruente com as boas práticas de Governança Corporativa, pois promove maior desigualdade entre os interesses dos gestores (principal) e usuários da informação (agente), aumentando os custos de agência.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Efeito de Pares. Gerenciamento de Resultados.

ABSTRACT

To maximize agents' decision-making process, accounting information should accurately reflect corporate's market value and image. However, at certain times, managers often manipulate financial statements to influence agent behavior, thus increasing agency costs and diverging from good corporate governance practices. This work investigates if publicly traded companies make use of earnings management as a response to a M&A of peer firms, measured as firms sharing the same operating sector. The empirical strategy exploits variation in M&A of peer firms across time and employ a difference-in-differences research design to estimate the responses on earnings management through real activities. Our results are robust to different specifications and suggest that firms manipulate their accounting information, while presenting negative or no response on different return indexes. Our findings are consistent with deviation from good corporate governance practices of firms and increasing agency costs when peer firms experience M&A.

Keywords: Corporate governance. Peer Effect. Earnings Management.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística Descritiva.....	19
Tabela 2 – Resultados Principais MQO X Método Borusyak et al (2021).....	23
Tabela 3 – Resultado Inferencial ROA e ROE.....	24

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Bolsa de Valores do Brasil
DD	Diferença-em-Diferenças
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
5GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
M&A	Fusão ou Aquisição
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
ROA	Retorno sobre Ativos
ROE	Retorno sobre Capital

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1. PROBLEMA DE PESQUISA	11
1.2. JUSTIFICATIVA	11
1.3. OBJETIVOS	12
1.3.1. Objetivo Geral	12
1.3.2. Objetivos Específicos	12
2. REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DA AGÊNCIA	13
2.2. PEER EFFECTS (EFEITO DE PARES)	14
2.3. EARNINGS MANAGEMENT AND ACQUISITION (GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E AQUISIÇÃO)	15
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	17
3.1. DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	17
3.2. TIPO DE PESQUISA	17
3.3. COLETA E ANÁLISE DE DADOS	18
3.4. ESTATÍSTICA DESCRITIVA	18
3.5. MEDIDA DE GERENCIAMENTO DE RESULTADO	20
3.6. MODELO ECONOMETRICO	21
4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS	23
4.1. MQO X MÉTODO BORUSYAK ET AL 2021	23
4.2. ANÁLISE INFERENCIAL DO ROA E ROE	24
CONSIDERAÇÕES FINAIS	26
REFERÊNCIAS	27

1. INTRODUÇÃO

A contabilidade é uma ferramenta de suma importância no mercado financeiro. É através do auxílio dela que as demonstrações financeiras das empresas são elaboradas a fim de subsidiar os seus usuários na tomada de decisão (CPC 00 R2, 2019). Tendo em vista a finalidade da contabilidade, para que seus usuários sejam capazes de tomar decisões ótimas e, por conseguinte, adquirir o fim desejado, é extremamente importante que as informações e demonstrações publicadas sejam fidedignas à realidade empresarial.

Contudo, sabe-se que, por vezes, as informações divulgadas pelos empreendimentos não são condizentes com a realidade da companhia. Grandes escândalos financeiros foram divulgados a partir do século XX, como exemplo o caso da empresa norte-americana Enron e também aqui no Brasil com o Banco PanAmericano. Essas situações servem como modelos demonstrativos dos impactos causados na sociedade devido à prática de alterações de dados financeiros das organizações visando benefício próprio. Desse modo, inflar ou diminuir informações podem influenciar na toma de decisão dos usuários da contabilidade.

A Governança Corporativa (GC) foi uma ferramenta muito importante no cenário de controle e fiscalização das empresas, tendo o objetivo de aproximar os interesses dos gestores e acionistas, de modo a promover maior equidade entre as partes.

Entretanto, mesmo com as ferramentas de controle existentes, alguns gerentes de organizações têm a tendência de optar por empregar recursos que os beneficiam em detrimento dos acionistas. Geralmente, quando há tomada de controle de uma empresa do setor, os CFOs das empresas pares podem usar o Gerenciamento de Resultados (*Earnings Management*) para manipular seus demonstrativos a fim de se defenderem de uma aquisição hostil ou, em casos de aquisições amistosas, essa manipulação pode se dá através de maximização de recursos para atrair possíveis compradores. Ou seja, os pares sentem o impacto causado com a aquisição ocorrida no setor e é justamente essa reação de mercado nos pares que é o objeto deste trabalho de conclusão de curso.

Desse modo, durante a execução do presente trabalho, foram analisados dados com o intuito de aceitar ou rejeitar a seguinte hipótese: quando há a fusão ou aquisição (M&A) de empresas no setor, as firmas pares alteram seu comportamento gerencial optando por manipular suas informações contábeis e financeiras através do Gerenciamento de Resultados.

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

Conforme afirma FOROUGH et al. (2021), as ações e práticas de empresas pares podem influenciar o mercado ou transmitir informações induzindo as outras empresas de mesmo segmento a pôr em prática as mesmas ações. É com base nesse argumento de que as empresas pares têm a tendência de seguir o mesmo comportamento das organizações do setor que reside a problemática desta pesquisa.

Diante dos custos de agência que ocorrem entre acionistas e gestores, é importante investigar qual a reação de mercado nas empresas semelhantes quando uma empresa do setor é adquirida, seja em uma aquisição hostil ou não. Além disso, deve-se destacar que os pares podem recorrer a meios como o Gerenciamento de Resultados a fim de atender seu objetivo específico. Desse modo, busca-se responder: em um contexto de aquisição de empresa, as companhias pares de dentro do setor irão utilizar recursos como o Gerenciamento de Resultados de modo a manipular dados financeiros com o objetivo de atingir metas pessoais?

Para isso, utilizaremos informações empresariais de companhias listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3), de modo a discutir e analisar como as influências das ações dos gestores das empresas podem impactar o mercado no geral.

1.2. JUSTIFICATIVA

Essa pesquisa é relevante pelo fato de que há a possibilidade de identificar o impacto causado nos informativos financeiros de empresas pares quando acontece uma aquisição de empresa no setor. Desse modo, a análise dos dados obtidos permitiu realizar inferências de como o Gerenciamento de Resultados é utilizado pelas

companhias, de modo a satisfazer interesses próprios, e também como esse fenômeno impacta nas decisões dos *stakeholders*, visto que como as informações financeiras de organizações que usam o Gerenciamento de Resultados estarão alteradas, haverá viés. Ademais, a relevância deste trabalho está associada ao fato de que a literatura nacional concernente aos efeitos de pares sobre Gerenciamento de Resultados é bastante escassa. Desse modo, a pesquisa possibilita mais discussões e visibilidade para estes assuntos que são de suma importância, tendo em vista que informações financeiras viesadas impactam a sociedade em geral - mesmo que indiretamente - com a finalidade de subsidiar e instigar pesquisas futuras sobre o assunto.

1.3. OBJETIVOS

1.3.1. Objetivo Geral

O atual trabalho de conclusão pretende estimar a reação das firmas pares de capital aberto quando ocorre uma aquisição de empresa dentro do setor. Desse modo, foi investigado se após a operação de aquisição/fusão de empresa, as organizações pares a ela (empresas de um mesmo setor de atividade) utilizam o Gerenciamento de Resultados visando manipular seus dados a fim de impedir a tomada de controle ou não, aumentando os conflitos e custos de agência.

1.3.2. Objetivos Específicos

- Investigar, através da análise dos dados, como se dá o comportamento das empresas pares quando há aquisição/fusão de empresa de um mesmo setor;
- Verificar se o uso de Gerenciamento de Resultados nas demonstrações financeiras das empresas pares é utilizado como reação para aquisição amistosa ou não;
- Discorrer a respeito das consequências do uso de Gerenciamento de Resultados com a finalidade de manipular resultados.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DA AGÊNCIA

Em toda organização empresarial, para que ela funcione de forma eficiente, é necessária a adoção de um sistema no qual há o monitoramento, incentivo e controle através de relacionamentos entre as partes envolvidas. Uma ferramenta que ajuda as empresas nessa demanda é a governança corporativa (IBGC, 2009). Ela consiste em um conjunto de ações que visam auxiliar as firmas a manterem boas práticas empresariais por meio de princípios como Equidade, *Accountability*, Transparência e Responsabilidade. Desse modo, as práticas de GC servem como uma ponte entre a empresa e as partes interessadas a fim de protegê-los, trazer maior credibilidade e *compliance* (CVM, 2002).

A GC teve maior visibilidade por causa de grandes escândalos corporativos que surgiram a partir do século XX, sendo necessário vários países adotarem novas medidas de GC de modo a assegurar um ambiente mais confiável para os *stakeholders*. No Brasil, de modo a garantir uma melhor relação entre empresas e investidores, foi criado em 1995 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e posteriormente, em 2000, a Bolsa de Valores, a qual indicou diferentes níveis de práticas de governança, nos quais as empresas que apresentam os níveis mais altos de GC são firmas que passam maior credibilidade no mercado (SANTOS, 2019).

Com relação à Teoria da Agência, ela estuda os conflitos que existem entre o principal e seu agente, tendo como base que ambos buscam satisfazer seus interesses pessoais. Entretanto, nem sempre os interesses do principal estão de acordo com os do agente e é justamente nessa situação que ocorrem os conflitos (BEDICKS, 2009).

Nesse sentido, a GC surge como um instrumento de auxílio nos conflitos de agência, de modo a melhorar a relação entre proprietários e investidores, uma vez que se busca alinhar seus objetivos e minimizar os conflitos de agência. Ou seja, a adoção de conselho fiscal, auditoria interna, transparência, dentre outras ferramentas da GC, induzem as firmas a estarem em uma relação de maior equidade com as partes interessadas e isso diminui os conflitos que possam existir. O que se busca é,

justamente, que esses conflitos de agência continuamente sejam minimizados a fim de promover uma melhor relação de mercado entre os envolvidos.

2.2. PEER EFFECTS (EFEITO DE PARES)

A teoria do Efeito de Pares consiste no fenômeno em que as características e hábitos de um indivíduo ou grupo causam influência, seja ela positiva ou negativa, em outro indivíduo ou grupo próximo (JALES, 2010.). Isto é, tendo como suposição uma sala de aula, um aluno com alta habilidade em alguma disciplina específica pode influenciar o comportamento de outro(s) colega(s) da mesma turma, uma vez que possivelmente eles podem estudar juntos e o aluno habilidoso pode ensinar a matéria ao outro. Apesar de esse fenômeno ocorrer no âmbito educacional, ele pode ocorrer em qualquer outra ocasião, como nas relações familiares, entre colegas e até na esfera empresarial, na qual a tomada de decisão e ação de uma empresa pode interferir nas decisões de suas empresas pares influenciando na situação econômica delas.

Através desse tema, pode-se fazer um *benchmark* com os efeitos da GC, uma vez que os estudos de Fairhurst e Nam (2018) afirmam que as empresas que têm fraca GC comumente imitam seus pares. Ou seja, as firmas que têm o hábito de seguir as decisões e ações de suas empresas semelhantes geralmente têm um nível de GC mais baixo. Esse dado não é benéfico para empresa, tendo em vista que baixos níveis de governança aumentam os conflitos de agência, fazendo com que as decisões tenham vieses maiores.

Ainda tendo como base as evidências trazidas nas análises de Fairhurst e Nam (2018), eles indicam que nas empresas que não há uma gerência eficiente, os gerentes buscam tranquilidade e menores riscos à sua gestão através da imitação das empresas pares em questões financeiras, tendo em vista que o custo de possivelmente estragar sua reputação no mercado é grande.

Isso quer dizer que os gestores de empresas com baixo nível de governança tendem a optar por praticar as mesmas políticas financeiras de seus pares, tendo em vista o receio de perder sua reputação no mercado, uma vez que ela seja alta. Essa atitude é maléfica, já que apenas leva em consideração o lado do principal, além de que não gera diversidade no mercado e faz com que os gerentes permaneçam

acomodados por muito tempo. Ou seja, eles não se esforçam para promover melhores políticas financeiras e mantêm o mesmo posicionamento de seus pares devido ao medo de turbulências externas.

Diante disso, essas discussões são de suma importância, tendo em vista que a conclusão a que se chega é que empresas com alto nível de GC imitam menos seus pares e, conseqüentemente, os conflitos de agência são menores. Desse modo, as partes interessadas estão mais seguras no ambiente no qual estão submetidas, visto que os interesses pessoais, nesse cenário, são mínimos.

2.3. EARNINGS MANAGEMENT AND ACQUISITION (GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E AQUISIÇÃO)

Apesar de atualmente haverem meios de controlar e fiscalizar a transparência por parte das corporações, ainda há algumas práticas que aumentam os conflitos de agência entre os gerentes e os acionistas. Uma dessas práticas consiste no Gerenciamento de Resultados, ferramenta utilizada com a finalidade de manipular dados contábeis para conseguir um propósito pessoal que geralmente ocorre antes de uma data específica (ARDEKANI; YOUNESI; HASHEMIJOO, 2012). Isto é, o objetivo do Gerenciamento de Resultado é manipular as informações financeiras com o intuito de minimizar a transparência das demonstrações, o que pode induzir as partes interessadas a tomarem decisões equivocadas com base em dados alterados (RONEN; YAARI, 2008).

Vale destacar que o Gerenciamento de Resultados difere de fraude, uma vez que esta se caracteriza pela manipulação de informações financeiras com ausência de base nos regulamentos contábeis aceitos, isto é, ultrapassa os limites legais, enquanto que o Gerenciamento de Resultados altera dos dados contábeis, porém essa distorção está dentro dos limites consoantes com as regras contábeis vigentes (ZENDERSKY, 2005).

Um exemplo de medida de gerenciamento bastante discutida na literatura é o *accruals*, que é calculado basicamente através da subtração entre o lucro líquido e fluxo de caixa operacional líquido. O impasse com essa *proxy* é que os gestores a utilizam de forma discricionária de modo a atingir determinadas metas ou aumentar/

diminuir lucros (MARTINEZ, 2008). Outra medida de gerenciamento é por atividades reais, a qual é utilizada como metodologia na presente pesquisa.

Portanto, os CFOs usam algumas medidas para pôr o Gerenciamento de Resultados em prática. Seja pelo de aumento de ganhos/receita, seja através de alteração em métodos operacionais ou até por meio de estimativas, isso normalmente ocorre quando um exercício social está no fim, quando há alguma exigência contratual a cumprir ou também quando há a possibilidade de ocorrer uma operação de aquisição.

No presente trabalho, tem-se o entendimento de que o processo de aquisição ocorre quando há a transferência de controle de uma organização para outra, a qual a empresa compradora detém o poder acionário e tem influência nas decisões da companhia comprada. Há vários motivos para sobrevir uma aquisição de empresa. Seja pelo motivo de diversificação de mercado, seja para a empresa obter maior valor, essas operações podem causar efeitos nas empresas pares, dependendo da forma que a aquisição acontecer, isto é, por meio de uma aquisição hostil ou amistosa.

As aquisições hostis ocorrem quando a empresa que está sob ameaça de aquisição não tem a intenção de vender sua parte, porém, por insatisfação de acionistas e demais partes interessadas, as ameaças de aquisição vão aumentando e culminam finalmente em uma operação de M&A. Essa situação tem impacto direto nas empresas pares, tendo em vista que elas irão temer serem os próximos alvos.

As empresas pares, diante desse cenário, podem recorrer a estratégias diversas. Conforme os estudos realizados por Servaes e Tamayo (2014) sobre o impacto sofrido nos pares diante de uma tomada de controle, confirma-se que os pares mudam seu comportamento, através de corte de gastos de capital e aumento de alavancagem, assim diminuindo também os custos de agência. Além disso, alguns *peers* adotam mais defesas *takeover*.

Diante disso, há a possibilidade de que a reação de algumas empresas pares diante desse contexto seja o uso do Gerenciamento de Resultado como resposta *antitakeover*, uma vez que receiam ter o seu controle tomado por outra organização. O grande impasse dessa situação é que uma vez que adotam o *Earnings Management*, os conflitos de agência entre acionistas e gestores aumentam cada vez mais, levando-os a ter análises equivocadas e tomadas de decisão errôneas. Isto é,

os CFOs, em uma tentativa desesperada, atingem uma opção muito arriscada, uma vez que essa atitude pode aumentar sua ameaça de tomada de controle.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

A amostra da presente pesquisa se delimita na análise do comportamento financeiro de firmas pares de setor quanto à fusão e aquisição de empresas. Desse modo, busca-se investigar a resposta do Gerenciamento de Resultados em relação às operações de M&A de empresas pares de mesmo setor. Essa amostra foi escolhida por ser mais viável analisar as controladas de Holdings de capital aberto, uma vez que essas companhias precisam divulgar suas informações na B3, sendo possível o acesso de qualquer usuário a suas informações.

3.2. TIPO DE PESQUISA

O presente trabalho é composto pelos tipos de pesquisa descritiva e exploratória. De acordo com a visão de Gil (2002) sobre tipologia de pesquisa, ele considera que a de nível descritivo estabelece relações entre variáveis, bem como descreve características de um grupo ou fenômeno. Desse modo, foi utilizado o tipo descritivo levando em consideração que foi estabelecido relações entre diversas variáveis, além de conter a análise descritiva indicando aspectos da amostra estudada.

Ademais, foi usado o tipo exploratório, o qual proporciona maior conhecimento e entendimento sobre o assunto abordado, de modo a promover maior visibilidade para o mesmo. Com isso, busca-se fazer com que essa pesquisa possa instigar e despertar maior interesse nas áreas de Gerenciamento de Resultado e Efeito de Pares, visto que são assuntos com literatura nacional escassa.

Além disso, também foi feita uma pesquisa bibliográfica, através do estudo de artigos científicos sobre o assunto, livros, periódicos, dentre outros.

3.3. COLETA E ANÁLISE DE DADOS

A coleta de dados foi conduzida por meio da análise documental de bases secundárias, tendo em vista que houve pesquisa sobre as informações financeiras de Holdings listadas na Bolsa de Valores brasileira, através da consulta de Relatórios Anuais, Assembleias, etc., de modo a obter as informações necessárias acerca das empresas controladas e quais dessas controladas sofreram fusão e aquisição entre 2010 e 2020. Por conseguinte, foi elaborada uma base de dados contendo as empresas listadas na B3 no mesmo período com as seguintes informações: Ativo, Passivo, Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), Demonstração do Valor Adicionado (DVA), Setor e Segmento. Através dessa base de dados, foi possível identificar o setor das empresas pares às empresas que sofreram aquisição, bem como calcular diversas outras variáveis que serviram de auxílio para alcançar o resultado.

3.4. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

De modo a analisar o efeito causado nas empresas pares do setor diante de uma fusão/aquisição, selecionamos 167 controladas de Holdings no período de 2010 a 2020. Dessa amostra, verificamos quais as controladas têm capital aberto e estão listadas na B3. Posteriormente, é verificado quais controladas estavam na B3 e havia tido operação de fusão ou aquisição. Notamos que duas companhias, a Alpargatas S.A e Nova Transportadora Do Sudeste S.A, tiveram operações de aquisição no período analisado sendo dos setores de Consumo Cíclico e Petróleo, Gás e Combustível, respectivamente, de acordo com a Bolsa de Valores. Após a obtenção dessa informação, elaboramos uma base de dados com as empresas listadas na B3 a fim de realizar as estatísticas descritivas e análises inferenciais.

Para isso, foi criada uma variável *dummy*, em que o valor 0 indica a ausência de fusão/aquisição (grupo de controle), enquanto que o 1 indica a ocorrência de aquisição em firmas pares de mesmo setor (grupo de tratamento). A partir disso, é possível elaborar a análise descritiva das empresas pares do mesmo setor. A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas para as principais variáveis utilizadas.

Tabela 1 - Estatística Descritiva

	Grupo de Tratamento		Grupo de Controle	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
ROA	-0,033	0,307	0,019	0,178
ROE	-0,000	0,436	0,144	0,327
Ativo total	9.014	76.343	4.686	7.632
Passivo total	8.993	76.251	4.696	7.598
Despesas administrativas	0,067	0,443	0,074	0,151
Despesas com vendas	0,123	1,093	0,100	0,398
Despesas financeiras	0,182	1,969	0,154	0,372
IRCS	0,060	0,691	0,044	0,095
Custo de produção	1.123	11.208	0,882	2.285
Gerenciamento de resultado	0,677	0,855	8,890	9,923
Setor B3: Bens Industriais	0,000	0,000	0,400	0,490
Setor B3: Consumo Cíclico	0,925	0,264	0,000	0,000
Setor B3: Consumo não Cíclico	0,000	0,000	0,216	0,411
Setor B3: Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,075	0,264	0,000	0,000
Setor B3: Utilidade Pública	0,000	0,000	0,384	0,486

Fonte: elaborado pelo autor

Verifica-se que a média do ROA (Retorno sobre Ativos) das empresas dos setores que não sofreram fusão ou aquisição é 1,9%, enquanto que nos setores que houveram fusão/aquisição o resultado médio foi - 3,3%. Levando-se em consideração que o indicador analisa os retornos que uma companhia tem em relação aos seus ativos, o valor médio negativo do ROA das empresas do grupo de tratamento faz sentido, tendo em vista que o valor médio de ativo das empresas dos setores que tiveram aquisição é bem maior do que das empresas dos setores que não sofreram a operação de M&A. Quanto ao ROE, que representa o retorno sobre o capital, no grupo de controle o valor médio é 14,4%, já no tratamento a média é bem menor e negativa. Visto que quanto maior o valor do ROE, melhor é a situação financeira da firma, o resultado médio do grupo de tratamento pode indicar que as companhias dos setores que tiveram aquisição ou fusão possivelmente podem ter utilizado manobras nos seus resultados financeiros.

Entretanto, é válido destacar que essa análise é de cunho apenas da estatística descritiva, isto é, tem a finalidade de coletar, organizar e descrever dados, enquanto que a estatística inferencial fica com a responsabilidade de analisar e interpretar os dados observados (SILVA; FERNANDES; ALMEIDA, 2015). Com isso,

faz-se necessário o uso da Estatística Inferencial para tirar conclusões a respeito do assunto abordado. Outro ponto a se destacar é que foram selecionados os setores das empresas da B3 que são semelhantes ou têm relação com os setores das empresas que tiveram operação de M&A para que a comparação seja feita de forma mais “justa”. Desse modo, os setores considerados na amostra são: Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Utilidade Pública e Petróleo, Gás e Biocombustíveis. Conforme a análise descritiva, nota-se que no grupo de tratamento o setor predominante é Consumo Cíclico, enquanto no grupo de controle se sobressai as empresas do setor Bens Industriais.

3.5. MEDIDA DE GERENCIAMENTO DE RESULTADO

No presente trabalho foi usada a medida de Gerenciamento de Resultado por meio de atividades reais, que consiste nos desvios executados pelos gestores nas ações normais da operação da empresa com a finalidade de demonstrar para as partes interessadas que os objetivos e metas da firma foram alcançados no ciclo operacional. Essas práticas não alteram o valor da empresa, mas manipulam a informação de modo a fazer com que as demonstrações financeiras divulguem informações que os *stakeholders* estão interessados.

Com isso, os gerentes das firmas podem manipular informações, como receita de vendas, reduzir despesas discricionárias, além de supervalorizar o estoque e provocar queda no custo da mercadoria, com o intuito de aumentar o lucro. Essas manipulações vão depender do objetivo que cada gestor busca alcançar, ou seja, ele pode melhorar ou piorar o desempenho de uma firma, caso ele esteja visando ou não uma operação de fusão ou aquisição.

Há diferentes abordagens para mensurar o Gerenciamento de Resultados, contudo nesta pesquisa optou-se por utilizar a regressão estimando os custos de produção e as despesas discricionárias conforme estudos de Roychowdhury (2006), através dos modelos que seguem:

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{R_t}{A_{t-1}} \right) + u_t, (1)$$

$$\frac{DISC_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{R_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + u_t, (2)$$

Nas quais:

PRODt: custo de produção no ano t;

DISCt: despesas discricionárias no ano t;

At-1: ativos totais no ano t-1;

Rt: receita de vendas no ano t;

u_t : termo de erro.

Portanto, os custos de produção e despesas discricionárias foram medidos através das equações acima. De acordo com a equação (1), quanto maior o termo de erro, maior é a quantidade de estoque e, conseqüentemente, maior o lucro. Por sua vez, quanto maior o termo de erro da equação (2), as despesas discricionárias das empresas são diminuídas, de modo a aumentar o lucro. Portanto, a variável de interesse que mede o Gerenciamento de Resultados é obtida como uma soma algébrica dos resíduos provenientes das equações (1) e (2) (ZANG, 2012).

3.6. MODELO ECONOMETRICO

Para estimar a relação de interesse, é utilizado um modelo de regressão linear que considera as características longitudinais dos dados. A regressão linear é um método econométrico que consiste no estudo da influência de características observáveis sobre o comportamento de um indicador. Desse modo, utiliza-se um modelo estatístico para entender essas relações entre variáveis, considerando que há uma parcela de informações que pode não ter sido observada pelo pesquisador, isto é, um termo de erro.

É utilizado o modelo de econometria de efeito fixo de tempo e de empresa. Essa metodologia é escolhida uma vez que ela possibilita melhor manipulação e análise da amostra, tendo em vista que ela promove melhor controle das características fixas das empresas, proporcionando mais homogeneidade na amostra e fazendo com que o resultado obtido seja comparável. Com o objetivo de investigar a resposta nos indicadores de Gerenciamento de Resultados de firmas listadas na

Bolsa de Valores do Brasil que são pares daquelas que sofreram M&A, utiliza-se o seguinte modelo econométrico:

$$Y_{te} = \beta_0 + \beta_1 M\&A_{te} + \delta_t + \delta_e + u_{te}, \quad (3)$$

onde Y_{te} representa os índices de Gerenciamento de Resultado e de retorno. A variável binária $M\&A_{te}$ indica a ocorrência de aquisição/fusão ou não de uma empresa dentro do setor. Ademais, o δ_t representa o efeito fixo de tempo (trimestre-ano) e o δ_e indica o efeito de fixo de empresa. O termo u_{te} mensura a parcela de erro da regressão, isto é, as variáveis que não são observáveis pelo pesquisador. O parâmetro de interesse é o β_1 , que indica o efeito médio de tratamento sobre as empresas que sofreram o choque setorial. Para inferência estatística, os erros são clusterizados ao nível da empresa e robustos à heterocedasticidade.

O modelo proposto assume características de um modelo de Diferença-em-Diferenças (DD), pois captura a variação de $M\&A_{te}$ entre empresas distintas e em momentos distintos. Contudo, alerta-se que o parâmetro de interesse pode não estar medindo o efeito médio de tratamento devido à possibilidade de comportamento endógeno decorrente da aquisição das empresas. Por exemplo, pode ser que a aquisição tenha ocorrido nessas empresas porque elas já apresentavam melhores práticas de governança. Uma vez que não é possível resolver uma série de problemas decorrentes de autosseleção, o modelo DD busca mitigar a influência dessas características não-observáveis. Como robustez dos resultados, são apresentadas estimativas alternativas do parâmetro de interesse pelo método proposto por Borusyak et al (2021), que leva em consideração no cálculo dos efeitos as diferentes entradas no tratamento ao longo do tempo.

4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1. RESULTADOS SOBRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Para verificar o efeito das firmas pares perante uma fusão/aquisição no setor através do uso de Gerenciamento de Resultados, foram testadas as regressões lineares através do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e pelo método de Borusyak et al (2021), conforme segue na Tabela 2. A primeira coluna indica o resultado com o MQO desconsiderando as variáveis de controle. Na segunda coluna, leva-se em consideração as variáveis de controle Ativo total, Passivo total, Despesas administrativas, Despesas com vendas, Despesas financeiras, IRCS e Custo de produção com o MQO. A terceira e quarta coluna mostram o resultado da regressão pelo método proposto por Borusyak et al (2021), sendo a terceira coluna sem as variáveis de controle e a quarta considerando essas variáveis.

Tabela 2 - Resultados Principais MQO X Método Borusyak et al (2021)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Gerenciamento de resultado	Gerenciamento de resultado	Gerenciamento de resultado	Gerenciamento de resultado
M&A	0,029*** (0,008)	0,025*** (0,008)	0,028*** (0,008)	0,024*** (0,008)
Ativo total		0,011 (0,013)		
Passivo total		-		
Despesas administrativas		-0,013*** (0,003)		
Despesas com vendas		-0,005*** (0,002)		
Despesas financeiras		-0,002 (0,002)		
IRCS		-0,001 (0,001)		
Custo de produção		0,004** (0,002)		
R-quadrado	0,999	0,999		
Observações	11.988	11.968	11.979	11.959

Erros padrão em parênteses

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Nota: coeficientes das variáveis de controle pelo método Borusyak et al 2021 não foram reportados

Fonte: elaborado pelo autor

Diante do resultado obtido e demonstrado na Tabela 2, nota-se que o efeito da aquisição (coeficiente da variável M&A) é positivo e significativo, isto é, o p-valor é menor que 1%, que indica maior evidência do resultado. Ademais, o resultado demonstra-se bastante insensível quando incluídas variáveis de controle (coluna 2). As colunas 3 e 4 reportam as estimativas do efeito de interesse obtidas pelo método proposto por Borusyak et al (2021). Os efeitos estimados são estatisticamente significantes e apresentam uma magnitude similar aos obtidos pela abordagem tradicional. Desse modo, os resultados sugerem que existe uma manipulação de demonstrativos financeiros com o uso de Gerenciamento de Resultado pelas firmas pares quando há uma operação de fusão ou aquisição dentro do setor. Outro ponto válido a ser destacado é que o fato de as regressões lineares serem mensuradas por dois métodos diferentes, isto é, o MQO e o método de Borusyak et al (2021), tem o objetivo de demonstrar a robustez do parâmetro de interesse. O resultado é considerado robusto quando a análise do parâmetro de interesse através de diferentes métodos de mensuração ocasiona em um valor semelhante. Com isso, destaca-se que o resultado do presente trabalho é robusto, tendo em vista que o valor da variável de interesse é semelhante.

4.2. RESULTADOS SOBRE MEDIDAS DE RETORNO DAS EMPRESAS

Além da análise por Gerenciamento de Resultado, investiga-se a reposta das empresas pares com foco em índices fundamentalistas ROA e ROE a fim de validar o resultado obtido na subseção anterior.

Tabela 3 - Resultado Inferencial ROA e ROE

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROE	ROE
M&A	-0,010 (0,014)	-0,009 (0,012)	-0,047** (0,024)	-0,043* (0,022)
R-quadrado	0,457		0,326	
Observações	12.254	12.257	12.244	12.248

Erros padrão em parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: elaborado pelo autor

A Tabela 3 mostra as estimativas da relação entre a M&A e as medidas de retorno, sendo apresentados na primeira (terceira) e segunda (quarta) colunas os coeficientes estimados pelos métodos MQO e Borusyak et al (2021), respectivamente.

Diante do resultado acima, infere-se que há indícios de que as firmas apresentam um pior retorno sobre o ativo e sobre o capital, uma vez que ambos são negativos. Contudo, nota-se que, em relação ao ROA, não há diferença de resultado entre as firmas tratadas e de controle. Dessa forma, há uma justificativa para as empresas usarem o Gerenciamento de Resultado como alternativa para manipular as demonstrações financeiras diante de uma situação de M&A. Vale destacar que as estimativas são robustas, o que reforça a hipótese de que as firmas parecem se utilizar de Gerenciamento de Resultados para alterar suas demonstrações financeiras perante operações de aquisição/fusão amistosas ou não.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi investigar qual a reação de mercado das empresas pares de um setor quando ocorre fusão ou aquisição de uma empresa de dentro do setor. Com base nos resultados - através da análise de Gerenciamento de Resultado por atividades reais, bem como análise adicional de índices fundamentalistas ROA e ROE -, a hipótese de pesquisa é corroborada, uma vez que se verifica que as empresas pares utilizam o Gerenciamento de Resultado para manipularem suas informações de âmbito financeiro quando ocorre uma operação de fusão/aquisição com empresas de dentro do setor, seja essa aquisição hostil ou amistosa.

Desse modo, foi investigado qual a reação de mercado das empresas pares diante de uma M&A dentro do setor e considera-se que as firmas fazem uso de meios como o Gerenciamento de Resultados para manipularem suas informações perante uma aquisição/fusão amistosa ou não. Contudo, vale destacar que o uso dessa prática não é benéfico, tendo em vista que a divulgação de dados financeiros manipulados influencia e enviesada a tomada de decisão dos usuários da informação contábil-financeira, aumentando os custos de agência, o que deixa a relação do principal e do agente desigual. Devido a isso está a importância da Governança Corporativa.

Como sugestão de pesquisas futuras na área, tem-se a indicação de trabalhos voltados para a análise de outras *proxies* além do Gerenciamento de Resultados, considerando-se a importância dessa discussão que é tão pouco abordada no âmbito nacional. Além disso, pode-se ampliar a pesquisa para outros setores, a depender do tipo de metodologia abordada em futuros trabalhos relacionados à área.

REFERÊNCIAS

ARDEKANI, Aref Mahdavi; YOUNESI, Nejat; HASHEMIJOO, Mohammad. **Acquisition, Earnings Management and Firm's Performance: Evidence from Malaysia**. Journal of Business Studies Quarterly, 2012, v. 4, n. 1, p. 91-110. ISSN 2152-1034.

BEDICKS, Heloisa. **Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

Borusyak, K. Jaravel, X. & Spiess, J. **Revisiting Event Study Designs, with an Application to the Estimation of the Marginal Propensity to Consume**. Working Paper, (2021). SSRN.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (2019). PRONUNCIAMENTO TÉCNICO CPC 00 (R2). Disponível em: < <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>>. Acesso em: 06 jul. 2022.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Disponível em: < <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 28 jun. 2022.

FAIRHURST, Douglas; NAM, Yoonsoo. **Corporate Governance and Financial Peer Effects**. v. 49, n. 1, pág. 235-263, 2018.

FOROUGH, Pouyan et al. **Peer Effects in Corporate Governance Practices: Evidence from Universal Demand Laws**. The Review of Financial Studies. Vol. 00, n. 0. 2021, p. 1–36.

GIL, A. C. **Como elaborar projeto de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo, SP: IBGC, 2009.

JALES, Hugo Borges. **Peer Effects na Educação no Brasil. Evidência a partir dos dados do SAEB**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas. Escola de Economia de São Paulo, 2010.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP. Vol. 19, n. 46. Jan – Abr. 2008, p 7-17. ISSN: 1519-7077. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=257119525002>. Acesso em: 05 jul. 2022.

RONEN, J. YAARI, V. **Earnings Management: Emerging Insights in Theory Practice**. January, 2008. ISBN: 978-0-387-25769-3.

ROYCHOWDHURY, S. **Earnings management through real activities manipulation**. Journal of Accounting and Economics, 2006. 42(3), 335–370. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>. Acesso em: 17 set. 2022.

SANTOS, Milena Rayane Lopes dos. **OS HONORÁRIOS DE AUDITORIA SÃO AFETADOS PELA DUALIDADE DO CEO? UM ESTUDO NO CENÁRIO BRASILEIRO. 2019**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2019.

SERVAES, Henri; TAMAYO, Ane. How Do Industry Peers Respond to Control Threats?. **MANAGEMENT SCIENCE**. Vol. 60, n. 2, February 2014, p. 380–399. ISSN 0025-1909.

SILVA, E. L. da. MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 4. ed. rev. atual. Florianópolis: UFSC, 2005.

SILVA, Jorge Luiz. De Castro e; FERNANDES, M Wilda; ALMEIDA, Rosa Livia Freitas de. **Estatística e Probabilidade**. 3. ed. Fortaleza: EdUECE, 2015. 125 p. ISBN 978-85-7826-439-0.

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. **The Accounting Review**, 87(2), 675–703.

ZENDERSKY, Humberto Carlos. **Gerenciamento de Resultados em Instituições Financeiras no Brasil - 2000 a 2004. 2005.** 134 fls. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba, da Universidade Federal de Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande.