FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

LEANDRO DO NASCIMENTO SANTOS

IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADO EM PERÍODOS PRÉ E PÓS FUSÕES E AQUISIÇÕES

VITÓRIA

2019

LEANDRO DO NASCIMENTO SANTOS

IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADO EM PERÍODOS PRÉ E PÓS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Antonio Bezerra

VITÓRIA

2019

LEANDRO DO NASCIMENTO SANTOS

IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADO EM PERÍODOS PRÉ E PÓS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, na linha de pesquisa gerencial.

Aprovada em 09 de agosto de 2019

COMISSÃO EXAMINADORA

_____

Prof. Dr. FRANCISCO ANTONIO BEZERRA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

_____

Prof. Dr. Olavo Venturim Caldas
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

_____

Prof. Dr. Newton Paulo Bueno
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

A Deus pelo o encerramento desse ciclo.

Aos meus pais e irmãos, a todos os meus amigos que estão sempre comigo nessa jornada.

Agradeço em especial a Luciana e Daniel que caminharam junto comigo nesse mestrado, o apoio de vocês foi fundamental para aliviar o peso nessa jornada, nosso vai e vem nos aeroportos e rodoviárias, os risos e lágrimas, ora de felicidade, ora de desespero por várias situações adversas que nos aconteciam. Saibam! Cada ida e vinda de Vitória não seria tão boa, leve e divertida sem a companhia de vocês.

De forma muito especial ao meu orientador Prof. Dr. Francisco Antônio Bezerra que não mediu esforços para me orientar, seu apoio foi fundamental para a finalização desse trabalho. A todos os meus professores do mestrado que de forma brilhantes contribuíram para meu aprendizado e toda Fucape em sua estrutura de atendimento, em especial as “meninas” da biblioteca por ser tão atenciosas e prestativas no envio dos artigos.

Aos meus colegas de turma de mestrado pelo convívio e alegrias de cada encontro.

De forma carinhosa, agradeço aos amigos que a vida me deu e que sempre acreditaram em mim, Tânia Bomfim, Ricardo, Telma, Claudinea, Chacauana, Diego, Rubson, Pedro, Simone e Eliana Lane e Vânia. Aos demais, que não estão citados aqui, meus agradecimentos de coração.

“Depois de escalar uma grande montanha se descobre que existem muitas outras montanhas para escalar“.

(Nelson Mandela)

RESUMO

A pesquisa teve como objetivo verificar se os níveis de governança corporativa interferem no nível de gerenciamento de resultado em períodos que precedem ou sucedem as transações de F&A nas empresas listadas na B3 que fizeram anúncios e encerramento de operações no período de 2011 a 2016 contidas nos boletins elaborados pela ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. A pesquisa é descritiva com abordagem quantitativa e utilizou base de dados secundários. A análise de regressão múltipla (GLS), tendo como variável dependente *accruals* discricionários 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 *accruals* discricionários. Contudo, foram encontradas médias negativas de accruals discricionários em períodos que precedem e sucedem os anúncios de F&A. Esperava-se que as empresas 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), menos será o número de ações que deverá ser emitida para adquirir a empresa alvo.

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

ABSTRACT

The objective of this research was to verify whether the levels of corporate governance interfere in the level of results managing in periods that precede or succeed the M&A transactions in the companies listed in the B3, which made announcements and closing of operations in the period between 2011 and 2016; present in the bulletins elaborated by ANBIMA – Brazilian Association of Entities of Financial Markets and Capitals. This descriptive research used quantitative approach as a secondary database. The analysis of multiple regression (GLS), which has as dependent variable discretionary *accruals* in preannouncement and post announcement periods of M&A, did not present significant evidences on the influence of corporate governance in the result managing when associated with the period and the type of payment of the shares. Regarding the variable new market and corporative governance level 2, it showed a statistically meaningful relation with discretionary *accruals*. Although, we found averages of negative *accruals,* in preannouncement and post announcement periods of M&A. It was expected that the purchasing companies, which used shares as payment, cooked the books to show more profits, because the higher the price of the purchasing company's share on the date of the deal (purchase), the lower the number of shares that would need to be issued in order to acquire the target company.

Keywords: Merger and Acquisition; result managing; corporate governance.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: F&A no Brasil, com dados da ANBIMA de 2011 a 2016.....35
Tabela 2: Definição das variáveis.....48
Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis – F&A 2011 a 2016 50
Tabela 4: Matriz de correlação entre as variáveis.....52
Tabela 5: Estimativa das regressões propostas - GLS 54

LISTA DE SIGLAS

AD	*Accruals* Discricionários
Alav	Alavancagem
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ConcProp	Concentração de propriedade
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DivLiq	Dívida líquida
F&A	Fusões e Aquisições
GLS	Mínimos Quadrado Generalizado
IBCG	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	International Financial Reporting Standard
MQO	Mínimos Quadrado Ordinários
RTM	Remuneração Total Média
RVM	Remuneração Variável Médi
Tam	Tamanho da empresa
TamRel	Tamanho relativo do negócio
TSE	Tokyo Stock Exchange

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 10
Capítulo 2 15
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA 15
2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADO 15
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA 19
2.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A) 23
2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA X GERENCIAMENTO DE RESULTADOS X F&A 25
2.4.1 Desenvolvimento da hipótese **30**
Capítulo 3 33
3 METODOLOGIA 33
Capítulo 4 50
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES 50
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA 50
4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO 52
4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO 54
Capítulo 5 60
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 60
REFERÊNCIAS 63
APÊNDICES ..... **Erro! Indicador não definido.**
APÊNDICE A – Accruals discrcionários modelo KS (1995) empresas que realizaram F&A no período de (2011 A 2016). 69
APÊNDICE B - Estatística descritiva dos accruals KS período 2011 a 2016. 70
APÊNDICE C - Lista das empresas que compuseram a amostra e ralizaram F&A com pagamento em dinheiro. 71
APÊNDICE D - Lista das empresas que compuseram a amostra e ralizaram F&A por intermédio de ações. 73
ANEXOS ..... **Erro! Indicador não definido.**
ANEXO A – Requisitos para adesão ao novo mercado. 75
ANEXO B – Requisitos para adesão ao nível 2. 76
ANEXO C – Requisitos para adesão ao nível 1. 77

Capítulo 1

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).

Pesquisas nacionais e internacionais que analisaram a relação entre governança corporativa e a intervenção proposital de gestores na manipulação ou gerenciamentos de resultados contábeis corroboraram com evidências de que boas práticas de governança corporativa pode ser um fator explicativo para diminuir a propensão de empresas gerenciarem seus resultados (Barros, Soares, & Lima, 2013).

A governança corporativa está relacionada aos mecanismos que buscam minimizar os comportamentos inadequados dos gestores que possam prejudicar o retorno dos investimentos dos proprietários. 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).

Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) (2018), “o volume dos anúncios de operações de fusões e aquisições, ofertas públicas de aquisições de ações e reestruturações societárias alcançou o montante de R$ 911,8 bilhões nos seis anos compreendidos entre 2011 e 2016”. Em todo o ano de 2016, o volume dos anúncios chegou a R$ 179,2 bilhões.

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 (Silva, Kayo, & Nardi, 2016; Camargos & Barbosa, 2015; Ferreira, Santos, Nazareth, & Fonseca, 2013) 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 oportunísticas de gestores nas ações de gerenciar resultados (Barros et al., 2013). Lehmann (2016) apresenta um contraponto em relação às pesquisas que comumente assumem que a governança corporativa possui mecanismos inibidores do gerenciamento de resultado, ele 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.

Sobre estudos no Brasil que buscaram identificar a manipulação de acumulação discricionária por empresas adquirentes em período de pré-anúncios de F&A só se tem conhecimento do estudo de Toigo, Chiarello e Klann (2014). No entanto, essa pesquisa se diferencia do estudo mencionado nos seguintes aspectos: (i) o período e a amostra do estudo é maior e atualizada até 2018, (ii) analisa empresas adquirentes por grupos de pagamentos (troca de ações e dinheiro), (iii), busca captar possíveis comportamentos oportunísticos dos gestores na manipulação de *accruals* das empresas adquirentes (iv) utiliza como proxy principal de estudo os níveis de governança corporativa e sua interferência no gerenciamento de resultados das empresas adquirentes, objeto do estudo realizado por Lehmann (2016), (v) o período para medir e detectar a manipulação dos accruals em torno dos anúncios, foi adotado das pesquisas de Botsari & Meecks (2008) e Lehmann (2016), (vi) foi utilizada variáveis de controle no modelo da regressão, visando diminuir o termo de erro que enviesassem os resultados.

O trabalho está estruturado em 5 capítulos. O capítulo 1 apresenta a introdução. O capítulo 2 apresenta o referencial teórico, que dá sustentação teórica ao desenvolvimento do trabalho. O capítulo 3 apresenta a metodologia de pesquisa utilizada, classificando a tipologia da pesquisa, bem como, descreve-se: a população, a amostra, a forma de coleta de dados, análise dos dados, modelos e variáveis da pesquisa. No capítulo 4 é apresentada a discussão e análise dos

principais resultados encontrados. No capítulo 5 são apresentadas as considerações finais sobre o trabalho.

Capítulo 2

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADO

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, 2007; Silva, 2010; Silva & Bezerra, 2010; Rezende & Nakao, 2012; Barros, Menezes, Calauto, & Teodoro, 2014).

Rodrigues, Paulo e Carvalho (2007, p.217) afirmam que no Brasil a expressão gerenciamento de resultados **"**é utilizada para indicar um conjunto de práticas adotadas por gestores e contadores com o intuito de obter os resultados contábeis desejados, as quais, normalmente, decorrem de manipulações que estão dentro dos limites legais".

Martinez (2001) define gerenciamento de resultados a partir dos conceitos encontrados nos estudos de Schipper (1989) e Healy e Wahlen (1999). Ocorre o gerenciamento de resultados quando os gestores usam seu poder de juízo na publicação de informações e na organização de transações para modificar os relatórios financeiros, seja para alterar a percepção dos *stakeholders* sobre a *performance* econômica da companhia, ou para atender contratos que dependam de números contábeis (Healy & Wahlen, 1999).

De acordo com Schipper (1989), o gerenciamento de resultados é uma intervenção proposital (intencional) dos gestores no procedimento de divulgação das demonstrações financeiras, com o propósito de alcançar benefício particular. Essas ações deturpam as informações apresentadas nas demonstrações contábeis, influenciando em suas análises e no processo de alocação de recursos (Rodrigues, Paulo, & Carvalho, 2007).

De acordo (Martinez & Cardoso, 2009, p.14) “o gerenciamento de resultados como escolhas de práticas contábeis ou decisões operacionais com o propósito de elaborar relatórios e divulgar números contábeis diferentes dos que seriam preparados e divulgados sem a adoção de tais julgamentos ou práticas”.

Segundo Healy e Wahlen (1999) a definição que se enquadra no objetivo de gerenciar ganhos, é a de enganar os *stakeholders*, partes interessadas, (ou alguma classe de *stakeholders)* sobre o desempenho econômico subjacente da empresa. Isso pode ocorrer quando os gerentes acreditam que as partes interessadas não detectarão o gerenciamento de resultados, ou quando gestores têm acesso às informações privadas (que não estão disponíveis para as partes externas).

Naturalmente, os gerentes também podem usar o julgamento contábil para fazer relatórios financeiros mais informativos para os usuários. Por exemplo, alguns argumentam que as empresas que usam o julgamento contábil para subavaliar os ganhos, fazem isso para sinalizar que eles têm fortes perspectivas futuras. Além do que, gerentes podem usar o julgamento de relatórios financeiros para torná-los mais informativos com o intuito de superar as limitações dos padrões contábeis atuais (Healy & Wahlen, 1999).

Em relação a custos e benefícios, Healy e Wahlen (1999), enfatizaram que potenciais custos podem surgir decorrentes da má alocação de recursos no

gerenciamento de ganhos. Já os benefícios, incluem potenciais melhorias na comunicação de informações privadas para partes externas interessadas, aumentando assim, a credibilidade nas ações dos gerentes. Nessa perspectiva, Healy e Wahlen (1999), estruturaram suas discussões sobre as evidências de gerenciamento de resultados em torno de quatro questões:

i. quais motivos corroboram para o gerenciamento de resultados?

ii. quais tipos de *accruals* parecem ser mais gerenciados e quais não são?

iii. qual a magnitude e a frequência do gerenciamento de resultados? e;

iv. quais são as consequências econômicas, se houver o gerenciamento de resultados?

Respostas a estas perguntas podem ajudar os normatizadores a avaliar o impacto da ação de julgamento dos gestores sobre os padrões contábeis. Se houver áreas identificáveis onde o gerenciamento de resultados é comum e tem efeito significativo sobre os ganhos e a alocação de recursos, os normatizadores podem considerar maneiras para aperfeiçoar os padrões contábeis existentes e expandir os requisitos de divulgação para aprimorar relatório financeiro (Healy & Wahlen, 1999).

Algumas causas que contribuem para gestores se envolverem em gerenciamento de resultados:

(i) o desejo de manter o cargo, mesmo que isso resulte em comprometer a qualidade dos resultados contábeis reportados;

(ii) a pressão de acionistas por resultados cada vez maiores e melhores, bem como o anseio de atrair novos investidores e acionistas;

(iii) a ambição de obter bônus significativos (compensação), ainda que isso resulte em sacrifício futuro para a empresa. (Martinez, 2001, p.1).

Martinez (2008) aponta para o comprometimento da qualidade da informação contábil decorrente do gerenciamento de resultado que pode gerar sérias ineficiências alocativas entre empresas, assim como provocar distribuições de riquezas injustificáveis, com consequências danosas para o incipiente mercado de capitais brasileiro.

Outra definição importante é o de *accruals*. Para Martinez (2008, p. 08) "*accruals* é a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Sendo assim, *accruals* seriam todas as contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação no caixa". Martinez acrescenta que nada de errado existe no registro de *accruals*, pois o objetivo é medir o lucro no seu sentido econômico, aquele que representa aumento na riqueza patrimonial da entidade, independente da movimentação no caixa.

O uso do poder discricionário do gestor no aumento ou diminuição dos *accruals* com objetivo de manipular o lucro decorre da prática conhecida de **gerenciamento de resultado**. Healy e Whalen (1999) apontam as principais motivações para o gerenciamento de resultados, definidos da seguinte forma:

(i) **Ofertas públicas**: *Window dressing*, melhora a aparência do desempenho dos relatórios financeiros antes de uma IPO ou oferta secundária de ações para atrair melhores avaliações;

(ii) **Compensação executiva**: Aumento dos ganhos reportados para aumentar os bônus do executivo;

(iii) **Passivos financeiros**: cumprimento das exigências financeiras em *covenants* de empréstimos;

(iv) **Regulação**: Reduzir os custos de regulação ou aumentar os benefícios regulatórios.

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.

De acordo Martinez (2008, p. 11) o modelo de Kang e Sivaramakrisnan (KS) “inclui as despesas operacionais na regressão, bem como trata das contas a receber para evitar eventuais problemas associados à manipulação nas receitas. E, para corrigir o problema de simultaneidade, é empregada a metodologia de variáveis instrumentais”.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

No mundo empresarial, sempre que houver uma divisão de propriedade e de gestão existirá um ambiente propício ao conflito de interesse entre gestores e proprietários. A teoria da agência explica que o conflito de agência está baseado no fato dos investidores, proprietários, não estarem diretamente envolvidos com a administração da empresa o que pressupõe a contratação de gestores que trabalhem para maximizar o retorno dos investimentos dos proprietários e, sobretudo, alinhados aos seus interesses (Bortolon, Sarlo Neto, & Santos, 2013; Sonza & Kloecner, 2014; Zheka, 2005). Nesse sentido, Shleeifer e Vishny (1997) afirmam que a governança corporativa está relacionada aos mecanismos que buscam minimizar os comportamentos inadequados dos gestores que possam prejudicar o retorno dos investimentos dos proprietários. Dessa forma, a ideia

subjacente da governança corporativa conforme Shleeifer e Vishny (1997) 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.

Os agentes que estão dentro das corporações não necessariamente agem visando sempre o melhor interesse dos provedores de fundos (Sonza & Kloecner, 2014). Dessa forma, as condutas definidas por uma boa governança corporativa são concebidas para: (i) minimizar os problemas de conflitos de agência decorrente da separação da propriedade e controle de uma empresa, (ii) proteger os interesses de todas as partes interessadas, (iii) melhorar o desempenho e eficiência e; (iv) assegurar que os investidores tenham garantido o retorno sobre seus investimentos (Chen, Yue, & Dongwei, 2009).

Diversos estudos que analisaram a governança corporativa buscou relacionar os atributos de governança com o desempenho econômico-financeiro das companhias. Na maioria, o objetivo desses estudos foi apresentar como os mecanismos de governança corporativa têm influência sobre o desempenho das empresas (Chen et al., 2009; Macedo & Corrar, 2012; Barros et al., 2013; FERREIRA et al*.,* 2013; Sonza & Kloeckner, 2014; Bach, Kudlawicz, & Silva, 2015; Zambon, Diehl, Marquezan, & Zorzo, 2015).

Cada vez mais as empresas têm adotado mecanismos de governança corporativa com o objetivo de atender aos interesses de gestores, acionistas, investidores e órgãos reguladores. No Brasil os mecanismos de governança corporativa são adotados, em especial, por empresas que negociam suas ações na bolsa de valores como forma de atrair capital estrangeiro e tornarem-se competitivas (Bach et al., 2015).

Desse modo, as práticas de governança corporativa buscam fazer com que o controle atue em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo dos gestores (Chen et al., 2009; Macedo & Corrar, 2012).

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG, 2015, p.20) Governança corporativa “é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Conforme o IBGC (2015, p.20):

> As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum (IBGE, 2015, p.20).

Os princípios básicos estabelecidos pelo IBGC se confundem com alguns conceitos relacionados à qualidade da informação contábil, “tais como transparência (*disclousure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa com o objetivo de solucionar os conflitos existentes entre os interesses dos *stakeholders”* (Erfurth & Bezerra, 2013, p. 36). A B3 criou os segmentos especiais de listagem atribuídos a empresas com padrões diferenciados de governança corporativa com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atrair investidores, assegurar direitos aos acionistas, dispor sobre a divulgação de informações aos participantes de mercado tendo em vista mitigar o risco da assimetria informacional (B3, 2018; Erfurth & Bezerra, 2013).

Segundo informações da B3, as organizações aderem de forma voluntária aos segmentos diferenciados. Todos os segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas, que vão além das obrigações legais impostas às companhias, estabelecer como princípio melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Para maiores detalhes sobre os segmentos de governança corporativa consultar os quadros anexos a esse trabalho.

Implantados em dezembro de 2000, o Novo Mercado e os níveis 1 e 2 de governança corporativa, visa destacar as empresas comprometidas com maior nível de transparência e melhores práticas de governança corporativa. Os diferentes níveis têm requisitos crescentes de exigências nas práticas diferenciadas de governança corporativa (Silveira, 2004; Erfurth & Bezerra, 2013).

Para Chen et al. (2009) os mecanismos de governança corporativa podem ser classificados em mecanismos internos de controle, incluindo estrutura de propriedade, característica do conselho de administração, supervisão e remuneração dos executivos e mecanismo externos de controle como sistema jurídico, mercado de capital ativo e a concorrência no mercado.

Conforme Correia, Amaral e Louvet (2011), os mecanismos de governança corporativa sob a perspectiva da teoria da agência são: composição do conselho administrativo, estrutura de propriedade e controle, proteção aos acionistas minoritários, transparência das informações publicadas e modalidades de compensação aos gestores.

Um sistema de governança corporativa precisa de um bom nível de divulgação e informação adequada para eliminar (ou pelo menos reduzir) assimetrias de informação entre todas as partes a fim de equilibrar os poderes dos *stakeholders*

corporativos, tornando os *insiders* corporativos responsáveis por suas ações (Shah, Butt, & Hasan, 2008).

2.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A)

Fusões são eventos pelos quais duas ou mais empresas se juntam para formar uma nova empresa, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. Dessa forma, as sociedades que foram fundidas são extintas.

Conforme a NBC TG 15 CFC (2017, apêndice A) fusão “é uma operação ou outro evento por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação”.

> A lógica subjacente a uma decisão gerencial de engajar-se em uma F&A geralmente é a potencial criação ou manutenção da riqueza dos acionistas, mediante uma valorização das ações no mercado. Derivadas dos vários motivos que explicam a ocorrência de uma F&A, várias hipóteses testáveis empiricamente foram formuladas, entre elas a da maximização da riqueza dos acionistas, segundo a qual, nos processos de F&A, as diretorias das firmas envolvidas têm como objetivo maximizar o valor de suas firmas por meio da valorização do preço das suas ações no mercado. Assim, uma F&A deve ter um efeito positivo nas ações das firmas envolvidas. (Camargos & Barbosa, 2005, p.34).

Os investidores investirão em uma empresa se eles estiverem confiantes de que seus recursos serão utilizados de forma eficiente e que eles terão retornos satisfatórios (Zheka, 2005).

> Uma fusão ou consolidação é um dos métodos pelo qual uma firma pode adquirir outra. Além da fusão, a aquisição pode ser feita por meio da compra de ações ou ativos. O pagamento pode ser em dinheiro, ações ou outros títulos, com o processo sendo realizado via bolsa de valores, por meio de uma oferta privada de aquisição da administração da empresa adquirente à administração ou ao conselho de administração da empresa-alvo, denominada também de tomada amigável de controle acionário; ou mediante uma oferta pública de aquisição (*tender offer*), feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da empresa-alvo, em uma oferta para comprar um determinado número de ações a um preço específico em uma data

> estipulada. Situação também chamada de tomada hostil de controle acionário. (Camargos & Barbosa, 2005, pp.572-773).

Considerando fatores econômicos, uma fusão e aquisição pode ser classificada da seguinte forma:

> - **Horizontal**, união entre firmas atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes;
> - **Vertical**, quando resulta da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores, ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores;
> - **Conglomerado**, quando envolve firmas em ramos de atividades não relacionadas, cujo principal objetivo é a diversificação de investimentos, visando reduzir riscos e aproveitar oportunidades de investimentos;
> - **Congêneres**, envolve firmas da mesma indústria, mas não atuam na mesma linha de negócios, não são fornecedor nem cliente. (Camargos & Coutinho, 2008, p. 275).

Vários são os motivos para a realização de uma aquisição tais como: criação de sinergias, economias 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 (Silva et al., 2016; Camargos & Barbosa, 2005; Ferreira et al, 2013).

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).

Shleeifer 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.

2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA X GERENCIAMENTO DE RESULTADOS X F&A

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. A seguir, estão resumidos os resultados de alguns estudos brasileiros realizados sobre o tema.

Steinberg e Silva (2009), em estudo feito com empresas listadas na B3 no período de 1998 a 2007, verificaram de que forma as diferentes práticas de governança corporativa influenciam os ganhos de sinergia em F&A no Brasil. Os resultados encontrados por Steinberg e Silva (2009, pp. 170-171) “indicam que os ganhos de sinergia nas F&A são positivamente relacionados com a diferença de práticas de governança das empresas envolvidas. Constatou que os ganhos são maiores quando a empresa adquirente tem melhores práticas de governança em relação as adquiridas”.

Toigo et al. (2014) avaliaram a relação de *accruals* discricionários em períodos de pré e pós-combinação de negócios em 32 empresas listadas na B3, que realizaram combinações de negócios no papel de adquirentes no período de 2011 a

2012. Os autores concluíram que tais empresas não utilizaram de práticas de gerenciamento de resultados, por meio de *accruals* discricionários com o objetivo de aumentar o valor das suas ações no período que antecederam o anúncio da combinação de negócios.

Krieck e Kayo (2014) analisaram se diferentes níveis de governança corporativa exercem efeito importante na geração de valor das empresas listadas na B3 que fizeram F&A no período de 2000 a 2012. Os resultados encontrados mostraram que empresa com maior nível de governança corporativa geram valores maiores que empresa com menor nível de governança corporativa.

Oliveira, Castro e Queiroz, (2017) realizaram uma análise do impacto de processos de aquisições na estrutura de remuneração dos executivos em 58 empresas não financeiras listadas na B3 com dados de F&A do período de janeiro de 2009 a abril de 2014. Os resultados obtidos indicam que após operações de F&A, existem aumentos tanto da Remuneração Total Média (RTM), quanto da Remuneração Variável Média (RVM) dos gerentes. A hipótese fundamental da pesquisa de que as operações de fusões e aquisições resultam em maiores incentivos aos executivos responsáveis foi confirmada. A influência positiva do tamanho da empresa na remuneração presente na literatura, também foi confirmada.

Costa e Neto, (2018) realizaram um estudo com uma amostra de 126 aquisições envolvendo empresas brasileiras no período de 2010 a 2014. O objetivo foi identificar quais os determinantes na escolha do método de pagamento utilizado nas aquisições. Os resultados encontrados foram: em relação ao pagamento ser efetuado com caixa, se deu, quando as empresas envolvidas na aquisição eram de países diferentes e de empresas maiores. Em relação ao pagamento ser feito com ações, quando a empresa adquirida era uma empresa de capital aberto. E empresas

adquirentes com maior oportunidade de crescimento preferem pagamento combinando caixa e ações.

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. Uma vez que os administradores decidem financiar uma aquisição por meio da oferta de ações, eles têm incentivos para inflar o preço das ações gerenciando seus ganhos divulgados 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 & Wangs, 1999; Louis, 2004; Gong, Louis, & Sun, 2008; Botsari & Meeks, 2008; Higgins, 2013; Anagnostopoulou & Tserkrekos, 2015; Karim, Sarkar, & Zhang, 2016).

Abaixo, estão apresentados alguns estudos internacionais:

Erickson e Wangs (1999) e Louis (2004) foram os primeiros a apresentar estudos que identificou o gerenciamento de resultados com base em *accruals* em torno de fusões e aquisições do lado do adquirente, em um esforço para aumentar os lucros, aumentar o preço das ações e melhorar a relação de troca, que é inversamente relacionada ao preço das ações (Anagnostopoulou & Tserkrekos, 2015).

Erickson e Wangs (1999) pesquisaram 78 empresas que participaram de fusões e aquisições com troca de ações no período de 1985 a 1992 nos Estados Unidos, os autores evidenciaram que as empresas gerenciavam ganhos para cima em períodos precedentes ao evento de F&A.

Louis (2004) analisou 373 operações de fusões de empresas norte-americanas de capital aberto entre janeiro de 1992 e dezembro de 2000. O estudo encontrou forte evidência sugerindo que as empresas adquirentes gerenciam seus ganhos no trimestre anterior ao anúncio de uma opração com troca de ações.

Gong et al. (2008) analisaram as operações de F&A das empresas norte-americanas que foram anunciadas entre janeiro de 1996 e dezembro 2002, observaram a realação entre *accruals* anormais, antes e após o anúncio da fusão, e efeitos de ações judiciais de adquirentes pós-fusão. Os autores encontraram uma associação significativamente positiva entre a pré-fusão e *accruals* anormais de anúncios e processos judiciais pós-fusão. Documentaram também, uma associação significativamente negativa entre os ganhos anormais pós-fusão e a probabilidade de uma ação judicial pós-fusão.

Botsari e Meeks (2008) analisaram 42 empresas abertas no Reino Unido que realizaram aquisições com troca de ações durante o período de 1997 a 2001. O estudo fornece evidências de que as empresas adquirentes gerenciam lucros antes das fusões e aquisições financiadas por ações. Os resultados sugerem que as empresas adquirentes se envolvem em manipulação de *accruals* no ano imediatamente anterior ao anúncio da oferta (Ano 0), e que essa manipulação se concentra principalmente no acréscimo do componente de capital de giro.

Shah, Butt e Hasan (2008) pesquisaram 53 empresasa listadas no mercado acionário paquistanês no ano de 2006 com o objetivo de avaliar se a governança corporativa cria algum impacto na mitigação do gerenciamento de resultado. A qualidade da governança corporativa foi medida pela atribuição de pesos a um conjunto de variáveis relacionadas, enquanto que o gerenciamento de resultado foi quantificado por acréscimos disicricionários por meio do modelo de Jones

modificado. A pesquisa indicou que a qualidade da governança corporativa é positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados no que se refere à cultura corporativa paquistanesa. Assim, conforme os achados nessa pesquisa, a experiência paquistanesa é uma exceção em relação a vários estudos realizados sobre o impacto da governança corporativa na redução do gerenciamento de resultado. Segundo os autores da pesquisa, esse resultado pode ser devido à fase de transição através da qual as empresas paquistanesas estavam passando após a promulgação do código de governança corporativa em 2002.

Higgins (2013) analisou 133 operações de fusões listadas na Tokyo Stock Exchange (TSE) Japão no período de 1990 a 2004. O estudo constatou que os compradores japoneses têm *accruals* anormais de longo prazo significativamente positivo no ano anterior ao anúncio da fusão. A análise também sugeriu que o grau de gerenciamento de resultados dos adquirentes é uma função crescente de seu benefício econômico em risco e uma função decrescente do monitoramento por parte de bancos e investidores estrangeiros

Anagnostopoulou e Tserkrekos (2015) usaram todas as empresas não financeiras listadas nos EUA que anunciaram publicamente a intenção de serem adquiridas entre 1990 e 2009 e encontraram evidências consistentes de gerenciamento de resultados positivos para aquisição de empresas em fusões e aquisições. O estudo apontou que as empresas que buscam compradores se envolvem em gerenciamento de resultado em por até dois anos antes do evento e também no ano do evento, mesmo após o ajuste de provisões para o desempenho.

Karim et al. (2016), examinaram o gerenciamento de resultado com base na manipulação de *accruals* em uma amostra de 1.630 empresas que se envolveram em eventos de fusão e aquisições em 30 países não-americanos no período de

2004 a 2015. Os autores acharam evidências de que as empresas adquirentes gerenciam seus ganhos em torno das fusões e aquisições quando o método de pagamento é por meio de ações. Mas não encontraram nenhuma evidência quando o método de pagamento é em dinheiro. Também examinaram se o nível de desenvolvimento econômico e as características institucionais específicas do país desempenham algum papel na manipulação de ganhos na aquisição das empresas. Usando dois grupos de países com base no nível de desenvolvimento econômico e nove variáveis institucionais diferentes, encontraram evidências de que a manipulação de ganhos dos adquirentes difere com base em tais características.

Existem evidências convincentes de que os gerentes gerenciam os ganhos em operações de aquisições com ofertas de ações para atender às expectativas de ganhos dos analistas financeiros ou as previsões da administração (Healy & Wahlen, 1999).

Conforme Botsari e Meeks (2008), o número total de ações emitidas pelo adquirente para ganhar controle da empresa adquirida é calculado com base no preço da ação da empresa adquirente próximo da data do acordo de aquisição. Uma vez que essa relação de troca é inversamente relacionada ao preço das ações da empresa adquirente, gestores e acionistas da adquirente têm incentivos para aumentar os ganhos contábeis antes da aquisição, na esperança de aumentar o preço de mercado de suas ações e, portanto, reduzir o custo de compra da empresa adquirida.

2.4.1 Desenvolvimento da hipótese

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).

Em ambientes onde gerentes se envolvem no gerenciamento de resultado para maximizar a riqueza dos gestores em detrimento dos acionistas da empresa como definições de fraude, a governança corporativa é esperada para restringir o oportunismo gerencial. No entanto, em situações em que os gestores manipulam ganhos para atender interesses dos acionistas da empresa, o papel da governança corporativa pode diferir. (Farber, 2005; Christie & Zimmerman, 1994). Para Walker, (2013) nem todo gerenciamento de resultados é ruim. A definição foca na contabilidade legal e escolhas econômicas que não equivalem a fraudes e violações dos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP). Por exemplo, em situações de crise financeira, o gerenciamento de resultados poderia ser benéfico a partir de uma perspectiva do acionista pela minimização dos custos de recontratação 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).

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.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

A metodologia foi apoiada em pesquisa documental e se utiliza de base de dados secundários com abordagem quantitativa. A população foi composta por empresas que realizaram operações de F&A contidas nos boletins elaborados pela ANBIMA, em forma de tabelas que reúnem informações sobre Fusões e Aquisições entre empresas brasileiras que realizaram F&A acima de R$ 20 milhões, correspondentes ao período de 2011 a 2016. Dos arquivos fornecidos pela ANBIMA foi selecionada para a amostra da pesquisa, somente as companhias de capital aberto não-financeiras que realizaram eventos de fusões e aquisições entre janeiro (primeiro trimestre) de 2011 a dezembro (último trimestre) 2016, cujas ações estavam listadas na B3 na data da transação da F&A. Foram analisados dados financeiros do período de 2009 a 2018.

A escolha desse período levou em consideração as mudanças nos indicadores contábeis promovidas pela criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 2005, adoção da Lei 11.638/2008 e 11.941/2009 que tornou obrigatório a adoção das normas contábeis das empresas brasileiras de capital aberto com base nas IFRS (*International Financial Reporting Standard)*. Já no ano de 2010 as empresas brasileiras de capital aberto já estavam obrigadas a publicar seus relatórios financeiros com base nos padrões das IFRS.

A data oficial dos anúncios das fusões e aquisições realizados pelas empresas ao mercado foram coletados de fontes públicas nos sítios da B3 e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As companhias listadas na B3 obrigatoriamente devem publicar em Fatos Relevantes eventos de fusões e aquisições ICVM Nº 358/2002 (CVM, 2002).

Para encontrar os dados públicos de Fusão e Aquisição publicados pelas empresas, foi consultado o site da CVM, no *link* “Informação de Regulados”, “Companhias”, “consulta a informações de companhias”, “documentos e informações de companhias”, e “consulta por data”, “Módulo IPE”. Os documentos analisados:

(i) Fatos Relevantes;

(ii) Comunicado ao Mercado;

(iii) Atas de Assembleia;

(iv) Atas de reunião da Diretoria e do Conselho de Administração;

(v) Notas Explicativas de Demonstrações Financeiras e Formulários ITR;

(vi) Formulário de Referência.

O critério da escolha da amostra foi feita da seguinte forma (Camargos & Barbosa, 2009):

1) Reconhecimento do dia da divulgação da F&A (anúncio) ao mercado;

2) 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 maior valor para empresa, ou o evento considerado mais estratégico, como, por exemplo, F&A que significassem a entrada ou ampliação da participação em mercados estrangeiros) (Camargos & Barbosa, 2009, p.212).

TABELA 1**: F&A NO BRASIL, COM DADOS DA ANBIMA DE 2011 A 2016**

Descrição da Amostra	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total	Part %
Registro de eventos - anúncios de F&A na ANBIMA 2011 a 2016	**169**	**180**	**163**	**157**	**111**	**118**	**898**	*****
(-) Empresas não listada na BM&FBOVESPA na época do evento da F&A	103	117	114	114	72	95	615	*****
(=) Empresas listadas na BM&FBOVESPA na época do evento da F&A	**66**	**63**	**49**	**43**	**39**	**23**	**283**	**100%**
(-) Instituições financeiras e de seguros	14	18	16	12	7	6	73	26%
(-) Mais de uma operação de F&A- no período	13	15	4	6	7	5	50	18%
(-) Apenas anúncio de encerramento de F&A	3	11	3	10	7		34	12%
(-) Informações sobre F&A não disponível na BM&FBOVESPA	6	8	7	4	13	2	40	14%
(-) Empresas com registros cancelados após anúncio na BM&FBOVESPA	1	0	1	4	0	1	7	2%
(-) Operações não autorizadas pelo CADE			1			3	4	1%
(-) Dados Financeiro incompletos na Economática	5	2				1	8	3%
(=) Total da Amostra válida por ano	**24**	**9**	**17**	**7**	**5**	**5**	**67**	**24%**

Setor econômico na B3	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total	Part %
Bens Industriais	6	1	2	1	0	1	11	16%
Consumo Cíclico	4	1	4	2	1	1	13	19%
Consumo não Cíclico	3	0	3	1	1	0	8	12%
Financeiro e Outros	2	2	0	0	0	0	4	6%
Materiais Básicos	3	1	1	0	1	1	7	10%
Petroleo, Gás e Biocombustíveis	1	1	1	0	0	0	3	4%
Saúde	0	1	0	0	0	0	1	1%
Tecnologia da Informação	0	0	0	0	1	0	1	1%
Telecomunicações	2	0	3	1	0	0	6	9%
Utilidade Pública	3	2	3	2	1	2	13	19%
Total	**24**	**9**	**17**	**7**	**5**	**5**	**67**	**100%**

Segmento de Listagem B3 - Nível de Governança Corporativa	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total	Part %
MB - Balcão Organizado Tradicional	0	0	0	0	1	0	1	1%
N1 - Nível 1 de Governança Corporativa	2	1	3	1	0	0	7	10%
N2 - Nível 2 de Governança Corporativa	2	1	1	0	0	0	4	6%
NM - Novo Mercado	18	6	7	5	4	5	45	67%
TB - Tradicional Bovespa	2	1	6	1	0	0	10	15%
Total	**24**	**9**	**17**	**7**	**5**	**5**	**67**	**100%**

Forma de Pagamento	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total	Part %
Troca de Ações	18	1	6	2	2	1	30	45%
Em Dinheiro	6	8	11	5	3	4	37	55%
Total	**24**	**9**	**17**	**7**	**5**	**5**	**67**	**100%**

Fonte: Elaborado pelo autor, 2019.

Após adotar os critérios de seleção da amostra, as 67 empresas foram distribuídas de acordo o setor econômico da B3. O critério adotado para medir a qualidade da governança corporativa foi a adesão aos níveis diferenciados dos segmentos especiais 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; Picole, Souza, & Silva, 2014). Segundo Picole et al. (2014, p. 143), “a relação entre níveis diferenciados de governança e gerenciamento de resultados já foi estudado por diversos pesquisadores para a realidade brasileira”.

Já em relação ao tipo de transação, as empresas foram classificadas conforme a forma de pagamento (ações ou dinheiro) da operação de F&A.

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 conforme a figura 1: 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.

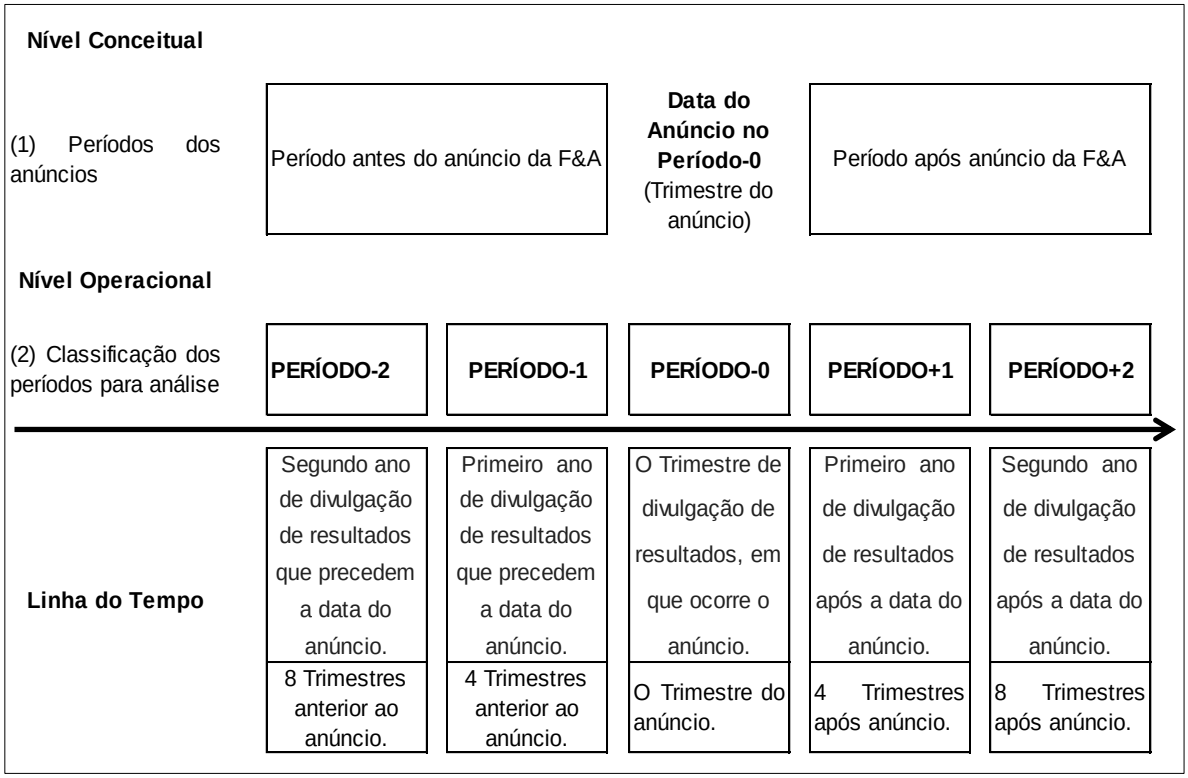

Figura 1: Linha do tempo
Fonte: Adaptado de Lehmann (2016, p.340).

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 & Meeks, 2008; Lehmann, 2016).

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

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

Onde:

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

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

$\boldsymbol{\beta_2 (Período * TipCom * NivelGV)_{it}}$ – 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.

$\boldsymbol{\beta_3 (Período * TipCom)_{it}}$ – 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;

$\boldsymbol{\beta_4 Período_{it}}$ – 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 núncio da F&A e (k=0trim) para o trimestre que ocorreu a F&A;

$\boldsymbol{\beta_5(TipCom * NivelGV)_{it}}$ - 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;

$\boldsymbol{\beta_6 NivelGV_{it}}$ – 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;

$\boldsymbol{\beta_k Var_Controle_{it}}$ – vetor de variáveis de controle da í-ésima empresa no ano t. As variáveis de controle definida foram: Alavancagem financeira (Alav), logaritmo do Ativo Total (lnTam), Tamanho relativo do negócio (TamRel), Dívida Liquida (DivLiq), e Concentração de propriedade (ConcProp);

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

A equação (1) acima avalia se a governança corporativa interfere na manipulação dos *accruals* discricionários em períodos que precedem ou sucedem as transações de F&A, correlacionando essa interferência com o tipo de compra (Ações ou Dinheiro). Assim, os coeficientes considerados principais no modelo são β_2, β_3 e β_4. Por meio das estimativas desses parâmetros será possível refutar ou não a hipótese de pesquisa apresentada.

O parâmetro β_4 permite avaliar se existe ou não diferença entre os *Accruals* discricionários no período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A. Por exemplo, se (k=4tri e k=8tri) trimestres que antecede a operação, e esse coeficiente for significativo a um determinado nível de significância e apresentar valor positivo, haveria evidências estatísticas de que a média dos *accruals* discricionários nos trimestres antes é superior quando comparado aos demais períodos.

O parâmetro β_3 permite avaliar se existe ou não diferença entre os *Accruals* discricionários no período (k trimestre) que antecede ou sucede as transações F&A de compra com ações. Por exemplo, se o coeficiente em questão estive associado k = se (k=4tri e k=8tri) trimestres que antecede a operação, e se a estimativa de β_3 se mostrar significativo e assumir valor positivo ficaria evidenciado estatisticamente, que na média, os *accruals* discricionários nos trimestres que antecede a transação cuja compra foi com ações é superior quando comparado aos demais casos.

E por fim, no que diz respeito à hipótese de pesquisa, o coeficiente β_2 tem como objetivo testá-la. Por exemplo, considere as empresas com nível de governança Novo Mercado ou Nível 2, com *dummy* período k = (k=4tri e k=8tri) trimestres que antecede a operação e o tipo compra foi com ações, nesse caso, 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* dicionários são superiores quando comparado as operação paga 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), onde a variável que representa os *accruals* discricionários (AD) é o valor resultante do erro da regressão múltipla computada a partir das variáveis do modelo. A escolha desse modelo se deu, porque conforme Martinez, (2008) é o que mais se ajusta a realidade brasileira.

Os dados contábeis para análise de gerenciamento de resultado foram coletados na economática®. Os *accruals* totais são calculados por meio da fórmula 2, e para estimar os *acrruals* discricionários, utilizou-se a fórmula 3.

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

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

Onde:

$\boldsymbol{AT_{it}}$ = acumulações totais = (ΔCapital de Giro Líquido – Depreciação e Amortização)

$\boldsymbol{AD_{it}}$ = é *accrual* discricionário da empresa i no período t;

$\boldsymbol{Rec_{it}}$ = Receita Operacional Líquida (excluindo tributação sobre o faturamento);

$\boldsymbol{AtTot_{it}}$ = é o ativo total da empresa i no período t;

$\boldsymbol{Desp_{it}}$= Despesas e Custos Operacionais antes da depreciação e amortização;

$\boldsymbol{Aperm_{it}}$ = Ativo Permanente (Investimentos + Imobilizado + Diferido);

$\boldsymbol{CR_{i,t-1}}$ = Contas e Receber no período t-1;

$\boldsymbol{CGL}$ = Capital de Giro Líquido, excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisões para impostos a pagar;

$\boldsymbol{DEPR_{i,t-1}}$ = Despesas com depreciação e amortização no período t-1;

$\boldsymbol{i}$= observação por empresa;

$\boldsymbol{t}$ = unidade temporal;

$\boldsymbol{Rec_{it}, Desp_{it}, Aperm_{it}}$, essas variáveis foram medidas em termos de porcentagem dos ativos totais;

ϕ_1, ϕ_2, ϕ_3 = são os coeficientes estimados pela regressão;

ε_{it}= erro ou resíduo da regressão;

$\boldsymbol{\delta_1} = (CR_{i,t-1})/(Rec_{i,t-1})$, 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 $[\delta_1 \text{x} Rec_{it}]$;

$\boldsymbol{\delta_2} = (CGL_{i,t-1} - CR_{i,t-1})/(Desp_{i,t-1})$, 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 $[\delta_1 \text{x} Desp_{it}]$;

$\boldsymbol{\delta_3} = (DEPR_{i,t-1})/(Aperm_{i,t-1})$, 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 $[\delta_1 \text{x} Aperm_{it}]$.

Conforme Martinez (2001) os parâmetros δ_1, δ_2 e δ_3 podem ser interpretados como indicadores que procuram integrar fatores específicos da firma e compensar o fato do modelo KS estar sendo estimado em amostra conjunta de várias firmas.

A *proxy* de governança corporativa (NivelGV) representa a principal variável independente de teste e medida da qualidade dos mecanismos de governança definidos pela adesão das empresas ao Nível 2 e Novo Mercado, conforme classificação na B3. Para tanto, foi utilizada uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa estiver listada no Índice de Governança Corporativa, Novo Mercado, ou Nível 2, e 0 caso contrário. Para este estudo espera-se que o

coeficiente da estimativa do NivelGV, tenha um sinal positivo e significativo em níveis convencionais (Shah et al., 2008; Lehmann, 2016).

A variável independente (TipCom) representa variável *dummy* para o tipo de pagamento, assume um (1) se foi compra com ações e zero (0) dinheiro. Para essa pesquisa espera-se que o coeficiente da estimativa tenha um sinal positivo e significativo em relação ao *accruals* discricionário (Erickson & Wangs, 1999; Botsari & Meeks, 2008; Lehmann, 2016)

Em conformidade com a literatura, foram incorporadas ao modelo variáveis de controle descritas a seguir:

(i) Alavancagem (Alav):

Conforme Iudícibus e Lopes (2004) o nível de alavancagem financeira está positivamente relacionado às escolhas contábeis que demonstrem o maior resultado possível para as companhias. Os autores argumentam que, empresas com maiores níveis de alavancagem financeira estariam mais propensos a gerenciar seus lucros para cima.

Gu, Lee e Rosett (2005) afirmam que gestores de empresas altamente alavancadas são incentivados a gerenciar os resultados com o objetivo de divulgar maiores lucros, com objetivo de adquirir maiores facilidades nos contratos com fornecedores.

A partir da análise bivariada e multivariada, Barros et al. (2014) encontraram uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% utilizando uma amostra de 324 companhias não financeiras no período de 2002 a 2011, entre a *proxy* de gerenciamento de resultados e a alavancagem financeira quando esta considera, os modelos que utilizaram o exigível total a partir dos ativos totais e patrimônio líquido.

Conforme Barros *et al.* (2014, p.51)

> Esses resultados contrariam a hipótese teórica de que quão maior o nível de alavancagem maior a propensão dos gestores em fazer escolhas voltadas a gerenciar resultados. Ao contrário, dá indícios de que à medida que aumenta a participação de capital de terceiros por decorrência de financiamentos, diminui-se a inclinação da gestão da empresa em praticar o gerenciamento de resultados. E que os gestores fazem escolhas contábeis na direção de minimizar o gerenciamento resultados (Barros *et al.* 2014, p. 51).

Corroborando 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.

(ii) Tamanho relativo do negócio (TamRel)

A variável, tamanho relativo do negócio, numa operação de F&A busca sustentar a ideia de que o gestor, motivado por interesses próprios, tem incentivos de realizar uma transação de alto valor que não necessariamente trará resultados de longo prazo e que nesse tipo de operação, de F&A, os gerentes atuam conscientemente contra os interesses dos acionistas (Seth, Song, & Pettit, 2000; Roll, 1986).

Por exemplo, a aquisição pode ser motivada por interesse do gestor em buscar, por meio da expansão da empresa construir conglomerados, pois grandes empresas podem trazer benefícios maiores, como o aumento de poder pelo maior volume de recursos sob seu controle e maiores remunerações e gratificações. Outro incentivo pode estar relacionado com aquisições de empresas com setores de atividades diferentes da adquirente, pois esse tipo de operação reduzem os riscos de não empregabilidade dos executivos (Jensen, 1986; Amihud & Lev, 1981; Silva et al., 2016).

Erickson e Wangs (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. Como resultado, espera-se que o gerenciamento de resultado em empresa adquirente seja uma função crescente em relação ao tamanho relativo do negócio.

(iii) Dívida líquida (DivLiq)

Segundo os estudos de (Kouaib & Jarboui, 2014; Nardi & Nakao, 2009), que defendem a ideia de quê os gerentes das empresas endividadas estão mais propensos ao gerenciamento de resultados contábeis, espera-se, dessa forma, uma associação positiva entre o nível da dívida e o gerenciamento de resultado. Corroborando com essas ideias, 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.

(iv)Tamanho da empresa (Tam)

Consistente com a hipótese dos custos políticos, uma das características mais importantes relacionadas ao o tamanho da empresa, (Watts & Zimmerman, 1990; Gu et al., 2005) apresentam e sustentam em seus estudos que a relação entre o tamanho da empesa e as escolhas contábeis indica que empresas maiores têm menos incentivos para gerenciar resultados. Tais características foram usadas pelos autores para explicar a relação negativa entre tamanho e escolhas contábeis que reduzam o lucro.

Dessa forma, Rezende e Nakao (2012) argumentam que quanto maior o tamanho das organizações, mais incentivo está ligado às suas operações, assim, espera-se uma relação negativa com o gerenciamento de resultados.

Conforme Hochberg (2012), 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. Portanto, a variável tamanho da empresa pode ter relação positiva ou negativa com gerenciamento de resultado (Sincerre, Sampaio, Famá, & Santos, 2016).

(v) Concentração de propriedade (ConcProp)

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 (Shleeifer & Vishny, 1997).

O principal acionista é um fator relevante nas pesquisas de governança corporativa. De fato, uma propriedade concentrada nas mãos de um acionista principal permite um controle mais efetivo no processo de preparação e apresentação das demonstrações contábeis (Kouaib & Jarboui, 2014).

Quando o controle está em torno dos maiores acionistas, estes estão mais propensos a atuar em prol dos interesses dos acionistas impedindo o comportamento discricionário dos gestores na prática de gerenciamento de resultados (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1996).

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.

Segundo Holanda e Coelho (2016, p. 21) “as pesquisas internacionais sobre o tema concentraram-se no estudo da participação de investidores institucionais e nas características referentes ao maior acionista. Algumas destas pesquisas evidenciaram que a participação de investidores institucionais reduz a prática do gerenciamento de resultados”, embora outras pesquisas mostraram o contrário.

Em relação às características referentes ao maior acionista Holanda e Coelho (2016) afirmam que os estudos internacionais apresentam resultados ambíguos, pois, dependendo do ambiente de estudo, pode exercer influência positiva ou negativa na manipulação dos resultados.

Conclui-se então, que a relação entre a concentração de propriedade e gerenciamento dos lucros é, por vezes, positiva, ou, por vezes, negativa (Kouaib & Jarboui, 2014).

TABELA 2: DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

	Variável	Sigla	Operacionalização	Relação esperada	Referências
Independente	Indica o tipo de pagamento da operação de F&A	TipCom	Variável *dummy* que assume o valor um (1) se a compra foi efetivada por intermérdio 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 dummy 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)
	Interação entre o período e tipo de compra	Período*TipCom	Variável dummy 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)
	Indica o período que antecede e sucede a operação de F&A	Período	Variável dummy 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)
	Indica o nível de Governança Corporativa e o tipo de compra	TipCom*NivelGV	Variável *dummy* 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)
	Indica o nível de Governança Corporativa que a empresa está listada na B3	NivelGV	Variável *dummy* que assume o valor (1) se a empresa estiver listada no Ìndice de Governança Corporativa, Novo Mercado e Nível 2, e (0) caso contrário	+/-	Shar, Butt e Hasan (2008), Lehmann (2016)

TABELA 3: DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS (Continuação)

	Variável	Sigla	Operacionalização	Relação esperada	Referências
Variável de Controle (F&A)	Alavacangem	Alav	Ativo menos Patrimônio Líquido dividido pelo Ativo	+/-	Gu, Lee e Rosett (2005), Barros *et al.* (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), Almeida (2011), Nardi e Nakao(2009)
	Tamanaho da empresa	Tam	Logarítimo natural do Ativo Total	+/-	Watss e Zimmerman (1990), Gu, Lee e Rosett (2005), Rezende e Nakao (2012), Hochberg (2012), Sincerre, Sampaio, Famá e Santos (2016)
	Concentração de Propriedade	ConcProp	Percentual do total de ações (ordinárias e preferenciais) em posse dos três principais acionistas, dividido pelo valor do total de ações da mepresa, em porcentagem.	+/-	Dechow, Sloan e Sweeney (1996), Kouaib e Jarboui (2014), Holanda e Coelho (2016)

Fonte: Elaborado pelo autor, 2019.

Na próxima seção serão apresentados os resultados da pesquisa. Foi utilizado o Software Stata 12.0 para gerar os resultados das variáveis.

Capítulo 4

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A tabela 3 apresenta o resumo da estatística descritiva desta pesquisa. Para evitar o efeito de *outliers*, alguns valores foram “winsorizados” no percentil 1% e 99%.

Para examinar as acumulações discricionárias dos adquirentes em torno de anúncios de aquisições e fusões, foi utilizado o modelo KS (1995) separados por grupo de empresa e períodos diferentes 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. Após foi encontrado a média dos *accruals* discricionários, a tabelas 3 apresenta o resumo da estatística descritiva desta pesquisa.

TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS – F&A 2011 A 2016

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. A*ccruals* negativos são utilizados para diminuir os resultados (Martinez, 2008). Infere-se que essas companhias gerenciaram seus números contábeis com intuito de diminuir seus lucros. 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 & Wangs, 1999; Botsari & Meeks, 2008; Karim et al., 2016; Lehmann, 2016).

Os resultados encontrados nessa pesquisa são contrários aos estudos de Lehmann (2016), Botsari & Meeks (2008), Louis (2004) e Erickson & Wangs (1999), Mas corrobora com os resultados encontrados por Toigo et al. (2014) que avaliaram a relação de *accruals* discricionários em períodos pré e pós-combinação de negócios em empresas listadas na Bovespa, constataram que tais empresas não utilizaram de práticas de gerenciamento de resultados, por meio de *accruals* discricionários, com o objetivo de aumentar o valor das suas ações no período que antecederam o anúncio da combinação de negócios.

Em relação aos níveis de governança corporativa, indica que em média 72% das empresas que compõe a amostra estão listadas nos segmentos do novo mercado e nível 2.

As empresas que realizaram fusões e aquisições cujo pagamento foi por intermédio de ações representam em média 44% da amostra. Em relação a estrutura de propriedade das empresas estudadas os dados da pesquisa fornecem informações que existem uma concentração média de 58% das ações em posse dos três maiores acionistas. Já o tamanho médio das empresas adquirentes é de 22,693 milhões (logaritmo dos ativos totais da empresa *i* no período *t*).

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

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

Fonte: Elaborado pelo autor da pesquisa, 2019.
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 & Wangs,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 significstivo 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 varável AD, o que indica que quanto maior o valor pago pela empresa-alvo maior o incentivo para a manipulação de *acrruals.* Erickson e Wangs (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.

4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO

Para verificar se existe relação entre Governança Corporativa e manipulação de *accruals* discricionários em períodos que precedem ou sucedem as operações de Fusão e Aquisição (F&A) nas empresas listadas na B3 no período de 2011 a 2016, 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	**-0,631*** **	**-0,622*** **	**-0,622*** **	**-0,603*** **	**-0,593*** **
TipCom	-0,031	-0,04	-0,037	-0,05	-0,062
Período*TipCom*NivelGV	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*NivelGV	**-0,210*** **	**-0,202*** **	**-0,198*** **	**-0,193*** **	**-0,184*** **
NivelGV	**0,143*** **	**0,143*** **	**0,143*** **	**0,142*** **	**0,141*** **
Tam	**0,021*** **	**0,021*** **	**0,021*** **	**0,020*** **	**0,020*** **
TamRel	0,021	0,023	0,021	0,023	0,025
Alav	0,019	0,017	0,016	0,02	0,023
DivLiq	**0,005***	**0,005***	**0,005***	**0,005***	0,004
ConcProp	**-0,084** **	**-0,083** **	**-0,085** **	**-0,086** **	**-0,089** **
Nº de Obs	1046	1046	1046	1046	1046
Estatística X^2	1203,3	1188,9	1267,2	1321,8	1305,9
Grau de liberdade	39	39	39	39	39
p-valor (X^2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor da pesquisa, 2019.
Nota: ***, ** e * Significativo ao nível de 1%, 5% e 10%.

Conforme modelo empírico apresentado, β_2 (Período*TipCom*NívelGV) β_3 (Período*TipCom) e β_4 (Período), são os coeficientes considerados relevantes para o presente estudo. De acordo os resultados apresentados na Tabela 5 considerando as estimativas do GLS, nenhum desses modelos, apresentaram coeficientes

estatisticamente significativos. Em relação a estimativa $\widehat{\beta_2}$ 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, β_2 (Período*TipCom*NívelGV) β_3 (Período*TipCom) e β_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 núncios. 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 β_5 (TipCom*NivelGV) é uma *dummy* para o nível de governança e o tipo de compra. Conforme o resultado apresentado na tabela 5 essa variável 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, representada pelo segmento de listagem novo mercado e nível 2 associados de forma geral, aos tipos de pagamento (ações ou dinheiro), 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. Picole et al. (2014) evidenciaram que as práticas sugeridas pelo nível de governança novo mercado mitigam, mas não impedem a discricionariedade do gestor.

Em ambientes onde gerentes se envolvem no gerenciamento de resultado para maximizar a riqueza dos gestores em detrimento dos acionistas da empresa como definições de fraude, a governança corporativa é esperada para restringir o oportunismo gerencial, a principal ideia subjacente a esta é que a governança corporativa é esperada para garantir a credibilidade da informação financeira das empresas. Nessas configurações, a alta qualidade da informação contábil, por exemplo, em relação ao baixo poder discricionário de accruals, serve aos interesses dos acionistas na mitigação da assimetria informacional e custos de agência (Farber, 2005). 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 recontratação 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, empreasas 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 et al., 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 a10%, 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 (Shleeifer e 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 gerencias na manipulação de *accruals* em período que antecedem ou sucedem as operações de F&A.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta pesquisa buscou-se verificar se a governança corporativa interfere na manipulação dos *accruals* discricionários em períodos que antecedem ou sucedem as transações de fusão e aquisição (F&A) nas empresas listadas na B3 que fizeram anúncios e encerramento de operações de F&A no período de 2011 a 2016. De forma especifica objetivou-se estimar os *accruals* discricionários em períodos pré e pós-anúncios de fusões e aquisições das empresas selecionadas com base nas demonstrações contábeis disponibilizadas no período do 1º trimestre de 2009 ao 4º trimestre de 2018. Bem como analisar se os níveis de governança corporativa, novo mercado e nível 2, interferem no nível de gerenciamento de resultado dessas empresas nos períodos que antecedem e sucedem essas operações.

A análise de regressão múltipla elaborada (GLS), tendo como variável dependente *accruals* discricionários em períodos pré e pós-anúncios de fusões e aquisições não apresentou evidências significativas sobre a influência da governança corporativa no gerenciamento de resultados. Em relação a hipótese apresentada: *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.* De acordo com resultados dos modelos apresentados pela pesquisa, não foi verificada relação estatisticamente significativa entre a variável governança corporativa e *accruals* discricionários nos períodos que antecederam os anúncios das F&A. Sendo assim, rejeita-se a hipótese.

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), menos será o número de ações que deverá ser emitida para adquirir a empresa alvo (Erickson & Wangs, 1999). Os estudos internacionais sobre o tema (Erickson & Wangs, 1999; Louis, 2004; Gong et al., 2008; Botsari & Meeks, 2008; Shah et al., 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 núncios.

Sobre estudos no Brasil que buscaram identificar a manipulação de acumulação discricionária por empresas adquirentes em período de pré-anúncios de F&A só se tem conhecimento do estudo de Toigo et al., (2014) que pesquisaram 32 empresas listadas na B3, que realizaram combinações de negócios no papel de adquirentes no período de 2011 a 2012, os resultados encontrados nesse estudo, corrobora com os dados apresentados nessa pesquisa, de forma similar eles também encontraram evidências de que essas empresas apresentaram *accruals* negativos em períodos anteriores aos anúncios.

Sugere-se para futuras pesquisas sobre o tema: (I) um número maior de empresas e abordar fatores relacionados à manipulação de *accruals* em processo de F&A com mais detalhes, utilizando outros tipos e/ou modelos de medição de gerenciamento de resultados e suas relações com os níveis de governança corporativa antes de anúncios de adquirente cujo pagamento se dará com troca de ações. (II) Para mitigar possíveis erros na proxy de governança, pode-se construir

outras proxies de governança a partir de atitudes reais da empresa e não só apenas pela classificação da B3, podem ser adotadas, por exemplo, por exemplo, (características e estrutura do conselho de administração, estrutura de controle e propriedade, remuneração de diretores e executivos, investimento em auditoria interna, auditoria independente entre outras). (III) pesquisar empresas-alvos que ”buscam um comprador” anunciando publicamente suas intenções de serem adquiridas, por representar o evento corporativo incomum pode-se analisar se essas empresas se envolvem em gerenciamento de resultados para baixo em torno do período dos anúncios. (IV) pesquisar empresas–alvos que atuem no mesmo setor da empresa adquirente (V) examinar se o nível de desenvolvimento econômico e as características institucionais específicas do país desempenham algum papel na manipulação de ganhos em processos de F&A.

REFERÊNCIAS

Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economic*. *12*(2), 605-617.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (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

Anagnostopoulou, S. C., & Tsekrekos, A. E. (2015). Earnings Management in Firms Seeking to Be Acquired. *The British Accounting Review, 47*(4), 351-375.

Bach, T., Kudlawicz, C., & Silva, E. (2015). Influência da Estrutura de Governança Corporativa na Eficiência Financeira: Evidências de Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Iberoamerican Journal of Strategic Management* (IJSM), *14*(4), 41-62.

Baik, B., Kang, J., & Morton, R. (2007). Earmings managerment in takeovers of privately held targets*. Available at SSRN 1013639.*

Barros, C. M. E., Soares, R. O., & Franco de Lima, C.A.S. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultado 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. *Contabilidade, Gestão e Governança – Brasília*. *17*(1), 35–55.

Bispo, O. N. de A., Maia, S. C., Barros, L. E. V., & Carvalho, F. de M. (2017). Fusões, aquisições e gerenciamento de resultados: uma revisão sistemática envolvendo diferentes categorias analíticas. *Organizações em contexto*, *13*(25), 52-98.

Bortolon, P. M., Sarlo Neto, A. S., & Santos, T.; B. (2013). Custos de auditoria e governança corporativa. *Revista contabilidade & finanças. 24*(61), 27-36.

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. (2018). *Comparativo dos 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/

Brown, D. T., & Ryngaert, M. (1991).The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, *46*(2), 653-669.

Camargos. M. A., & Coutinho. E. S. (2008). A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *RAC-Eletrônica*, *2*(2), 273-295.

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. *Revista de Gestão USP*, *12*(4), 33-53.

Camargos, M. A.; & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *RAE, 49*(2), 206.

Christie, A., & Zimmerman, J. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. *The Accounting Review. 69*(4), 539 – 566.

Chen, L., Yue, M., & Dongwei, S. (2009). Corporate governance and firm efficiency: evidence from China's publicly listed firms. *Managerial & Decision Economics. 30*(3), 193-209.

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/

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. *Norma brasileira de contabilidade – NBC TG 15 combinação de negócios,* de 24 de novembro de 2017. Recuperado em 25 janeiro, 2018, de http://www.cfc.org.br/legislacao/

Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista de contabilidade & finanças*. *22*(55), 45-63.

Costa, T. A., & Neto, A. S. (2018). Determinantes dos meios de pagamento em aquisições no mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ* (online). *23(*3), 52–67.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: na 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. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos. 10*(1), 32-42.

Erickson, M., & Wangs, S. (1999). Earnings management by acquiring frims in stock for stok 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. do N., Santos. A. C. dos., Nazareth. L. G. C., & Fonseca. R. A. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *RAM – REV. ADM. 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 Economic. 46*(1), 62-77.

Gu, Z., Lee, C. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting***.** 24, 313-334.

Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy.* 32, 44-70.

Healy P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons.* 13, 365-383.

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. 6*(1), 17-35.

INSTIITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. (2015). *Código de melhores práticas de governança corporativa.* São Paulo: IBGC, p. 5.

Iudícibus, S., & Lopes, A. (2004). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Jensen, M. C.; & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior end ownership structure. *Journal of Financial Economics. 3*(4), 305-360.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review. 26*(2), 323-329.

Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity**.** *Financial Economic*. *34*(1), 5-19.

Kang, S., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and na instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research***.** *33*(2), 353 – 367.

Karim, M., Sarkar, S., & Zhang, S. (2016). Earnings Management Surrounding M&A: Role Of Economic Development And Investor Protection. *Advances In Accounting.* 5, 207-215.

Kouaib, A., & Jarboui, A. (2014) External audit quality and ownership structure: interaction and impact on earnings management of industrial and comercial Tunisian sectors. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 19, 78-89.

Krieck, 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.

Louis, H. (2004). Earnings management and the Market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economic.* 74, 121-148.

Macedo, M. A. da S., & Corrar. L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativas no Brasil. *Revista de Contabilidade e Controladoria. 4*(1), 42-61.

Martins. O. S., & Paulo, E. (2014). Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista de Contabilidade & Finanças – USP*, *25*(64), 33-45.

Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. *Revista de Contabilidade & Finanças – USP*, *19*(46), 7-17.

Martinez, A. L.; & Cardoso, R. L. (2009). Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, *15*(3), 1-27.

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.

Matsumoto, A. S., & Parreira. E. M. (2007). Uma pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: Causas e consequências. *UnB Contábil. 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. Rev. contab. financ. (USP) São Paulo, SP, Brasil. *20*(50), 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. *XLI EnANPAD,* São Paulo – SP.

Picole, P. G. R., Souza, A., & 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 em Contabilidade*, *11*(22), 141-162.

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.

Rodrigues, A., Paulo, E., & Carvalho, L. N. (2007). Gerenciamento de resultados por meio das transações entre companhias brasileiras interligadas. *R. Adm***.** *42*(2), 216-226.

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The journal of Business*. The University of Chicago Press. *59*(2), 197-216.

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, *3*(4), 91-102.

Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, Managerialismo or Hubris? Na Empirical Examination of Motives for Foreing Acquisitios of U.S. *Journal of International Business Studies. 31*(3), 387-405.

Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & Santos, J. O. (2016). Emissão de Dívida e Gerenciamento de Resultados. *R. Cont. Fin. – USP. 27*(72), 291-305.

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.

Shleeifer, A., & Vishny, R. W. (1989) Managerial entrenchment: the case of manager-specific investiments. *Journal of Financial Economic, 25*(1), pp. 123-139.

Shleeifer, A., Vishny, R. W. (1997). A suvery of corporate governance. *The Journal of Financial. 52*(2), 737-783.

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), 186-196.

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.

Silva, J. O., & Bezerra, F. A. (2010). Análise de gerenciamento de resultados e o rodízios de firma de auditoria nas empresas de capital aberto. *RBGN – Revista Brasileira de Gestão de Negócios. 12*(32), 304-321.

Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.* (Tese de Doutorado inédita), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, SP, Brasil.

Sonza, I. B., & Kloeckner. G. De O. (2014). A Governança Corporativa influencia a eficiência das Empresas Brasileiras? *Revista de Contabilidade & Finanças – USP, 25*(65), 145-160.

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,* 7, 169– 190.

Toigo, L. A.; & Lavarda, C. E. F. (2017). Fusões e aquisições sob a lente da governança corporativa: análise sociométrica e bibliométrica dos autores de referência internacional. *Revista da UNIFEBE*, *1*(21), 204- 222.

Toigo, L. A., Chiarello, T. C., & Klann, R. C. (2014). *Acrruals* discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações. *Revista Contemporânea Contábil, 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*, *65*(1), 131-156.

Weston, J. F. (1994). The payoff in merger and acquisitions. In Rocck, M., Rock, R. H.,& Sikora, M (Eds). The M&A handboock. 2 ed. New York: Mcgraw-Hill.

Zambon, E. P., Diehl, C. A., Marquezan, L. H. F., & Zorzo, L. S. (2015). Governança corporativa e eficiência econômica: um estudo em empresas distribuidoras do setor elétrico brasileiro. *IX ANPCONT,* Curitiba – PR.

Zheka, V. (2005). Corporate governance, ownership structure and corporate efficiency: the Case of Ukraine. *Managerial and Decision Economics.* 26, 451-460.

APÊNDICE A – ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS MODELO KS (1995) EMPRESAS QUE REALIZARAM F&A NO PERÍODO DE (2011 A 2016).

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 (\delta_1 \frac{Rec_{it}}{AtTot_{it}}) + \phi_2 (\delta_2 \frac{Desp_{it}}{AtTot_{it}}) + \phi_3 (\delta_3 \frac{Aperm_{it}}{AtTot_{it}}) + \varepsilon_{it}$$

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

AT$_i$t	**Ações**		**Dinheiro**	
	beta	**p-valor**	**beta**	**p-valor**
δ_1 Rec	-1,525	**0,000*** **	-507146	**0,000*** **
δ_2 Desp	0,046	0,664	-2434,000	**0,000*** **
δ_3 Aperm	-6,075	**0,000*** **	-1,616	**0,003*** **
Nº Obs.	470		583	
Estatística F	13,27		12,54	
P>|F|	0,00		0,00	
R^2	44,76%		38,80%	

*** Significativo ao nível de 10%. ** Significativo ao nível de 5%.**

***** Significativo ao nível de 1%.**

Nota: Modelo de Kang & Silvaramakrishnam (1995).

Onde:

AT = Accruals Totais = ΔCapital de Giro Líquido – Deprec&Amort

δ1 Rec = CRi,t–1/Reci,t–1, onde CR (Contas a Receber)

δ2 Desp = (CGLit–1 – CRit–1) /Despi, t–1

δ3 Aperm= DEPRi,t–1/A.Permi,t–1

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

APÊNDICE B – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS ACCRUALS KS PERÍODO 2011 A 2016.

Período	Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Máximo
- 8 trim	ADKS	514	-0,058	0,392	-3,114	-0,179	0,014	0,174	0,641
- 4 trim	ADKS	257	-0,047	0,395	-3,114	-0,164	0,026	0,184	0,641
Zero	ADKS	58	-0,135	0,442	-2,188	-0,212	-0,021	0,122	0,361
+ 4 trim	ADKS	247	-0,048	0,380	-3,129	-0,167	0,021	0,165	0,586
+ 8 trim	ADKS	474	-0,051	0,379	-3,129	-0,161	0,016	0,163	0,586

APÊNDICE C – LISTA DA EMPRESAS QUE COMPUSERAM A AMOSTRA E REALIZARAM F&A COM PAGAMENTO EM DINHEIRO.

Ano Anúncio	Nº	Empresa	Data		Nível de GC	Setor B3	Valor Anúncio
			Anúncio	Encerr.			
	1	BR Malls	22/11/11	22/11/11	NM	Financeiro e outro	490.000.000
	2	Gol	08/07/11	03/10/11	N2	Bens industriais	70.000.000
	3	Light	08/07/11	19/08/11	NM	Utilidade pública	360.000.000
	4	São Martinho	31/10/11	31/10/11	NM	Consumo não cíclico	354.477.545
	5	Tupy	16/11/11	16/04/12	NM	Bens industriais	780.190.800
	6	Vale	26/06/11	12/12/11	N1	Materiais básicos	2.212.345.700
2012	1	Aliansce Shopping Center	02/04/12	19/04/12	NM	Financeiro e outro	574.483.000
	2	Alpargatas	10/10/12	04/03/13	N1	Consumo cíclico	67.500.000
	3	Cosan S.A Ind. E com.	03/05/12	05/11/12	NM	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4.654.000.000
	4	Cremer	28/05/12	11/07/12	TB	Saúde	53.108.112
	5	Equatorial	27/06/12	01/11/12	NM	Utilidade pública	1.961.115.474
	6	General Shopping	14/08/12	17/08/12	NM	Financeiro e outro	130.000.000
	7	TAESA	17/05/12	31/05/13	N2	Utilidade pública	1.732.000.000
	8	Valid	27/09/12	06/11/12	NM	Bens industriais	107.898.880
2013	1	Cemig	14/06/13	14/02/14	N1	Utilidade pública	650.000.000
	2	Embratel	11/04/13	27/11/13	TB	Telecomunicação	616.714.050
	3	Energisa	11/06/13	11/04/14	N2	Utilidade pública	5.261.504.000
	4	Gafisa	07/06/13	03/07/13	NM	Consumo cíclico	367.000.000
	5	JSL	05/09/13	26/11/13	NM	Bens industriais	39.525.000
	6	Panatlantica	26/08/13	26/09/13	TB	Materiais básicos	98.700.000
	7	Randon	29/04/13	13/12/13	N1	Bens industriais	389.980.500
	8	Technos	25/03/13	25/03/13	NM	Consumo cíclico	182.102.042
	9	Termopernambuco	07/11/13	11/02/14	TB	Utilidade pública	825.349.860
	10	Unidas	08/01/13	06/03/13	TB	Consumo cíclico	185.000.000

	11	Vigor Alimentos	22/02/13	28/06/13	TB	Consumo não cíclico	664.230.748

APÊNDICE C - Lista das empresas que compuseram a amostra e ralizaram F&A com pagamento em dinheiro (Continuação)

Ano Anúncio	Nº	Empresa	Data		Nível de GC	Setor B3	Valor Anúncio
			Anúncio	Encerr.			
2014	1	Copel	05/06/14	01/09/14	N1	Utilidade pública	52.603.819
	2	EDP Energia - Energias BR	09/12/14	15/05/15	NM	Utilidade pública	300.000.000
	3	Gaec Educação S.A - Anima	10/04/14	01/07/14	NM	Consumo cíclico	310.200.000
	4	São Martinho S.A	05/05/14	08/08/14	NM	Consumo não cíclico	684.900.000
	5	SER Educacional	15/12/14	02/02/15	NM	Consumo cíclico	199.080.600
2015	1	BRF GmbH	01/12/15	26/01/16	NM	Consumo não cíclico	1.474.812.000
	2	CVC	27/05/15	31/08/15	NM	Consumo cíclico	80.000.000
	3	Neoenergia	16/01/15	27/02/15	MB	Utilidade pública	380.414.300
2016	1	CCR	30/06/16	20/04/17	NM	Bens industriais	260.577.950
	2	CPFL Energia S.A.	16/06/16	31/10/16	NM	Utilidade pública	2.702.376.000
	3	Eneva S.A.	24/03/16	28/03/16	NM	Utilidade pública	1.625.130.250
	4	Suzano Papel e Celulose	26/10/16	08/12/16	NM	Materiais básicos	764.228.500

Segmento de listagem:

MB Balcão Organizado Tradicional
N1 Nível 1 de Governança Corporativa
N2 Nível 2 de Governança Corporativa
NM Novo Mercado
TB Tradicional Bovespa

APÊNDICE D – LISTA DAS EMPRESAS QUE COMPUSERAM A AMOSTRA E REALIZARAM F&A POR INTERMÉDIO DE AÇÕES.

Ano Anúncio	Nº	Empresa	Data		Nível de GC	Setor B3	Valor Anúncio
			Anúncio	Encerr.			
2011	1	Brasken	27/07/11	30/09/11	N1	Materiais básicos	505.139.700
	2	BR Properties	14/09/11	29/03/12	NM	Financeiro e outro	4.913.493.991
	3	Brasil Foods	03/10/11	03/10/11	NM	Consumo não cíclico	323.549.200
	4	CCR	29/08/11	25/05/12	NM	Bens industriais	398.240.700
	5	Contax	05/04/11	18/05/11	NM	Bens industriais	319.500.000
	6	CPFL Energia	19/04/11	24/08/11	NM	Utilidade pública	1.830.624.000
	7	CPFL Energia Renovável	17/08/11	29/12/11	NM	Utilidade pública	151.534.000
	8	Embraer Defesa e Segurança	15/03/11	13/05/11	NM	Bens industriais	28.500.000
	9	Iochpe Maxion	05/10/11	01/02/12	NM	Consumo cíclico	1.338.060.000
	10	João Fortes Engenharia	26/01/11	26/01/11	TB	Consumo cíclico	90.000.000,00
	11	Klabin	04/11/11	17/11/11	N2	Materiais básicos	824.600.250
	12	Kroton	15/12/11	15/12/11	NM	Consumo cíclico	1.300.000.000
	13	Lupatech	29/12/11	10/08/12	NM	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	150.000.000
	14	Magazine Luiza	13/06/11	30/11/11	NM	Consumo cíclico	83.000.000
	15	Marfrig	08/12/11	20/03/12	NM	Consumo não cíclico	350.000.000
	16	Tegma Gestão e Log	04/03/11	30/04/11	NM	Bens industriais	90.531.854
	17	Telemar Participações	24/05/11	27/02/12	TB	Telecomunicação	20.751.970.219
	18	TIM Celular	08/07/11	31/10/11	NM	Telecomunicação	1.600.000.000
2012	1	Duratex	28/05/12	02/10/12	NM	Materiais básicos	45.000.000

APÊNDICE E – LISTA DAS EMPRESAS QUE COMPUSERAM A AMOSTRA E REALIZARAM F&A POR INTERMÉDIO DE AÇÕES. (CONTINUAÇÃO)

Ano Anúncio	Nº	Empresa	Data		Nível de GC	Setor B3	Valor Anúncio
			Anúncio	Encerr.			
2013	1	Algar Tecnologia	09/12/13	31/01/14	TB	Telecomunicação	103.000.000
	2	Estácio Participações	12/09/13	01/07/14	NM	Consumo cíclico	615.318.088
	3	JBS	23/12/13	24/06/14	NM	Consumo não cíclico	260.000.000
	4	Minerva	01/11/13	01/10/14	NM	Consumo não cíclico	585.607.572
	5	Oi/PT	02/10/13	19/02/14	N1	Telecomunicação	28.695.969.519
	6	Ultrapar	30/09/13	31/01/14	NM	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1.006.000.000
2014	1	Rumo Logística Operadora Multimodal S.A.	24/02/14	01/04/15	NM	Bens industriais	13.527.099.010
	2	Telefônica TelefBrasil	05/08/14	28/05/15	TB	Telecomunicação	23.504.485.000
2015	1	Duratex	04/03/15	01/07/15	NM	Materiais básicos	116.250.000
	2	Totvs	14/08/15	03/09/15	NM	Tecnologia da informação	550.565.570
2016	1	Via Varejo	11/05/16	31/10/16	NM	Consumo cíclico	2.388.967.448

Segmento de listagem:

MB Balcão Organizado Tradicional
N1 Nível 1 de Governança Corporativa
N2 Nível 2 de Governança Corporativa
NM Novo Mercado
TB Tradicional Bovespa

ANEXO A – REQUISITOS PARA ADESÃO AO NOVO MERCADO.

Nível de G.C	Requisitos para adesão aos Níveis de Governança Corporativa da B3	
NOVO MERCADO	Capital Social	Somente ações ON
	Percentual mínimo de ações em circulação (*free float*)	25% ou 15%,caso o ADTV (*average daily trading volume*) seja superior a R$ 25 milhões.
	Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476.
	Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas".
	Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos.
	Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.
	Obrigação do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado).
	Demonstrações financeiras	Conforme legislação.
	Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português.	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e *press release*de resultados.
	Calendário de eventos corporativos	Obrigatório
	Divulgação adicional de informações	Elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração).
	Concessão de *Tag Along*	100% para ações ON.
	Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social).
	Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória.
	Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições.
	Auditoria interna	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento.
	Compliance	Obrigatória a implementação de funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais.

Quadro 1: Exigências para o Novo Mercado da B3
Fonte: adaptado da B3 (2018)

ANEXO B – REQUISITOS PARA ADESÃO AO NÍVEL 2.

Nível de G.C	Requisitos para adesão aos Níveis de Governança Corporativa da B3	
NÍVEL 2	Capital Social	Ações ON e PN (com direitos adicionais).
	Percentual mínimo de ações em circulação (*free float*)	25%.
	Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária.
	Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas".
	Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos.
	Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).
	Obrigação do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo).
	Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês.
	Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima).
	Calendário de eventos corporativos	Obrigatório.
	Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.
	Concessão de *Tag Along*	100% para ações ON e PN.
	Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado.
	Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória.
	Comitê de Auditoria	Facultativo.
	Auditoria interna	Facultativa.
	Compliance	Facultativo.

Quadro 2: Exigências para o Nível 2 da B3
Fonte: adaptado de B3 (2018)

ANEXO C – REQUISITOS PARA ADESÃO AO NÍVEL 1.

Nível de G.C	Requisitos para adesão aos Níveis de Governança Corporativa da B3	
NÍVEL 1	Capital Social	Ações ON e PN (conforme legislação).
	% mínimo de ações em circulação (*free float*)	25%.
	Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária.
	Vedação a disposições estatutárias	Não há regra específica.
	Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos.
	Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).
	Obrigação do conselho de administração	Não há regra específica.
	Demonstrações financeiras	Conforme legislação.
	Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Não há regra específica.
	Calendário de eventos corporativos	Obrigatório.
	Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.
	Concessão de *Tag Along*	80% para ações ON (conforme legislação).
	Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Não aplicável.
	Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativa.
	Comitê de Auditoria	Facultativo.
	Auditoria interna	Facultativa.
	Compliance	Facultativo.

Quadro 3: Exigências para o Nível 1 da B3
Fonte: adaptado da B3 (2018)