

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

THIAGO ALEX ARAÚJO MENEZES

**A INFLUÊNCIA DO NÍVEL DE MONITORAMENTO DE *BIGFOUR* NO
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS ANTES DE
FUSÕES E AQUISIÇÕES**

**VITÓRIA
2020**

THIAGO ALEX ARAÚJO MENEZES

**A INFLUÊNCIA DO NÍVEL DE MONITORAMENTO DE *BIGFOUR* NO
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS ANTES DE
FUSÕES E AQUISIÇÕES**

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

Orientadora: Profa. Dra. Neyla Tardin

**VITÓRIA
2020**

THIAGO ALEX ARAÚJO MENEZES

**A INFLUÊNCIA DO NÍVEL DE MONITORAMENTO DE *BIGFOUR* NO
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS ANTES DE
FUSÕES E AQUISIÇÕES**

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

Aprovada em 05 de novembro de 2020.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof^a Dr^a.: Neyla Tardin
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof^o Dr.: Talles Vianna Brugni
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof^o Dr.: Sergio Augusto Pereira Bastos
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

A Deus, por ter me dado a existência e por permitir que eu realizasse tantos sonhos. Agradeço pela oportunidade de poder errar, aprender e crescer e por Sua infinita bondade.

Aos meus pais, Humberto (In memoriam) e Maria das Graças, por sempre terem acreditado em mim, por abdicarem parte de suas vidas em função da minha e por terem um efetivo papel na formação do meu caráter.

À Professora Dra. Neyla Tardin, pela orientação, competência, compreensão e dedicação que foram extremamente importantes para a conclusão desse estudo, sem dúvida não conseguiria chegar até aqui sem seu apoio.

À minha segunda mãe, minha tia Maria José, que nunca desistiu de mim e sempre esteve ao meu lado tanto nos momentos bons como nos ruins, me levando sempre para o bom caminho.

Aos meus filhos, Anna Victória e Arthur Humberto, por tornarem meus dias mais felizes e darem maior sentido à minha vida.

À minha esposa, Tereza, pela compreensão nos dias difíceis e sabedoria de lidar com os problemas que enfrentamos durante essa jornada.

À minha irmã, Juliana, pela experiência passada para mim de sua vida acadêmica.

Aos amigos, Thiago Santos e Paulo Victor, fruto desse mestrado, que tanto me incentivaram com palavras e atitudes que me deram ânimo para prosseguir quando me sentia desestimulado.

“A tarefa não é tanto ver aquilo que ninguém viu,
mas pensar o que ninguém ainda pensou sobre
aquilo que todo mundo vê.”

(Arthur Schopenhauer)

RESUMO

O objetivo geral deste estudo foi analisar o impacto do monitoramento externo, via auditoria das *Bigfour*, sobre o nível de gerenciamento de resultados por *accruals* de empresas que passaram por Fusões e Aquisições (F&As) no Brasil. A Amostra foi composta por empresas brasileiras não financeiras que passaram por F&A ou como adquirente ou como adquirida, no período de 2010 a 2017. Para mensurar o gerenciamento por *accruals* foram utilizados os modelos Jones (1991) e Jones Modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). O método partiu de uma regressão linear de mínimos quadrados agrupados (*Pooled Ordinary Least Squares*), com efeitos fixos por ano. Os resultados sinalizam que a presença de auditorias *Bigfour* mitiga o gerenciamento de resultados pré-fusão e aquisição para empresas adquiridas, propensas ao gerenciamento de lucros para cima. Isso sinaliza que empresas prestes a serem adquiridas em eventos de fusões e aquisições tentam manipular indicadores de performance, buscando uma sobreprecificação.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; *Bigfour*; Gerenciamento de Resultados.

ABSTRACT

The general objective of the study was to analyze the impact of external monitoring, via Bigfour's audit, on the level of earnings management due to additions by companies that have undergone Mergers and Acquisitions (M & As) in Brazil. The sample consisted of Brazilian non-financial companies that underwent M&A or as an acquirer or as an acquired company, from 2010 to 2017. To measure the management by accumulation, the Jones (1991) and Modified Jones of Dechow, Sloan and Sweeney models were used (1995). The method started from a linear regression of pooled squares (Pooled Ordinary Least Squares), with fixed effects per year. The results indicate that the presence of Bigfour audits mitigates the management of pre-merger and acquisition results for acquired companies, prone to profit management upwards. This signals that companies about to be acquired in mergers and acquisitions events are trying to manipulate performance indicators, looking for overpricing.

Keywords: Mergers & Acquisitions; Bigfour; Results Management.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - PROCESSO DE SELEÇÃO AMOSTRAL.....	17
TABELA 2 - DESCRIÇÃO E SINAIS ESPERADOS DAS VARIÁVEIS INSERIDAS NO MODELO.....	18
TABELA 3 – FREQUÊNCIA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	24
TABELA 4 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	24
TABELA 5 - TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIA PARA OS GRUPOS DE EMPRESAS AUDITADAS (E NÃO) POR <i>BIGFOUR</i>	26
TABELA 6 - MATRIZ DE CORRELAÇÕES DE SPEARMAN.....	26
TABELA 7 - COEFICIENTES ESTIMADOS NOS MODELOS DE REGRESSÕES LINEARES.....	27

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1. FUSÕES E AQUISIÇÕES E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	12
2.2. AUDITORIAS PRÉ-FUSÃO E AQUISIÇÃO	14
3. METODOLOGIA DA PESQUISA.....	16
3.1. VARIÁVEL DEPENDENTE	19
3.2. VARIÁVEIS EXPLICATIVAS.....	20
3.2.1. <i>Bigfour</i>	20
3.2.2. Variáveis de Controle.....	20
3.3. MODELO PROPOSTO	22
4. ANÁLISE DOS DADOS.....	24
4.1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	24
4.2. MATRIZ DE CORRELAÇÕES	26
4.3. REGRESSÕES LINEARES	27
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	31
REFERÊNCIAS.....	34

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Nos anos 1990, os primeiros estudos que examinaram o gerenciamento de resultados em torno de eventos de fusões e de aquisições (F&As) para empresas de capital aberto encontraram evidências de que os gestores manipulam os lucros por meio de *accruals* para influenciar o desempenho das ações no curto prazo (Perry & William, 1994; Teoh, Welch & Wong, 1998; Erickson & Wang, 1999).

Décadas depois, tanto para empresas compradoras quanto para empresas-alvo, ainda existem evidências de que os gestores gerenciam resultados nos períodos antes da realização de operações de fusões e aquisições (Louis, 2004; Campa & Hajbaba, 2016; Cupertino, Martinez, & Costa Jr., 2016; Antonio, 2019). Louis (2004). Por exemplo, constatou que as acumulações de capital de giro são maiores antes das aquisições financiadas por ações. Shleifer e Vishny (2003) sugerem que os gestores têm incentivo a supervalorizar o capital próprio das suas firmas e a adquirir empresas subvalorizadas.

Em contrapartida, em ambientes com maior monitoramento externo, sob a presença de auditorias *Bigfour* (Lin & Hwang, 2010), é de se esperar que os gestores das empresas compradoras e empresas-alvo encontrem menos facilidade para gerenciar os resultados (Djama & Boutant, 2006). É possível que empresas auditadas por *Bigfour* apresentem menor nível de gerenciamento de resultado antes de fusões e aquisições (Njah & Jarboui, 2013).

Esta pesquisa pergunta se a presença de grandes auditorias desencoraja o gerenciamento de resultados via *accruals* em períodos que antecedem fusões e

aquisições, para empresas compradoras e alvo, no mercado brasileiro. A pesquisa também pergunta se o efeito *Bigfour* é mais contundente em caso de propensão ao gerenciamento de lucros para cima, pré-fusão e aquisição, o que sinaliza que empresas buscariam parecer melhores do que são de fato tempos antes das negociações. Como forma de desestimular a superestimação dos lucros, espera-se que o auditor externo verifique se o relatório financeiro está em conformidade com os padrões contábeis e se ele reflete a condição econômica e as constatações operacionais “verdadeiras” da entidade (Lin & Hwang, 2010).

Uma auditoria externa é um instrumento utilizado pelos acionistas para garantir a transparência e a credibilidade dos relatórios financeiros, porém serviços de auditoria, embora eficazes, não podem garantir que não tenha havido fraude ou atos ilícitos por parte do gestor (Habbash & Algamdi, 2017). Auditorias *Bigfour* podem impedir que os gestores internos abusem de restrições contratuais (*covenants*) baseadas em contabilidade e manipulem lucros como resultado da separação entre propriedade e controle (Gul, Fung, & Jaggi, 2009).

Nesta pesquisa, para mensurar o gerenciamento por *accruals*, aplicou-se o modelo Jones (1991) e o modelo Jones Modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). A amostra da pesquisa abrange as empresas de capital aberto listadas na B3 que foram analisadas sob duas vertentes (compradoras e alvo). O Brasil é um cenário propício para estudo de fusões e aquisições, uma vez que o mercado de F&As permanece aquecido, sendo alvo dos interesses de investidores estrangeiros e nacionais. Em 2018, no Brasil, o número de F&As teve recorde histórico, com um crescimento de 16,5% em comparação com 2017, com 967 transações concretizadas em 2018 contra 830 transações concretizadas em 2017. Trata-se do segundo ano consecutivo em alta, considerando as 740 operações concretizadas no ano de 2016.

A pesquisa encontrou evidências de que, no ano anterior às fusões e aquisições, o efeito *Bigfour* é mitigador apenas para empresas alvo e não para empresas compradoras. Ou seja, a auditoria *Bigfour* reduziu a propensão ao gerenciamento de lucros para cima nas empresas que participaram como adquiridas nos eventos de fusão e aquisição.

Em pesquisas internacionais para mercados maduros, Anagnostopoulou e Tsekrekos (2013, 2015), Higgins (2013), Campa e Hajbaba (2016) e Karim, Sarkar e Zhang (2016) apenas analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o período de fusão e aquisição, sem considerar o papel do monitoramento externo no processo. Esta pesquisa preenche uma lacuna na literatura de fusões e aquisições em países emergentes, como o Brasil, porque coloca em xeque o papel das auditorias externas no processo, para os dois agentes da transação (empresas compradoras e alvo) e apresenta resultados detalhados do efeito do monitoramento sobre a direção do gerenciamento de resultados no ano anterior ao evento.

A próxima seção trabalha a fundamentação teórica da pesquisa e o desenvolvimento das hipóteses de pesquisa. Na metodologia, descrevem-se as proxies para gerenciamento e os resultados da regressão linear, em seguida analisados. As considerações finais apresentam as implicações dos resultados para a prática contábil e para a realidade das empresas brasileiras.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. FUSÕES E AQUISIÇÕES E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A literatura contábil contemporânea dá foco à escolha da forma de pagamento adequado para fusões e aquisições - F&As (por exemplo, Harris, Mardura, & Glegg, 2010; Louis, 2004; Myers & Majluf, 1984; Shleifer & Vishny, 2003; Sudarsanam, 1995). Essa literatura traz que empresas compradoras têm a capacidade de escolher entre 03 (três) formas de pagamento: pagamentos em dinheiro, pagamentos por ações ou pagamentos mistos. A esse respeito, Myers e Majluf (1984) sugerem que as empresas compradoras costumam usar suas ações para custear aquisições quando estão supervalorizadas no mercado financeiro. Além disso, Henry (2004) acrescenta que o uso do capital próprio como método de pagamento aumenta a incerteza sobre o valor da proposta e os ganhos prováveis a serem adquiridos após sua aceitação.

Segundo Njah e Jarboui (2013), a escolha do método de pagamento é justificada pelas empresas compradoras pela disposição para compartilhar com os acionistas-adquiridos a incapacidade de atingir as sinergias esperadas. Por esse motivo, Fishman (1989), Sudarsaman (1995) e Henry (2004) concluíram que as ofertas baseadas em dinheiro provam ter uma probabilidade de sucesso mais significativa do que as que envolvem uma consideração de capital próprio ou de participação acionária parcial.

Em média, as empresas alvo gerenciam os resultados para cima por meio da manipulação de vendas no ano anterior à aquisição, todavia não o fazem usando acréscimos ou custos de produção (Campa & Hajbaba, 2016). Campa e Hajbaba

(2016) revelaram que esse comportamento de manipulação de vendas é específico às transações envolvidas em F&As financiadas por dinheiro e que, em tal panorama, também influencia negativamente a performance anormal de longo prazo das compradoras.

Com essas evidências, pode-se afirmar a probabilidade de que as empresas compradoras que utilizam ações como forma de custear F&As são mais instigadas a gerenciar os lucros para cima no período anterior das F&As. Erickson e Wang (1999), Louis (2004), Gong, Louis e Sun (2008), Botsari e Meeks (2008), assim como Higgins (2013), confirmam conjuntamente a hipótese de gerenciamento de resultados em relação às F&As financiadas por ações e segundo Njah e Jabouir (2013) essa hipótese não é validada com relação ao caso de F&As financiadas por dinheiro.

Karim, Sarkar e Zhang (2016) descobriram que os *accruals* anormais das empresas compradoras mostram um aumento significativo no trimestre anterior à fusão e aquisição quando o método de pagamento é uma ação do comprador, mas não há tal evidência quando o método de pagamento é dinheiro.

No Quadro 1 estão elencados de forma resumida os principais estudos internacionais já realizados acerca do gerenciamento de resultados mediante F&As:

Pesquisas		
Autores	Títulos	Resultados
Merle Erickson e Shiing-wu Wang (1999)	<i>Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers</i>	Descobriram que as empresas compradoras administram os lucros para cima nos períodos anteriores ao contrato de fusão. Seus resultados também indicam que o grau de renda que aumenta a gestão de resultados está positivamente relacionado ao tamanho relativo da fusão.
Domenico Campa e Amir Hajbaba (2016)	<i>Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings management</i>	Os resultados indicam que, em média, as empresas alvo gerenciam os lucros para cima usando transações reais em vez de acréscimos, durante o ano anterior à incorporação. Mais especificamente, encontraram evidências de gerenciamento de resultados por meio de vendas em aquisições com dinheiro e que está significativa e negativamente relacionada ao desempenho pós-aquisição dos compradores.

Mohammad A Karim, Sayan Sarkar e Shaorong Zhang (2016)	<i>Earnings management surrounding M&A: Role of economic development and investor protection</i>	Descobriram que as empresas compradoras gerenciam os lucros em torno das fusões quando o método de pagamento é uma ação do comprador, mas não há tal evidência quando o método de pagamento é dinheiro. Também examinaram se o nível de desenvolvimento econômico e as características institucionais específicas de cada país desempenham algum papel na aquisição da manipulação de lucros das empresas.
Seraina C. Anagnostopoulou e Andrianos E. Tsekrekos (2015)	<i>Earnings management in firms seeking to be acquired</i>	Descobriram que empresas envolvidas em fusões e aquisições se engajam em gerenciamento de resultados decrescentes nos anos em torno do “ano do anúncio”.
Seraina C. Anagnostopoulou e Andrianos E. Tsekrekos (2013)	<i>Do firms that wish to be acquired manage their earnings? Evidence from major European countries</i>	Obtiveram evidências de que o gerenciamento de resultados em torno de anúncios de 'compradores' é mais forte para o país com mais mercado competitivo para controle corporativo em sua amostra, que é o Reino Unido.
Huong N. Higgins (2013)	<i>Os compradores de fusões de ações para ações gerenciam os ganhos? Evidências do Japão</i>	Sugerem que o grau de gerenciamento de resultados dos compradores é uma função crescente de seu benefício econômico em risco e uma função decrescente do monitoramento por parte de bancos e investidores estrangeiros.

QUADRO 1: PESQUISAS EMPÍRICAS SOBRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS MEDIANTE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Fonte: Elaboração própria

2.2. AUDITORIAS PRÉ-FUSÃO E AQUISIÇÃO

É menos provável que os gestores utilizem sua discricionariedade para gerenciar os resultados durante o período anterior à oferta da fusão e aquisição do que quando suas empresas são auditadas por *Bigfour* (Njah & Jarbou, 2013). Djama e Boutant (2006) frisaram a presença de uma redução marginal entre *accruals* e a presença de um auditor de fusão e aquisição bem qualificado. Seguindo essa teoria, as empresas compradoras são menos motivadas a gerenciar os lucros para cima, no período anterior à fusão e aquisição, sob a ótica de um auditor especialista altamente qualificado. Vários estudos fornecem provas teóricas e empíricas de confirmação dessas afirmações (por exemplo, Becker, Defond, Jiambalvo, & Subramanyam, 1998; Chen, Lin, & Zhou, 2005; Francis, Maydew, & Sparks, 1999; Zhou & Elder, 2002).

Estudos anteriores supõem que os compradores gerenciam os lucros para cima antes das aquisições financiadas por ações. Erickson e Wang (1999) consideram que os *accruals* discricionários são maiores antes das aquisições financiadas por ações, comparados com os posteriores, e com resultado similar Louis (2004), constatou que as acumulações de capital de giro são maiores antes das aquisições financiadas por ações do que depois.

Os testes de gerenciamento de resultados por *accruals* são propensos a gerar resultados falsos de gerenciamento de resultados para cima e o risco desses falsos resultados é particularmente alto quando os pesquisadores examinam transações corporativas significativas, como aquisições e ofertas de ações (Hribar & Collins, 2002; Dechow, Ge, & Schrand, 2010; Ball, 2013), o que não é o caso deste estudo.

Baseado na literatura existente, surgem as hipóteses do trabalho:

H₁ – A presença de auditorias *Bigfour* mitiga o nível de gerenciamento de resultados pré-fusão e aquisição.

H₂ – A presença de auditorias *Bigfour* mitiga o nível de gerenciamento de resultados pré-fusão e aquisição para empresas propensas para o gerenciamento de lucros para cima.

H₃ – A presença de auditorias *Bigfour* não mitiga o nível de gerenciamento de resultados pré-fusão e aquisição para empresas propensas para o gerenciamento de lucros para baixo.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

Para atingir os objetivos propostos, primeiramente foram examinadas as aquisições feitas por empresas de capital aberto listadas na B3, disponíveis nos relatórios da AMBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). Na base de dados do Economatica®, foram extraídos os dados financeiros. Ademais, as informações sobre quais empresas eram auditadas por *Bigfour* foram obtidas pela base da Thomson Reuters®, além de consulta individual aos fatos relevantes das companhias no sítio da CVM, quando necessário.

A amostragem compreende o período de 2010 a 2017, em função do aumento nas transações concretizadas de F&As, conforme Pesquisa de Fusões e Aquisições no Brasil – 4º Trimestre 2018 realizada pela KPMG. No período de 2001 a 2009 a média anual de transações foi de 468, enquanto para o ano de 2017 foram realizadas 830 operações, um crescimento de 12,16% considerando as 740 operações de 2016.

As empresas financeiras e seguradoras foram excluídas por possuírem práticas e operações específicas. Estudos anteriores, como Chen, Nagar e Rajan (2005), Habbash (2012), Peasnell, Pope e Young (2000) sugerem que as empresas financeiras e de seguros têm um incentivo para aplicar diferentes práticas contábeis, levando à dificuldade de capturar as manipulações oportunistas da administração. Complementarmente, foram excluídas da análise empresas com dados ausentes e necessários para este estudo (Cupertino, Martinez, & Costa Jr, 2016).

Na Tabela 1 é demonstrado um resumo dos critérios empregados para seleção dos dados, bem como a distribuição válida de observações disponíveis para

mensuração das variáveis de gerenciamento de resultados para cada ano da amostra, que resultou em 2.125 observações empresa-ano.

TABELA 1 - PROCESSO DE SELEÇÃO AMOSTRAL

Etapas	Obs.	Subtotal
Total de observações na base de dados Economatica® (2010-2017)		3.742
Após excluir:		
Instituições financeiras (finanças e seguros)	-333	3.409
Observações com patrimônio líquido negativo	-428	2.981
Observações faltantes para calcular os <i>Accruals</i> Totais e demais variáveis relevantes	-856	2.125
Total		2.125

Fonte: Elaboração Própria

Seguindo os passos de Antônio (2019), as informações sobre F&A's foram obtidas seguindo a metodologia dos relatórios disponibilizados pela ANBIMA (Fusão, Aquisição, OPA e Reestruturação Societária), e consulta individual aos fatos relevantes das companhias no site da CVM. Para o processo de seleção da amostra considerou-se como compradoras e alvo as empresas de capital aberto, sendo excluídas companhias estrangeiras e de capital fechado.

A seguir, é apresentado a Tabela 2 com as definições de todas as variáveis, e logo após, mostra-se a descrição de cada variável:

TABELA 2 - DESCRIÇÃO E SINAIS ESPERADOS DAS VARIÁVEIS INSERIDAS NO MODELO

Variável	Sinal Esperado	Descrição das Variáveis	Fonte	Literatura
Variável Dependente				
GR_abs_{it}		Gerenciamento por <i>accruals</i> discricionários para a empresa i no ano t	Economatica®	Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995
Variáveis Explicativas				
$Big4_{it}$	(-)	Dummy, onde 1 se auditada por <i>Bigfour</i> , 0 nos demais casos	Thomson®	Lin & Hwang, 2010
$d_F\&A\ (Compradora)_{it}$	(+)	Dummy, onde 1 no ano em que a empresa participou como Compradora, 0 nos demais casos	Economatica®	
$Pré_FAC_{it}$	(+)	Dummy, onde 1 no ano anterior ao evento em que a empresa participou como compradora, 0 nos demais casos	Economatica®	
$d_F\&A\ (Alvo)_{it}$	(+)	Dummy, onde 1 no ano em que a empresa participou como alvo, 0 nos demais casos	Economatica®	
$Pré_FA_{it}$	(+)	Dummy, onde 1 no ano anterior ao evento em que a empresa participou como alvo, 0 nos demais casos	Economatica®	
Variáveis Explicativas de Interação				
$Big4_{it_PréFA_{it}}$	(-)	Interação de variáveis ($Big4_{it}$ e Ano Anterior da Fusão & Aquisição como Alvo)	Economatica®	
$Big4_{it_PréFAC_{it}}$	(-)	Interação de variáveis ($Big4_{it}$ e Ano Anterior da Fusão & Aquisição como Compradora)	Economatica®	
Variáveis de controle				
$Tamanho_{it}$	(-)	ln(Ativo Total) da empresa i no ano t	Economatica®	Watts & Zimmerman, 1990; Gu, Lee, & Rosett, 2005
ROA_{it}	(+)	Indica o retorno sobre o ativo da empresa i no ano t: Lucro/Ativo total.	Economatica®	Cohen, Dey, & Lys, 2008; Gunny, 2010
$Alavancagem_{it}$	(+)	Indica o nível de participação de recursos de terceiros na estrutura do capital da empresa: Passivo Oneroso/ativo total da empresa i no período t	Economatica®	Coelho & Lopes, 2007
FCO_{it}	(+)	Indica o retorno do caixa sobre os ativos da empresa i no ano t: Fluxos de caixa das atividades operacionais/ativo total no início das operações	Economatica®	Almeida & Bezerra, 2012
$Tangibilidade_{it}$	(+)	Imobilizado dividido pelo ativo total	Economatica®	Almeida & Bezerra, 2012

Fonte: Elaboração Própria

3.1. VARIÁVEL DEPENDENTE

Com a finalidade de atingir determinados objetivos durante um período a empresa poderá gerenciar resultados contábeis, resultado esse que influencia nas escolhas contábeis, seja de forma real, que abrange as decisões operacionais por parte da administração (Almeida & Bezerra, 2012).

Em consonância com vários estudos previamente elaborados, os *accruals* discricionários foram selecionados, nesta pesquisa, como um meio para medir o gerenciamento de resultados (por exemplo, Cohen & Zarowin, 2010; Gong, Louis & Sun, 2008; Hadani, Goranova, & Khan, 2011; Higgins, 2013; Louis, 2004; Teoh, Welch, & Wong, 1998).

Para calcular as métricas de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários foram considerados os modelos Jones (1991) e Jones Modificado de Dechow, et al. (1995). Os modelos utilizados consistem em estimar os *accruals* totais como ponto inicial para mensuração dos *accruals* discricionários para cada firma e ano. Abaixo é exposto o modelo Jones (1991):

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde, para o ano fiscal t e a empresa i , o TA representa o total de *accruals* definida como a diferença entre ganhos e fluxos de caixa operacional, A_{it-1} representa o total de ativos em $t - 1$, ΔREV_{it} é a mudança nas receitas do ano anterior ($REV_{it} - REV_{it-1}$), a ΔREC_{it} é a variação nas contas a receber líquidas do ano anterior ($REV_t - REV_{t-1}$), e PPE_{it} representa o valor bruto do ativo fixo, os *accruals* discricionários como *proxy* do gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e ε_{it} são os resíduos da equação.

Vale ressaltar que os *accruals* não discricionários designam os valores derivados dos modelos acima, enquanto os valores dos *accruals* discricionários são definidos como sendo os residuais e ε_{it} . Os *accruals* totais foram obtidos pelo cálculo da diferença do lucro líquido e o fluxo de caixa operacional (Martinez, 2013).

3.2. VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

3.2.1. **BIGFOUR**

Em um ambiente com maior monitoramento implica em menor gerenciamento de resultados, uma auditoria externa é um instrumento utilizado pelos acionistas para garantir a transparência e a credibilidade dos relatórios financeiros, ressaltando que tais serviços de auditoria não podem garantir que materiais falsificados tenham sido detectados (Habbash & Algamdi, 2017). Auditorias *Bigfour* podem impedir que os gestores abusem de restrições contratuais baseadas em contabilidade e manipulem resultados como consequência da separação entre propriedade e controle (Gul, Fung, & Jaggi, 2009).

3.2.2. VARIÁVEIS DE CONTROLE

As variáveis de controle são utilizadas para que seja levado em consideração a importância de influências já conhecidas na variável dependente por meio de pesquisas anteriores.

O **Tamanho da empresa** medido pelo logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t : $\ln(\text{Ativo Total})$, os trabalhos de Watts e Zimmerman (1990) e Gu, Lee e Rosett (2005) indicam uma relação significativa entre o gerenciamento de resultados e o tamanho da empresa, sendo que empresas maiores tendem a possuir

mecanismos mais eficientes de governança corporativa e serem mais visadas por analistas e investidores institucionais.

O **ROA** indica o retorno sobre o ativo da empresa, medido pela razão do Lucro/Ativo Total, sua utilização é justificada devido ao gerenciamento por decisões operacionais poder estar correlacionado com o desempenho da empresa (Cohen, Dey, & Lys, 2008; Gunny, 2010).

A **alavancagem da firma** é medida pela Dívida total de longo prazo dividida pelo ativo total. Para acatar às necessidades da firma na captação de recursos de terceiros as escolhas contábeis podem ser ditadas, ou seja, de os gestores, seja num sentido oportunista ou no ponto de vista de maximização do valor da firma, apresentarem as informações contábeis de forma a levar credores a assumirem à empresa um estilo favorável (Coelho & Lopes, 2007).

O **fluxo de caixa operacional** é medido pelos fluxos de caixa das atividades operacionais divididos pelo total de ativos do início do período. O gerenciamento de resultados não pode ser realizado através do fluxo de caixa, porém, decisões operacionais (adiar vendas e prorrogar a execução de despesas) poderão ter influência no resultado econômico e, por conseguinte, no fluxo de caixa corrente ou futuro da empresa. (Almeida & Bezerra, 2012).

O **grau de tangibilidade** é medido pela razão do Imobilizado/Ativo Total e seu uso se justifica, uma vez que existe credibilidade por parte dos gestores para com a performance da empresa, quanto aos *accruals*. A tangibilidade dos ativos é utilizada, pois os ativos podem ser dados em garantia nos contratos de dívida (Valle, 2008).

3.3. MODELO PROPOSTO

Para examinar as hipóteses, utilizou-se a técnica de análise de dados em painel. Para tanto, foi empregado o método de mínimos quadrados ordinários (*Pooled Ordinary Least Squares*), com efeitos fixos no tempo.

A equação 2 é usada para testar as hipóteses 1, 2 e 3 conjuntamente, porém subdividem as empresas propensas a gerenciar resultados com o objetivo de aumentar o lucro das que são propensas ao contrário.

$$GR_{abs_{it}} = \beta_0 + \beta_1 Big4_{it} + \beta_2 d_F\&A (Compradora)_{it} + \beta_3 F\&A (Alvo)_{it} + \beta_4 (Big4_{it} * Pré_FAC_{it}) + \beta_5 (Big4_{it} * Pré_FA_{it}) + \beta_6 Tamanho_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 Alavancagem_{it} + \beta_9 FCO_{it} + \beta_{10} Tangibilidade_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Para testar as hipóteses 2 e 3 serão consideradas, respectivamente, as empresas que gerenciaram para cima e para baixo no mesmo modelo, em subamostras.

Em que $Big4_{it}$ é uma variável *dummy* que recebe o valor 1 caso a empresa i tenha sido auditada por uma das 4 maiores empresas de auditoria no ano t , 0 caso contrário; $d_F\&A (Compradora)_{it}$ é uma variável *dummy*, para a qual atribui-se o valor 1 no ano em que a empresa i participou como compradora no ano t ; $d_F\&A (Alvo)_{it}$ é uma variável *dummy*, para a qual atribui-se o valor 1 no ano em que a empresa i participou como alvo no ano t ; $Pré_FAC_{it}$ é uma variável *dummy*, para a qual atribui-se o valor 1 no ano anterior ao evento em que a empresa i participou como compradora no ano i ; $Pré_FA_{it}$ é uma variável *dummy*, para a qual atribui-se o valor 1 no ano anterior ao evento em que a empresa i participou como alvo no ano t ; $Tamanho_{it}$ é o logaritmo do Ativo Total da empresa i no ano t ; MTB_{it} é a razão entre o valor de mercado das ações emitidas e o valor contábil do PL da empresa i no ano

t ; ROA_{it} é a razão entre o Lucro Líquido e o Ativo Total da empresa i no ano t ; $Alavancagem_{it}$ é a razão entre o valor da dívida total (longo prazo) e o ativo total da empresa i no tempo t ; e FCO_{it} é a razão entre o fluxo de caixa operacional e o ativo total do ano anterior da empresa i no ano t ;

De acordo com os argumentos apresentados, espera-se que os coeficientes β_4 e β_5 apresentem resultados significativos, respondendo à hipótese H₁, significativos e negativos, respondendo à hipótese H₂. Para a hipótese H₃ espera-se que esses coeficientes não sejam significativos.

Capítulo 4

4. ANÁLISE DOS DADOS

4.1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A Tabela 3 apresenta a distribuição frequências de F&A's, com separação de alvo e compradores:

TABELA 3 – FREQUÊNCIA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES									
Part. Evento	Ano								Total
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
d_compradora	11	10	5	7	2	6	2	10	53
d_alvo	0	4	1	0	0	0	1	6	12
Total	12	12	12	12	12	11	11	11	93

Fonte: Elaboração Própria

Para começar a explorar os dados da amostra, a Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis, acompanhadas dos respectivos testes de diferença de média, segregando os grupos entre as empresas que gerenciaram com o objetivo de aumentar o lucro daquelas que gerenciaram no sentido oposto em cada ano.

TABELA 4 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS							
Variáveis	N	Média	Desv.Pad	p.25	Mediana	p.75	Dif. (Neg-Pos)
Quadro A - Variáveis Métricas							
GR_abs	1585	0.08	0.08	0.02	0.06	0.11	0.006*
Tamanho	1585	14.87	1.63	13.82	14.98	15.97	-0.380***
ROA	1585	0.04	0.08	0.00	0.04	0.08	0.031***
Alavancagem	1585	0.36	0.20	0.21	0.34	0.47	Não sig.
FCO	1585	0.07	0.09	0.02	0.07	0.12	-0.067***
Tangibilidade	1585	0.27	0.27	0.02	0.21	0.43	0.082***
Bigfour	1585	0.42					4.807**
Quadro B - Direção dos Accruals Discricionários Absolutos							
Se GR >= 0	677	0.08	0.09	0.02	0.05	0.11	ND
Se GR < 0	908	0.08	0.07	0.03	0.06	0.11	ND

Fonte: Elaboração Própria

Notas: Todas as variáveis foram winsorizadas a 2.5% em cada cauda. **GR_abs** é o valor absoluto do gerenciamento de resultado via *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones Modificado; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total da empresa; **ROA** é o retorno sobre o ativo calculado pela

razão entre o lucro líquido da empresa e o ativo total do ano anterior; **Alavancagem** é estimado pela razão entre o passivo oneroso de curto e longo prazo sobre ativo do ano anterior; **FCO** é o fluxo de caixa operacional escalonado pelo ativo total no ano anterior; e **Tangibilidade** é a razão entre o imobilizado e o ativo do ano anterior; **Bigfour** é uma variável *dummy* que recebe 1 se a empresa foi auditada por uma das *Bigfour*, e 0 caso contrário. A coluna **Dif.(Neg-Pos)** representa os testes de diferenças de médias entre os grupos de observações separados por direção dos *accruals*. Exceto para a *dummy* de *Bigfour*, cujo teste considera a estatística qui-quadrado, as demais diferenças são testadas pelo teste t de *student*; e ND significa “Não Disponível”.

O gerenciamento do resultado via *accruals* discricionários apresenta uma média de 0.08, mas com um desvio-padrão de mesma magnitude. Isso sugere um coeficiente de variação (desvio padrão / média) de 1. Ainda, o teste t para $\text{diff} > 0$ sugere que as empresas auditadas por *Bigfour* apresentam um nível médio de gerenciamento de resultados menor do que as empresas não auditadas por *Bigfour*.

Nota-se também que as empresas da amostra apresentam um ROA médio de 4%, porém algumas empresas apresentaram retorno negativo, chegando a 45% em 2016 para a empresa ELEK4 (Elekeiroz). Ao todo, são 378 observações empresa-ano que apresentam retorno negativo, ou seja, apresentam prejuízo no período estudado. Isso representa cerca de 24% do total de observações da amostra. No sentido oposto, o maior retorno observado na variável winsorizada foi de 22% de lucro sobre o ativo, compartilhado por 31 observações (2%).

A segregação da amostra em empresas que gerenciaram para aumentar e diminuir o lucro mostram que, além do número de observações diferentes, mais empresas gerenciaram para baixo do que para cima. Além disso, as estatísticas das variáveis “FCO” e “ROA” sugerem uma diferença entre os grupos. Em testes não tabulados (teste t), confirmam-se que as médias são estatisticamente diferentes a 1% de alfa.

Adicionalmente, esses testes mostram que, em média, o FCO é significativamente menor entre as empresas que gerenciaram para cima em relação ao grupo de empresas que gerenciou para baixo. O oposto ocorre no caso do ROA.

Isso sustenta o uso das variáveis como controle, uma vez que baixa conversão da performance (lucro) em fluxo de caixa pode motivar o gerenciamento para atingir eventual meta de lucro ou o consenso de analistas.

Para explorar a diferença entre o nível de gerenciamento entre as empresas com e sem *Bigfour*, apresenta-se a Tabela 5:

TABELA 5 - TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIA PARA OS GRUPOS DE EMPRESAS AUDITADAS (E NÃO) POR BIGFOUR

<i>Bigfour</i>	N	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	[95% Conf.	Intervalo]
0	917	0.0839	0.0026	0.0774	0.0789	0.0889
1	668	0.0752	0.0028	0.0734	0.0697	0.0808
combined	1,585	0.0803	0.0019	0.0758	0.0765	0.0840
Diff		0.0087	0.0039		0.0011	0.0162
	diff =	mean(0) - mean(1)			t =	2.2558
Ho:	diff =	0.0086			df =	1583
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0			Ha: diff > 0	
Pr(T < t): 0.9879		Pr(T >t) = 0.0242			Pr(T >t) = 0.0121	

Fonte: Elaboração Própria

Apura-se que o nível de gerenciamento das empresas não auditadas por *Bigfour* é significativamente diferente (p-valor 0.0242) do nível das empresas auditadas por essas empresas de auditoria.

4.2. MATRIZ DE CORRELAÇÕES

A Tabela 6 apresenta a matriz de correlações de *Spearman*. Para facilitar a visualização, o asterisco representa as correlações significativas a pelo menos 5%:

TABELA 6 - MATRIZ DE CORRELAÇÕES DE SPEARMAN

	1	2	3	4	5	6	7	8
1 GR_abs	1							
2 Tamanho	0.0853*	1						
3 ROA	-0.0162	0.0207	1					
4 Alavancagem	0.0534*	0.2211*	0.1326*	1				

5	FCO	0.0246	0.0829*	0.5114*	0.0753*	-	1	
6	Tangibilidade	0.0813*	0.1059*	0.0885*	0.0591*	0.0209	1	
7	d_F&A (Alvo)	-0.0074	0.0585*	0.0129	0.02	0.0103	0.0235	1
	d_F&A	-	-	-	-	0.0985	0.1222	0.0726
8	(Compradora)	0.0775*	0.3693*	0.0443	0.1068*	*	*	*
		-	-	-	-	0.0628	-	0.0661
9	Bigfour	0.0614*	0.1980*	0.0148	0.0277	*	0.0269	*

Fonte: Elaboração Própria

Notas: Todas as variáveis foram winsorizadas a 2.5% em cada cauda. **GR_abs** é o valor absoluto do gerenciamento de resultado via *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones Modificado; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total da empresa; **ROA** é o retorno sobre o ativo calculado pela razão entre o lucro líquido da empresa e o ativo total do ano anterior; **Alavancagem** é estimado pela razão entre o passivo oneroso de curto e longo prazo sobre ativo do ano anterior; **FCO** é o fluxo de caixa operacional escalonado pelo ativo total no ano anterior; e **Tangibilidade** é a razão entre o imobilizado e o ativo do ano anterior; **d_F&A (Alvo)** é uma variável *dummy* que recebe o valor 1 para as empresas que participaram do evento como alvo, e 0 caso contrário; **d_F&A (Compradora)** é o mesmo para a participação como compradora; e **Bigfour** é uma variável *dummy* que recebe 1 se a empresa foi auditada por uma das *Bigfour*, e 0 caso contrário.

Dentre as variáveis explicativas, a correlação mais alta é entre alavancagem e o fluxo de caixa operacional (0.5114*), sugerindo que quanto maior o percentual de dívidas sobre o ativo, maior é o nível de geração de caixa da operação. Porém, a interpretação não pode ser feita diretamente. De maneira geral, afasta-se o eventual problema de multicolinearidade entre as variáveis explicativas. Contudo, isso será verificado por meio do Fator de Inflação da Variância (VIF) após as estimações dos modelos.

4.3. REGRESSÕES LINEARES

Para testar as hipóteses de pesquisa levantadas sobre o efeito da auditoria executada por *Bigfour* sobre o gerenciamento das empresas antes de Fusões & Aquisições, a Tabela 7 apresenta os resultados das regressões lineares estimadas com os dados empilhados (*pooled*), com o controle de ano.

TABELA 7 - COEFICIENTES ESTIMADOS NOS MODELOS DE REGRESSÕES LINEARES			
Variáveis	(Geral) adjm_abs	(GR ≥ 0) adjm_abs	(GR < 0) adjm_abs
Bigfour	-0.000618	-0.00188	0.000724

	(-0.177)	(-0.418)	(0.294)
d_F&A (Compradora)	-0.0100** (-2.167)	-0.0120* (-1.795)	-0.00329 (-1.008)
d_F&A (Alvo)	0.00659 (0.762)	0.0157 (1.381)	-0.00379 (-0.671)
<i>Bigfour</i> * Pré-F&A (Compradora)	-0.00861 (-0.616)	-0.00409 (-0.154)	-0.00369 (-0.473)
<i>Bigfour</i> * Pré-F&A (Alvo)	-0.00809 (-0.299)	-0.0361*** (-3.113)	0.0200 (1.006)
Tamanho	-0.00368*** (-2.935)	0.00241 (1.518)	-0.00184* (-1.856)
ROA	-0.0153 (-0.353)	0.708*** (12.90)	-0.723*** (-21.03)
Alavancagem	0.0390*** (3.701)	0.0314** (2.241)	0.0124* (1.858)
FCO	-0.0383 (-0.930)	-0.663*** (-16.27)	0.820*** (26.90)
Tangibilidade	-0.00261 (-0.346)	0.0902*** (8.999)	-0.0505*** (-10.23)
Constante	0.120*** (6.391)	-0.0387* (-1.726)	0.0437*** (2.908)
Número de Obs.	1,585	677	908
R ²	24.70%	59.00%	73.60%
R ² Ajustado	23.90%	57.90%	73.10%
Controle Ano	Sim	Sim	Sim
F-stat	19.68***	38.29***	78.58***

Fonte: Elaboração Própria

Notas: Todas as variáveis foram winsorizadas a 2.5% em cada cauda. **GR_abs** é o valor absoluto do gerenciamento de resultado via *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones Modificado; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total da empresa; **ROA** é o retorno sobre o ativo calculado pela razão entre o lucro líquido da empresa e o ativo total do ano anterior; **Alavancagem** é estimado pela razão entre o passivo oneroso de curto e longo prazo sobre ativo do ano anterior; **FCO** é o fluxo de caixa operacional escalonado pelo ativo total no ano anterior; e **Tangibilidade** é a razão entre o imobilizado e o ativo do ano anterior; **d_F&A (Alvo)** é uma variável *dummy* que recebe o valor 1 para as empresas que participaram do evento como alvo, e 0 caso contrário; **d_F&A (Compradora)** é o mesmo para a participação como compradora; e **Bigfour** é uma variável *dummy* que recebe 1 se a empresa foi auditada por uma das *Bigfour*, e 0 caso contrário.

Em função dos diferentes incentivos para as empresas que participam como alvo daquelas que participam dos eventos como compradora, os modelos contemplam as duas interações com a variável *Bigfour*. Na coluna “Geral”, as variáveis de interação testam e não validam a hipótese 1 de pesquisa de que *Bigfour* afeta o nível de gerenciamento de resultados pré-evento.

Investigando apenas as empresas que gerenciaram com o objetivo de aumentar o lucro (coluna “GR ≥ 0”), a variável de interação apresenta um resultado negativo e significativo (-0.0361***) apenas para as empresas que participaram como

alvo. Com isso, é possível validar a hipótese 2 de pesquisa. Isto é, há evidências de que as auditorias executadas por *Bigfour* parecem diminuir os incentivos para o aumento de lucro dessas empresa pré-evento. Contudo, as evidências não confirmam o efeito para as empresas que participaram como compradora.

A ausência de significância para as variáveis de interesse na última coluna (“GR < 0”) valida a última hipótese de pesquisa, que funciona como um “efeito placebo”. Isto é, a não significância de *Bigfour* no pré-evento das empresas que gerenciam para baixo reforça os argumentos de que as empresas buscam melhorar sua imagem, em termos de lucro, antes de participarem de uma F&A.

Ademais, as variáveis de controle, nos diferentes modelos, cumpriram o papel de isolar o efeito sobre as variáveis de interesse. Em especial, observa-se que empresas com mais retorno sobre o ativo gerenciam mais para cima, enquanto há uma relação negativa entre ROA e o volume de gerenciamento para baixo, corroborando com os achados de Cohen, Dey e Lys (2008) e Gunny (2010). Alinhado com a interpretação da variável de Fluxo de Caixa Operacional, os coeficientes invertidos quando se compara o gerenciamento para cima com o para baixo reforçam uma ideia de “estoque de lucro gerenciável”, ou seja, quando ele se encontra descolado da geração do correspondente fluxo de caixa.

Sobre a alavancagem, é possível notar um efeito positivo e significativo, o que sugere maior gerenciamento à medida que aumenta o nível de dependência de recursos de terceiros. O resultado vai na linha da literatura, que sugere que essa dependência de recursos é acompanhada de maior pressão sobre a administração para entregar um resultado condizente com as cláusulas dos contratos de dívida (Watts & Zimmerman, 1978).

Os resultados também sugerem que quanto maior a empresa, menor é o nível de gerenciamento (para ambos os lados). Isso coincide com o raciocínio de que grandes empresas têm maiores custos políticos. Esse maior “holofote” sobre as atitudes da gestão acaba por inibir o gerenciamento por meio de escolhas contábeis (Watts & Zimmerman, 1978).

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou o impacto do monitoramento externo exercido através das empresas de auditoria (*Bigfour*) sobre o gerenciamento de resultados antes das operações de fusão e aquisição nas empresas, no período de 2010 a 2017, usando como amostra as empresas de capital aberto listadas na B3 que foram analisadas sob duas vertentes (compradoras e alvo). Este artigo contribui para essa literatura crescente estudando os impulsionadores econômicos da eficácia do monitoramento externo.

Analisando os resultados, no ano anterior à F&A as empresas auditadas por *Bigfour* que figuraram como alvo e que gerenciaram para obterem maiores lucros diminuíram o gerenciamento de resultados em relação aos demais anos. Em outras palavras, isso sugere que a auditoria executada por *Bigfour* pré-evento desincentivou a prática oportunista da gestão. Os achados corroboram com Njah e Jarboui (2013) de que é menos provável que os gestores utilizem sua discricionariedade para gerenciar os resultados durante o período anterior à oferta da fusão e aquisição do que quando suas empresas são auditadas por. Lin e Hwang (2010) através de seus estudos utilizando a meta-análise integrando os resultados de 48 estudos independentes encontraram resultados de que é possível que empresas auditadas por *Bigfour* apresentem menor nível de gerenciamento de resultado antes de fusões e aquisições.

Contudo, diferente de Djama e Boutant (2006), os resultados não se mantêm para as empresas auditadas por *Bigfour* pré-evento como compradoras.

Em relação às empresas, tanto compradoras como alvo, propensas a gerenciarem seus lucros para baixo e que foram auditadas por uma *Bigfour* no pré-evento, não sofreram nenhum impacto por estarem nesta condição. Isso reforça ainda mais os achados na literatura de que a presença de auditorias *Bigfour* mitiguem o nível de gerenciamento de resultados, pois se as empresas já são propensas a diminuir seus lucros, a presença da *Bigfour* de fato não irá afetar o nível de gerenciamento de seus resultados, reforçando assim os resultados encontrados para validação da hipótese 2.

De uma forma geral, os resultados ainda mostram que não é possível concluir que os efeitos de monitoramento exercidos pelas auditorias *Bigfour* sobre as empresas da amostra mitiguem o gerenciamento de resultado por *accruals* discricionários, nem mesmo em um cenário de pré-fusão & aquisição. Uma possível explicação está no fato de que as empresas que compram outras já são grandes e complexas, e por isso possuem estruturas internas de gestão que mitigam o gerenciamento a um certo nível, que impede o incremento de escrutínio teoricamente trazido pelas *Bigfour*.

Os resultados deste estudo têm implicações significativas para os acionistas, analistas, gestores, legisladores e CVM, uma vez que estes são impactados significativamente pelas informações contábeis e se beneficiarão da compreensão de como a auditoria executada por *Bigfour* em empresas no período de pré-fusão & aquisição afetam o gerenciamento de resultados. Segundo Gaspar, Massa e Matos (2005), a escolha de participar de fusões e aquisições pode afetar significativamente o valor do acionista. Por isso, os resultados podem contribuir para analistas e investidores no incremento de *inputs* nos modelos de avaliação. Ainda os resultados têm impacto para empresas que crescem comprando outras empresas, uma vez que

estas podem escolher dentre as empresas alvo as que sejam auditadas por Big4 diminuindo assim o risco de gerenciamento de resultados.

No entanto, algumas limitações são atribuídas ao trabalho: i) o tamanho reduzido da amostra; ii) ausência de um mercado de fusões e aquisições altamente competitivo; iii) medição do gerenciamento de resultados apenas por *accruals* e iv) a não segregação da forma de pagamento nas operações de F&A's.

Os resultados indicam que pesquisas futuras devem levar em consideração outros mecanismos de governança corporativa. Ainda, examinar as implicações da estrutura de propriedade sobre a pressão nos resultados das empresas e a influência do grau de concorrência do mercado de F&As no gerenciamento de resultado.

Além disso, dadas as evidências da prática de gerenciamento de resultados por atividades reais (Campa & Hajbaba, 2016; Cupertino, Martinez, & Costa Jr., 2016), sugere-se investigar por outras abordagens de gerenciamento, e uma vez que segundo Lennox, Wang, e Wu (2018) e Collins, Pungaliya e Vijn (2016) quando as operações de F&A's são financiadas por ações ao invés de dinheiro, as empresas tendem a praticar o gerenciamento de resultados, logo, deve ser feito um estudo analisando suas formas de pagamentos.

REFERÊNCIAS

- Almeira, D. M., & Bezerra, F. A. (2012). Influência do fluxo de caixa operacional no gerenciamento de resultados em empresas da construção civil listadas na BM&FBovespa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 9(3), 228-238.
- Anagnostopoulou, S. C., & Tsekrekos, A. E. (2013). Do firms that wish to be acquired manage their earnings? Evidence from major European countries. *International Review of Financial Analysis*, 30, 57-68.
- Anagnostopoulou, S. C., & Tsekrekos, A. E. (2015). Earnings management in firms seeking to be acquired. *The British Accounting Review*, 47(4), 351-375.
- Andriosopoulos, D., & Yang, S. (2015). The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom. *Journal of Banking & Finance*, 50, 547-561.
- Antonio, Maysa Oliveira de Melo. (2010). Gerenciamento de resultados operacionais em fusões e aquisições no Brasil. (Dissertação de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCEPE, Vitória, ES, Brasil. Recuperado em 05 de agosto, 2019, de http://www.fucepe.br/_public/producao_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Maysa%20Oliveira%20de%20Melo%20Antonio.PDF
- Ball, R. (2013). Accounting informs investors and earnings management is rife: Two questionable beliefs. *Accounting Horizons*, 27(4), 847-853.
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary accounting research*, 15(1), 1-24.
- Benkraiem, R. (2008). The influence of institutional investors on opportunistic earnings management. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5(1), 89-106.
- Bethel, J. E., Hu, G., & Wang, Q. (2009). The market for shareholder voting rights around mergers and acquisitions: Evidence from institutional daily trading and voting. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 129-145.
- 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.
- Campa, D., & Hajbaba, A. (2016). Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings management. *International Review of Financial Analysis*, 44, 56-64.

- Chen, K. Y., Lin, K. L., & Zhou, J. (2005). Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. *Managerial Auditing Journal*, 20(1), 86-104.
- Cheng, S., Nagar, V., & Rajan, M. V. (2005). Identifying control motives in managerial ownership: Evidence from antitakeover legislation. *The Review of Financial Studies*, 18(2), 637-672.
- 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.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83(3), 757-787.
- Collins, DW, Pungaliya, RS e Vijh, AM (2016). Os efeitos do crescimento firme e das opções de especificação do modelo nos testes de gerenciamento de resultados em configurações trimestrais. *The Accounting Review* , 92 (2), 69-100.
- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa Jr, N. C. A. D. (2016). Consequências para a Rentabilidade Futura com o Gerenciamento de Resultados por Meio de Atividades Operacionais Reais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), 232-242.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dias, N. P., Huppes, C. M., Lopes, A. C. V., & Noriller, R. M. JBS em foco: o que as demonstrações financeiras falam?. *Cadernos de Gestão e Empreendedorismo*, 8(2), 125-139.
- Djama, C., & Boutant, J. (2006). Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange: le cas des fusions françaises. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 12(2), 191-217.
- Djama, C., & Boutant, J. (2006). Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange: le cas des fusions françaises. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 12(2), 191-217.

- Erickson, M., & Wang, S. W. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 149-176.
- Fishman, M. J. (1989). Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions. *The Journal of Finance*, 44(1), 41-57.
- Francis, J. R., Maydew, E. L., & Sparks, H. C. (1999). The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: a Journal of Practice & theory*, 18(2), 17-34.
- Gaspar, J. M., Massa, M., & Matos, P. (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of financial economics*, 76(1), 135-165.
- Gong, G., Louis, H., & Sun, A. X. (2008). Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *The Journal of Finance*, 63(2), 947-986.
- Gong, G., Louis, H., & Sun, A. X. (2008). Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 62-77.
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313-334.
- Gul, F. A., Fung, S. Y. K., & Jaggi, B. (2009). Earnings quality: Some evidence on the role of auditor tenure and auditors' industry expertise. *Journal of accounting and Economics*, 47(3), 265-287.
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- Habbash, M. (2012). Mecanismos de governança corporativa e gerenciamento de resultados: evidências da Arábia Saudita. *Revista de Pesquisa Contábil*, 11 (1), 49-84.
- Habbash, M., & Alghamdi, S. (2017). Audit quality and earnings management in less developed economies: the case of Saudi Arabia. *Journal of Management & Governance*, 21(2), 351-373.
- Hadani, M., Goranova, M., & Khan, R. (2011). Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of business research*, 64(12), 1352-1360.
- Harris, O., Madura, J., & Glegg, C. (2010). Do managers make takeover financing decisions that circumvent more effective outside blockholders?. *The quarterly review of economics and finance*, 50(2), 180-190.
- Henry, D. (2004). Corporate governance and ownership structure of target companies and the outcome of takeovers. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12(4), 419-444.

- Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 44-70.
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting research*, 40(1), 105-134.
- InforMoney (2011). De <https://www.infomoney.com.br/negocios/forjas-taurus-esclarece-sobre-reestruturacao-societaria/>
- Jones, JJ (1991). Gerenciamento de ganhos durante investigações de alívio de importação. *Journal of accounting research* , 29 (2), 193-228.
- Jornal Valor Econômico. (2019). De <https://www.valor.com.br/empresas/6067599/fusoes-e-aquisicoes-devem-crescer-15-em-2019-diz-pwc>
- Karim, M. A., Sarkar, S., & Zhang, S. (2016). Earnings management surrounding M&A: Role of economic development and investor protection. *Advances in accounting*, 35, 207-215.
- Lennox, C., Wang, Z. T., & Wu, X. (2018). Earnings management, audit adjustments, and the financing of corporate acquisitions: Evidence from China. *Journal of accounting and economics*, 65(1), 21-40.
- Lin, J. W., & Hwang, M. I. (2010). Audit quality, corporate governance, and earnings management: A meta-analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), 57-77.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of financial economics*, 74(1), 121-148.
- Martinez, A. L. (2013). Earnings management in Brazil: a survey of the literature. *Brazilian Business Review*, 10(4), 1-29.
- Matos, J. A. de. (2001). Theoretical foundations of corporate finance. Princeton University Press.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Njah, M., & Jarboui, A. (2013). Institutional investors, corporate governance, and earnings management around merger: evidence from French absorbing firms. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 18(35), 89-96.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business research*, 30(4), 313-326.
- Perry, S. E., & Williams, T. H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 157-179.

- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Sudarsanam, P. S. (1995). *The essence of mergers and acquisitions*. Pearson PTR.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The journal of finance*, 53(6), 1935-1974.
- Valle, M. R. D. (2008). Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112–134.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.
- Zang, A. Y. (2011). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The accounting review*, 87(2), 675-703.
- Zhou, J., & Elder, R. (2002). Audit firm size, industry specialization and earnings management by initial public offering firms. *Binghamton University, NY, USA*