

Accruals discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações

Discretionary accruals in business combinations and the stock price

Divengos discrecionales en las combinaciones de negocios y el precio de las acciones

Leandro Augusto Toigo

Doutorando em Ciências Contábeis e Administração na Fundação Universidade Regional de Blumenau – FURB

Professor do curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Oeste do Paraná – UNIOESTE

Endereço: Maranhão, nº 2577, Centro

CEP: 85805-220 – Cascavel/PR – Brasil

E-mail: leandro.toigo@unioeste.br

Telefone: + 55 (45) 8806-1818

Tânia Cristina Chiarello

Mestre em Ciências Contábeis na Fundação Universidade Regional de Blumenau – FURB

Professora do curso de Ciências Contábeis do Instituto Cenecista Fayal de Ensino Superior - IFES

Endereço: Avenida Nereu Ramos, nº 1671, Bairro: Centro

CEP: 88380-970 – Balneário Piçarras/SC – Brasil

E-mail: tcchiarello@gmail.com

Telefone: +55 (47) 9667-0503

Roberto Carlos Klann

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pelo PPGCC FURB. Professor da Universidade Regional de Blumenau – FURB.

Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau - FURB

Endereço: Rua Antônio da Veiga, nº 140, Sala D-202, Bairro: Victor Konder, Caixa Postal 1507

CEP: 89012-900 – Blumenau/SC – Brasil

E-mail: rklann@furb.br

Telefone: + 55 (47) 3321-0565

Artigo recebido em 10/05/2014. Revisado por pares em 12/06/2014. Recomendado para publicação em 30/07/2014 por Sandra Rolim Ensslin (Editora Científica). Publicado em 15/12/2014.

Resumo

Este estudo objetivou avaliar a relação dos *accruals* discricionários em períodos pré e pós-combinação de negócios no Brasil com o desempenho da companhia no mercado de ações no mesmo período. Utilizou-se o modelo Kang e Silvaramakrishnan (1995) e calculou-se as médias dos *accruals* nos períodos pré e pós-combinação de negócios das empresas que passaram por processo de combinação de negócios com troca de ações para o período de 2011 e 2012. Os resultados indicam que nos períodos pré-combinação de negócios ocorreu gerenciamento de resultados negativo superior ao observado nos períodos posteriores. Também verificou-se que não existe associação significativa entre *accruals* discricionários, lucro por ação e *book-to-market* do período pré-combinação com o lucro por ação dos trimestres posteriores à combinação de negócios. Conclui-se que no grupo de empresas analisadas não sofreram a influência dos *accruals* discricionários no desempenho de mercado das companhias adquirentes.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Combinação de negócios. Desempenho da companhia.

Abstract

This study aimed to evaluate the relationship of discretionary accruals in pre- and post-business combination periods in Brazil with the company's performance in the stock market in the same period. We used Kang and Silvaramakrishnan model (1995) and were calculated the averages of accruals in the pre- and post-business combination of the companies that have gone through the process of business combination with exchange of shares for the period 2011 and 2012. The results indicate that during business pre-combination periods there was a negative income management higher than that observed in subsequent periods. It was also checked that there is no statistically significant association between discretionary accruals, earnings per share and book-to-market from the pre-combination period with earnings per share of subsequent quarters to the business combination. We conclude that in the group of companies analyzed have not suffered the influence of discretionary accruals on the market performance of the acquiring companies.

Keywords: Earnings management. Business Combinations. Company performance.

Resumen

Este estudio tuvo como objetivo evaluar la relación de los devengos discrecionales en períodos antes y después de la combinación de negocios en Brasil con el desempeño de la compañía en el mercado de acciones en el mismo período. Se utilizó el modelo de Kang y Silvaramakrishnan (1995) y se calcularon los promedios de los devengos en los períodos de antes y después de la combinación de negocios de las empresas que han pasado por el proceso de combinación de negocios con canje de acciones para el período 2011 y 2012. Los resultados indican que durante los períodos anteriores a la combinación de negocios hubo una gestión de ingresos negativa superior a la observada en los períodos siguientes. También se verificó que no existe asociación significativa entre los devengos discrecionales, la ganancia por acción y book-to-market del período anterior a la combinación con ganancias por acción de los trimestres posteriores a la combinación de negocios. Llegamos a la conclusión de que en el grupo de empresas analizadas no han sufrido la influencia de los devengos discrecionales en el funcionamiento del mercado de las compañías adquirentes.

Palabras clave: Gestión de los ingresos. Combinación de negocios. Desempeño de la compañía.

1 Introdução

O crescimento das corporações, além de outros fatores, pode ser resultado do seu processo de reestruturação ou combinação de negócios, o que nem sempre resulta na maximização da riqueza de todos os seus proprietários. Combinações de negócios, conforme o Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1), do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), 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. Entre as formas jurídicas previstas neste tipo de operação estão a fusão, a cisão e a incorporação.

Essas combinações são eventos importantes associados com a criação, distribuição e redistribuição da riqueza (HIGGINS, 2012), sendo que tais operações têm motivado pesquisadores (ERICKSON; WANG, 1999; SHIVAKUMAR, 2000; LOUIS, 2004; GONG; LOUIS; SUN, 2008) a relatar a existência do gerenciamento de resultados nos processos de combinação de negócios. Para Schipper (1989), gerenciamento de resultado é a intervenção das informações contábeis divulgadas com o objetivo de obter alguns ganhos privados. O mesmo ocorre quando os gestores fazem uso de julgamentos nos relatórios financeiros que acabam prejudicando certos grupos de *stakeholders* (HEALY; WAHLEN, 1999).

Há na literatura modelos para detecção do gerenciamento de resultados por meio da estimação dos *accruals*, como os de Healy (1985) e DeAngelo (1986), que são os únicos que se baseiam nos *accruals* totais. Há também modelos que apresentam como *proxy* os *accruals* discricionários, tais como: modelos de Dechow e Sloan (1991), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Kang e Sivaramakrishnan (1995), Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Pae (2005) e Barth, Landsman e Lang (2008). A diferença entre *accruals* discricionários e não discricionários é que os não discricionários são os *accruals* (acumulações) realizados pelos gestores de acordo com a realidade do negócio. Já os *accruals* discricionários são os realizados artificialmente, com a finalidade de gerenciar o resultado contábil da organização. Portanto, eles não acompanham a realidade da empresa e podem ser positivos ou negativos (MARTINEZ, 2008).

Erickson e Wang (1999) pesquisaram 78 empresas envolvidas em combinações de negócios realizadas com troca de ações no período de 1985 a 1990 nos Estados Unidos da América (EUA), sendo que os pesquisadores observaram que as companhias gerenciavam ganhos maiores nos períodos anteriores à combinação de negócios e que esses estavam positivamente relacionados com o tamanho do negócio.

Não foi encontrada correlação significativa entre os *accruals* discricionários e desempenho dos emitentes de longo prazo quando esse desempenho é medido por meio do valor das ações na amostra pesquisada por Shivakumar (2000). Segundo o pesquisador, o mercado desfaz completamente os efeitos da manipulação de resultados no anúncio da combinação de negócios. Entretanto, os resultados não podem ser generalizados, uma vez que para anular completamente os efeitos, os investidores precisam observar as ações dos gestores. Uma vez que os gestores têm diversas maneiras de manipular os lucros, é improvável que o mercado saiba exatamente o quanto eles têm inflacionado os relatórios.

Nas combinações de negócios de empresas norte americanas realizadas entre 1992 e 2000, Louis (2004) encontrou forte evidência de que as empresas adquirentes inflavam seus lucros no trimestre anterior ao anúncio de combinação de negócios com troca de ações. Esses resultados sugerem que há evidências que o baixo desempenho das ações após o processo de combinação de negócios é em parte atribuível à reversão dos efeitos dos preços das ações de um período de gerenciamento de resultados.

Gong, Louis e Sun (2008) encontraram associação positiva entre gerenciamento de resultado e maior valor das ações no período pré-combinação de negócios com a existência de processos administrativos no período pós-reestruturação nos EUA. Esses autores observaram

que o mercado prevê de maneira parcial os efeitos dos processos pós-combinação de negócios de longo prazo. As evidências do estudo sugerem que é importante que os investidores evitem investimentos sujeitos ao gerenciamento de resultados, pois estes podem prejudicar os preços das ações e resultar em custos de litígio.

Botsari e Meeks (2008) constataram que companhias adquirentes em processos de combinação de negócios e atuantes na Bolsa de Valores de Londres realizaram o gerenciamento de resultado para se financiar nas aquisições de outras companhias. Assim, as adquirentes não utilizaram seus recursos reais para adquirir suas participações nas novas companhias, e sim, recursos do próprio mercado de capitais, por meio de um resultado inflado de suas ações.

Higgins (2012) analisou no período de 1990 a 2004 o comportamento dos adquirentes de combinação de negócios japoneses quanto ao gerenciamento de resultados. Esse autor sugere a existência de *accruals* discricionários positivos a longo prazo antes do anúncio da reestruturação. Além disso, observou fortes evidências de que o grau de gerenciamento de resultados no Japão vem sendo minimizado pelo monitoramento dos investidores e bancos estrangeiros. O mesmo autor sugere que o gerenciamento de resultados ocorre de forma diferente nos países, devido aos seus controles regulatórios.

Com base no exposto, principalmente pela abordagem de Higgins (2012) sobre a ocorrência da minimização do gerenciamento de resultados no Japão imposta por seus investidores e pela estrutura bancária existente; além do fato de que, nos processos de combinação de negócios, os investidores minoritários do mercado de capitais podem ter dificuldade em identificar a ocorrência do gerenciamento de resultados e suas implicações, elaborou-se a seguinte pergunta de pesquisa: qual é a relação entre os *accruals* discricionários nos períodos pré e pós-combinação de negócios e o desempenho de mercado das companhias adquirentes no Brasil? Assim, o estudo objetiva avaliar a relação dos *accruals* discricionários em períodos pré e pós-combinação de negócios no Brasil com o desempenho da companhia no mercado de ações no mesmo período.

A presente pesquisa fundamenta-se por não ter sido encontrado pesquisas visando à identificação de *accruals* discricionários em processos de combinação de negócios e sua relação com o desempenho da companhia no mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, este estudo visa identificar no Brasil o desempenho das companhias por meio do preço das ações, objeto dos estudos realizados por Louis (2004) e Gong, Louis e Sun (2008) no Mercado de capitais norte-americano. Além disso, espera-se que esta investigação contribua para a discussão conceitual do assunto e o surgimento de novas pesquisas no país.

2 Referencial Teórico

Nesta seção são abordados temas que embasam, conceitualmente, as abordagens temáticas apresentadas ao longo da pesquisa, de forma que as variáveis do estudo estejam amparadas por pesquisas anteriores sobre gerenciamento de resultados e combinação de negócios.

2.1 Gerenciamento de Resultados por Meio de Accruals

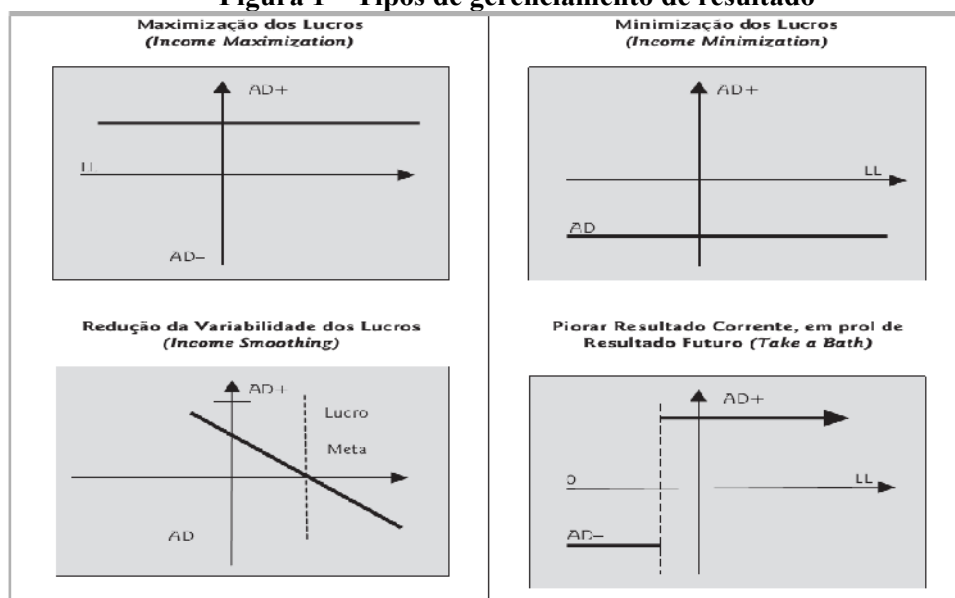
A forma de medida mais utilizada para detecção de gerenciamento de resultados identificada na literatura são os *accruals* discricionários, os quais envolvem ativos e passivos que suportam as operações cotidianas da empresa, com a atuação dos gerentes que podem manipulá-los, como aumento dos ganhos (TEOH, WELCH; WONG, 1998).

Martinez (2008) detalha que a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido é conhecida como *accruals* (acumulações). Portanto, *accruals* seriam todas aquelas contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades.

Klann (2011) aborda que os *accruals* totais são divididos em: discricionários e não discricionários. A parte discricionária é aquela que é gerenciável, ou depende de julgamento do gestor, como, por exemplo, a depreciação. Já o *accruals* não discricionários, por sua vez, são aqueles provenientes do próprio regime de competência adotado pela contabilidade, tal como as vendas a prazo.

De acordo com Martinez (2008), *accruals* discricionários são *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis e o grande desafio é estimar o seu valor, sendo que estes podem ser positivos ou negativos, representando que a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los. O autor demonstra graficamente os modelos de gerenciamento de resultados existentes na literatura, conforme a Figura 1.

Figura 1 – Tipos de gerenciamento de resultado



Fonte: Martinez (2008).

Na Figura 1, Martinez (2008) apresenta os padrões de gerenciamento de resultados contábeis a partir dos *accruals* discricionários. Compreende todos os lançamentos contábeis associados ao princípio da competência, que não envolvam caixa, e em que a avaliação discricionária do gestor é crucial para o reconhecimento de uma receita ou despesa. Segundo o autor, no eixo horizontal está registrado o lucro líquido (LL), oscilando de valores negativos a valores positivos. No eixo vertical, estão os *accruals* discricionários, oscilando de um nível negativo máximo até um limite máximo positivo, sendo que os *accruals* discricionários

positivos aumentam superficialmente o lucro, enquanto os *accruals* discricionários negativos diminuem o lucro.

2.2 Gerenciamento de Resultados em Operações de Combinação de Negócios

Alguns pesquisadores começaram a observar e relatar, por meio das suas pesquisas, o gerenciamento de resultados que ocorre antes dos processos de combinação de negócios. Erickson e Wang (1999) relatam que em muitas combinações as empresas adquirentes usam suas ações para adquirir as ações da nova companhia. Ao contrário do que ocorre com a aquisição em dinheiro, em transações com ações o valor da remuneração recebida pelo acionista da nova empresa depende do valor de mercado da empresa adquirente, ou seja, o número de ações que a empresa adquirente terá na nova empresa depende do valor de mercado de sua ação na data da ocorrência do negócio. Dessa forma, uma cotação mais elevada da ação no mercado reduz o número de ações que a adquirente deve usar na troca. Portanto, a empresa adquirente tem incentivos para aumentar o preço das suas ações antes da combinação de negócio. Uma das maneiras para isso é apresentar um lucro contábil inflado, por meio da utilização de *accruals* discricionários positivo.

Segundo Erickson e Wang (1999), sua pesquisa demonstra que os *accruals* discricionários aumentam até o momento da combinação de negócio. Logo em seguida, tais *accruals* caem e se estabilizam a baixo do parâmetro que estavam anteriormente. Este resultado é consistente com a conclusão de que elas utilizam procedimentos contábeis em uma tentativa de aumentar o preço de suas ações antes da combinação de negócios.

Uma empresa adquirente em uma combinação de negócios pode aumentar o seu lucro contábil, adiando as despesas, acelerando o recebimento de receitas ou manipulando procedimentos contábeis. Essa manipulação das informações contábeis pode parecer atraente, pois em consonância com o aumento dos preços das ações devido ao gerenciamento de resultados, ocorrem ganhos superficiais que podem alavancar a ausência de ganhos econômicos reais. Dessa forma, em um processo de combinação de negócios com troca de ações, a adquirente compra outra empresa por um custo menor, pois sua ação foi valorizada artificialmente e na troca de ações consegue adquirir maior participação na nova companhia (ERICKSON; WANG, 1999).

Louis (2004) explica que o desempenho anormal das ações no mercado pode ser oriundo da reversão dos efeitos causados pelo gerenciamento de resultados pré-combinação de negócios, tanto a curto como a longo prazo. O mesmo autor destaca ainda que os investidores do mercado de capitais pesquisados não perceberam os efeitos do gerenciamento de resultados no valor das ações próximas à data da ocorrência do negócio. Este valor da ação, em um mercado de capitais eficiente, não poderia apresentar retorno previsível, entretanto, observou-se que manteve característica de baixo desempenho.

O baixo desempenho das ações no mercado de capitais é o resultado da inversão dos resultados inflados nos períodos anteriores. Além disso, a reversão pós-combinação de negócios não é facilmente prevista pelos analistas financeiros, podendo durar por vários trimestres (LOUIS, 2004).

A empresa adquirente e seus assessores são os usuários da informação contábil. Por estarem provavelmente familiarizados com muitas das estratégias de gerenciamento de resultados, podem empregá-las em combinações de negócios. Para o adquirente, o custo de detecção pode ser significativo, pois a empresa pode exigir uma relação de troca maior ou até

mesmo ameaçar a transação se o gerenciamento de resultados for detectado. Assim, o adquirente pode optar por não manipular ganhos para cima antes de uma incorporação por ações (ERICKSON; WANG, 1999).

O gerenciamento de resultados, conforme Erickson e Wang (1999), ao contrário da fraude, envolve a seleção de estimativas contábeis e procedimentos que estão em conformidade com os procedimentos contábeis aceitos. É evidente e parece razoável que tanto a adquirente como a empresa alvo possam gerir os ganhos de pré-fusão, e que cada uma ajuste o preço da transação com a finalidade de gerenciar os resultados esperados. Caso o adquirente não consiga alcançar seus ganhos previstos, acaba pagando um preço mais elevado para a empresa alvo.

Na concepção de Shivakumar (2000), os emissores de ações não podem fornecer garantias da ausência de gerenciamento de resultados. Portanto, pressupõe-se que a estimativa de gerenciamento de resultados de mercado é imparcial, implicando no preço da ação, com probabilidade de queda. Os erros na avaliação do gerenciamento tendem a reverter-se nos anos seguintes. Assim, mesmo se a avaliação é imparcial, conseqüentemente, o desempenho das ações dos adquirentes pós-combinação de negócios tem correlação negativa com o gerenciamento de resultados.

Para Higgins (2012), o benefício econômico em jogo depende de quando o adquirente entra em conflito com outras partes que estão interessadas na combinação de negócios, principalmente credores. Quando existe o interesse dos credores, o custo de aquisição incorrido pelo adquirente aumenta oriundo desse conflito. O adquirente deve contemplar o risco de que a empresa resultante da concentração pode vir a ter que liquidar ativos da adquirente para cumprir obrigações financeiras, uma vez que há probabilidade de que os ativos não tenham qualidade suficiente para cumprir com as próprias obrigações. Quanto maior o risco de ter ativos de baixa qualidade, maior o conflito com os credores. Esses riscos tendem a aumentar o incentivo do adquirente para aliviar esse custo via gerenciamento de resultados.

O mesmo autor sustenta que o gerenciamento de resultados é relativamente mais caro no Japão do que nos Estados Unidos da América (EUA) ou Inglaterra, devido ao controle regulatório existente no país, pois existe na estrutura de propriedade das empresas grandes blocos econômicos formados por instituições financeiras, que são grandes credores destas companhias e possuem participação acionária e influência significativa na gestão. Isso orienta os gestores das empresas a uma perspectiva de longo prazo, sem a existência de pressões para a realização do gerenciamento de resultados.

Em meio a todo esse processo de gerenciamento de resultado da empresa adquirente e majoritária para aquisição de empresas por um menor custo, os investidores minoritários do mercado de capitais podem ter dificuldade em identificar a ocorrência do gerenciamento de resultados e suas implicações (ERICKSON; WANG, 1999). Uma vez que os gestores decidam financiar a aquisição por meio de troca de ação, eles passam a ter incentivos para inflacioná-las, administrando seus lucros divulgados. Dessa forma, se os investidores não identificam que os ganhos reportados de uma adquirente foram inflados, as ações em ofertas serão inflacionadas. Portanto, quando ocorrer o anúncio de troca de ações, pode sinalizar o superfaturamento para o mercado, conseqüentemente, resultando em uma queda no preço futuro da ação (LOUIS, 2004).

Louis (2004a) constatou que o gerenciamento de resultado é um determinante significativo de perdas das empresas que na fusão são adquirentes nos dias que antecedem a

combinação de negócios. Neste sentido, Gong, Louis e Sun (2008) encontraram uma associação negativa e significativa da reação do mercado de capitais a um anúncio do mesmo evento. Louis (2005) também encontrou uma associação positiva entre os índices *book-to-market* (BM) que utiliza o preço da ação e o *accruals* discricionários (AD) antes da combinação de negócios.

Com base no exposto nesta seção, estabelecem-se as hipóteses de pesquisa H_1 e H_2 .

H_1 – Há uma relação negativa entre os *accruals* discricionários no período pré-combinação e o retorno da ação das empresas no período pós-combinação de negócios;

H_2 – Há uma relação positiva entre os *accruals* discricionários e o retorno da ação antes da combinação de negócios.

3 Procedimentos Metodológicos

Com o objetivo de atender à proposta do estudo são apresentadas nesta seção a caracterização da pesquisa, a população e amostra e a análise dos dados.

3.1 Características da Pesquisa

Este estudo busca avaliar a relação dos *accruals* discricionários nos períodos pré e pós-combinação de negócios com o desempenho das companhias no mercado de ações brasileiro. Para tal, realizou-se um estudo descritivo, apoiado em pesquisa documental, com abordagem quantitativa dos dados.

3.2 População e Amostra

A amostra foi constituída consultando-se as notas explicativas de todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA. Como resultado obteve-se uma relação de 32 empresas vinculadas a diversos setores econômicos, que realizaram combinações de negócios no papel de adquirentes no período base de 2011 e 2012. A distribuição das empresas entre os setores ficou da seguinte forma: 9 de bens industriais, 7 bens materiais, 6 de consumo não cíclico, 3 de consumo cíclico, 2 de petróleo e gás, 2 de telecomunicações, 2 de tecnologia da informação e uma de energia elétrica.

3.3 Coleta e análise dos dados

A relação de companhias que passaram por combinação de negócios foi obtida por meio da análise das notas explicativas e relatórios da administração, disponíveis no sítio da BM&FBOVESPA, em agosto de 2013, referente aos anos de 2011 e 2012. Logo em seguida, coletaram-se os saldos de algumas contas patrimoniais e resultados das companhias na base de dados da Economática[®], a fim de realizar a análise do gerenciamento de resultados nos períodos de 2010 a 2013. Também a partir da mesma base de dados foram coletadas as informações do retorno da ação (RET), lucro por ação (LPA) das empresas, o valor de mercado das ações para elaborar a relação proposta pela fórmula do *Book-to-market* (BM), que é valor de mercado/valor contábil do patrimônio líquido. Estas informações sobre RET,

LPA e BM foram introduzidas na avaliação dos *accruals* por fazerem parte do modelo estatístico do estudo que está sendo replicado, no caso, o estudo de Gong, Louis e Sun (2008).

A análise de dados foi dividida em duas partes, a primeira relacionou-se ao cálculo dos RET, LPA, BM e *accruals* (AD) antes da combinação de negócios. Na segunda parte fez-se a mesma análise, só que para o período posterior à combinação de negócios. Para verificar a existência de *accruals* discricionários, analisou-se trimestralmente contas contábeis patrimoniais e de resultado dos anos de 2010 e 2011 (pré-combinação) e de 2012 e 2013 (pós-combinação). O retorno das ações do período pré-combinação (RET_PRE) foi obtido pela divisão do preço da ação do semestre anterior à combinação de negócios com o preço da ação de quatro trimestres anteriores ao último preço tomado. Para avaliar o retorno das ações pós-combinação (RET_POS) foi dividido o preço da ação de quatro trimestres posteriores ao trimestre subsequente à realização da combinação de negócios.

Para verificar a existência do gerenciamento de resultados, foi utilizado o Modelo de Kang e Silvaramakrishnan (1995), ou modelo KS, que segundo Martinez (2008), é dotado de maior robustez estatística, que por sua vez, opera diretamente com as contas contábeis do balanço e do resultado, evitando-se indesejáveis problemas de comparar valores em moedas de diferentes períodos. Os *accruals* discricionários são computados como resíduos da Equação 1, nos dados termos.

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it}$$

$$AD_{it} = AT_{it} - \{\phi_0 + \phi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}]\} \quad (1)$$

AT_{it} = Acumulações Totais = (CGL – Depreciação & Amortização_t)

Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação)

$Desp_{it}$ = Custos de Despesas Operacionais antes da Depreciação & Amortização

CGL = Capital de Giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar

At.Imob_{it}: Ativo Imobilizado e Ativo Diferido

C.Receber_{i,t-1} = Contas a Receber no período $t-1$

DEPREC_{i,t-1} = Despesas de Depreciação

δ_1 = C.Receb_{i,t-1}/Rec_{i,t-1}

δ_2 = (Δ CGL – CRec_{it})/Desp_{i,t-1}

δ_3 = DEPREC_{i,t-1}/A.Imob_{i,t-1}

As variáveis Rec_{it}, Desp_{it}, At.Imob_{it} são escaladas em termos de ativos totais.

Conceitualmente, um *accrual* discricionário positivo significa que a companhia está gerenciando seus resultados para aumentá-los. Por outro lado, um *accrual* negativo implica que a organização estaria tomando decisões e adotando práticas contábeis que objetivam reduzir o lucro líquido. Logo em seguida, foi calculada a média trimestral de *accruals* de cada empresa, dois anos antes e um ano depois da combinação de negócios.

Em ambos os períodos coletou-se o Lucro por ação trimestral nos anos da análise. Para o *Book-to-Market* (BM) foi realizada uma comparação entre os preços médios trimestrais antes da combinação de negócios com os preços médios posteriores. Existem empresas que realizam múltiplas aquisições, sendo que para elas foi utilizado como base de estudo a última combinação de negócios realizada.

Para atender as duas hipóteses do estudo, foram desenvolvidos dois modelos de regressão linear múltipla. Para atender à primeira hipótese elaborou-se a Equação 2 e para a segunda hipótese utilizou-se a Equação 3.

$$RET_POS = \beta_0 + \beta_1 AD_PRE + \beta_2 LPA_PRE + \beta_3 BM_PRE + \varepsilon \quad (2)$$

$$RET_PRE = \beta_0 + \beta_1 AD_PRE + \beta_2 LPA_PRE + \beta_3 BM_PRE + \varepsilon \quad (3)$$

Na construção do modelo de regressão da equação 2 foi utilizado o retorno por ação após a combinação de negócios (RET_POS) como a variável dependente. Como variáveis independentes utilizou-se: os *accruals* discricionários no período pré-combinação de negócios (AD_PRE), obtido a partir do Modelo KS; o lucro por ação no período pré-combinação (LPA_PRE); e o *book-to-market* no período pré-combinação (BM_PRE). Na equação 3 foi utilizado o retorno por ação no período pré-combinação de negócios (RET_PRE) como variável dependente e como variáveis independentes AD_PRE, LPA_PRE e BM_PRE.

As Equações 2 e 3 foram extraídas do estudo de Gong, Louis e Sun (2008), que por sua vez, foi adaptado para as informações do mercado de capitais brasileiro. Foram retiradas do modelo as variáveis processos administrativos pós-combinação de negócios (PSUIT); relação do total de ativo da adquirida com o total de ativo da adquirente (RSIZE); variável binária que assume zero para empresa de capital fechado e um para capital aberto (PRIVATE); variável binária que assume zero para uma operação de compra e um para um negócio de comunhão de interesses (POOL); variável binária que assume um quando as duas empresas são do mesmo setor econômico e zero caso contrário (SAME_IND); e número total de ações ordinárias da adquirente controlada pelo CEO do adquirente dividido pelo número de ações ordinárias em circulação (CEOSH). Tais variáveis foram excluídas por não terem sido encontradas informações consistentes no mercado de capitais brasileiro.

Para analisar os dados coletados das variáveis, verificou-se a normalidade da amostra pelo teste *Kolmogorov-Smirnov* (K-S), no qual constatou-se que os dados são normais. Nos dados das variáveis das Tabelas 4, 5 e 6 também foram realizados testes de heteroscedasticidade, não sendo necessário fazer correções. Para fazer a análise da regressão também se fez teste de autorrelação dos resíduos e de multicolinearidade. Com os testes mencionados realizados, partiu-se para a análise da regressão multivariada.

4 Apresentação e Análise dos Resultados

Na descrição e análise dos resultados são apresentados os resultados do presente estudo. Inicialmente aborda-se o retorno das ações antes e após a combinação de negócios realizada pelas organizações estudadas, posteriormente, é apresentado o cálculo do gerenciamento de resultados, logo após o lucro por ação antes e após a combinação de negócios, analisando os efeitos da combinação de negócios no valor de mercado das ações. Também nesse tópico é analisado o valor de mercado X valor contábil nos períodos pré e pós-combinação de negócios e para finalizar e atender ao objetivo da pesquisa, especificamente a hipótese 1 é apresentado a relação entre os *accruals* e o preço da ação nos períodos pré e pós-combinação de negócios.

4.1 Retorno das Ações Antes e Após a Combinação de Negócios

De modo geral, os achados da pesquisa não confirmam as expectativas levantadas pelas hipóteses do estudo. Inicialmente os dados foram coletados junto a Economática[®] e logo em seguida foram tabulados e demonstrados em quadros comparativos com o retorno da ação, *accruals* discricionários, lucro por ação e *book-to-market* dos períodos pré e pós-combinação de negócios. Logo após, os dados foram preparados para a realização da análise multivariada para tentar responder a hipótese 1 e 2 deste estudo. Como primeiro passo da análise dos resultados, a seguir é apresentado o retorno da ação analisado pelo seu valor médio (entre os trimestres), de forma comparativa entre os períodos pré e pós-combinação de negócios, conforme a Tabela 1.

Tabela 1 – Retorno da ação pré e pós-combinação de negócios

Nome	RET PRE	RET POS
Arezzo Co	58,47%	0,66%
Autometal	42,72%	-14,04%
Braskem	-28,64%	3,43%
BRF AS	37,33%	39,20%
CCR AS	31,73%	-0,33%
Cemig	69,82%	-7,57%
Contax	-22,46%	-0,60%
Duratex	51,48%	-9,37%
Embraer	5,32%	14,94%
Fibria	20,21%	-3,23%
Forja Taurus	-51,97%	23,52%
Gerdau	34,06%	-10,36%
Gerdau Met	28,30%	-5,49%
Hrt Petroleo	-52,83%	-62,59%
Ideiasnet	-36,12%	-2,72%
Inds Romi	-38,19%	-9,67%
Iochnp-Maxion	16,47%	14,18%
JBS	10,53%	30,27%
Klabin S/A	-0,68%	64,53%
Lupatech	-45,11%	-74,55%
Marcopolo	10,30%	61,62%
Marfrig	-25,32%	-36,44%
Minerva	122,09%	-12,21%
MMX Miner	-17,02%	-65,17%
Oi	16,97%	-47,78%
P.Acucar-Cbd	1,71%	1,64%
Qgep Part	-26,67%	-18,43%
Springs	-17,07%	5,09%
Tereos	-12,73%	26,19%
Tim Part S/A	-13,60%	43,52%
Totvs	-4,23%	20,59%
Weg	28,86%	21,44%
MÉDIA	193,71%	-9,73%

Fonte: Dados da pesquisa.

Verificando a Tabela 1, observa-se o retorno médio de R\$ 193,71% no período pré-combinação e R\$ -9,73% no período pós-combinação de negócios. Estes resultados demonstram significativa diferença entre retorno da ação entre os dois períodos, o que converge com os resultados de Louis (2004) e Gong, Louis e Sun (2008), que encontraram retorno da ação maior no período pré-combinação de negócios.

4.2 Cálculo do Gerenciamento de Resultados

Foi adotado o Modelo KS (1995) para encontrar os *accruals* discricionários de cada empresa. Assim, foram calculados *accruals* trimestrais do primeiro trimestre de 2010 ao segundo trimestre de 2013. Separou-se então os saldos trimestrais no período antes (2010 e 2011) e depois (2012 e 2013) da combinação de negócios. Na Tabela 2 apresenta-se um comparativo dos dois períodos de análise, por meio da média simples de cada empresa, que é acompanhada da análise de aumento ou redução em valores absolutos e percentuais.

Tabela 2 - Accruals discricionários pré e pós-combinação de negócios

Nome/AD	PRÉ CN	PÓS CN	Diferença	%
Arezzo Co	6,56	4,99	-1,57	-23,96
Autometal	-1,16	0,94	2,10	-181,24
Braskem	-1,56	-1,70	-0,14	9,15
BRF AS	-1,21	-0,23	0,99	-81,35
CCR AS	-4,36	-5,69	-1,33	30,56
Cemig	-1,76	-0,61	1,14	-65,19
Contax	-2,15	-1,40	0,75	-35,00
Duratex	-1,42	-0,49	0,93	-65,44
Embraer	0,25	1,59	1,33	527,50
Fibria	-1,28	-0,21	1,07	-83,79
Forja Taurus	-0,46	0,45	0,91	-198,12
Gerdau	-1,07	-0,26	0,80	-75,20
Gerdau Met	-1,08	-0,38	0,69	-64,62
Hrt Petroleo	19,60	1,12	-18,48	-94,27
Ideiasnet	0,31	2,72	2,41	781,63
Inds Romi	-0,50	0,38	0,88	-175,73
Iochp-Maxion	-1,72	-0,40	1,32	-76,50
JBS	-1,43	-0,58	0,85	-59,60
Klabin S/A	-1,43	0,03	1,46	-101,87
Lupatech	-1,28	-2,23	-0,95	74,43
Marcopolo	0,43	1,38	0,95	222,69
Marfrig	-1,54	-0,01	1,53	-99,37
Minerva	-0,55	2,30	2,85	-521,00
MMX Miner	-0,21	-4,10	-3,89	1837,48
Oi	-1,15	-0,29	0,86	-74,78
P.Acucar-Cbd	-0,81	-0,51	0,30	-37,41
Qgep Part	-0,25	1,28	1,53	-616,94
Springs	-1,05	-0,17	0,88	-83,71
Tereos	-2,10	-0,21	1,89	-90,15
Tim Part S/A	-1,62	-0,56	1,06	-65,35
Totvs	2,58	3,60	1,02	39,70
Weg	-0,39	0,24	0,63	-163,05
MÉDIA	-0,12	0,03	0,15	-126,08

Fonte: Dados da pesquisa.

Pela análise da Tabela 2, observa-se a existência de representativas variações das médias dos *accruals* entre as diferentes empresas nos períodos pré e pós-combinação de negócios. De modo geral, verifica-se que o *accrual* médio total do período pré-combinação de negócios foi de -0,12, enquanto que no período pós-combinação foi de 0,03. Dessa forma, constata-se que, em média, a ocorrência do gerenciamento de resultados com *accruals* discricionários negativos no período pré e positivos no período pós-combinação. Os resultados encontrados são contrários aos de Erickson e Wang (1999) e Louis (2004), que encontraram gerenciamento de resultados positivos antes das operações de combinação de negócios.

4.3 Lucro por Ação antes e Após a Combinação de Negócios

Logo após a avaliação dos *accruals* discricionários, analisou-se os efeitos da combinação de negócios no desempenho das empresas. Para isso, verificou-se o lucro por ação no período pré e pós-combinação de negócios. O lucro por ação foi coletado da base de dados da Economática® e analisado pelo seu valor médio (entre os trimestres), de forma comparativa entre os períodos, conforme a Tabela 3.

Tabela 3 – Lucro por ação pré e pós-combinação de negócios

Nome/AD	LPA PRÉ CN	LPA PÓS CN	Diferença	%
Arezzo Co	0,25	0,27	0,03	10,37
Autometal	0,37	0,28	-0,09	-23,68
Braskem	0,24	-0,13	-0,38	-154,43
BRF AS	0,29	0,35	0,06	21,14
CCR AS	0,12	0,18	0,06	54,05
Cemig	0,62	1,17	0,55	88,68
Contax	0,34	0,10	-0,24	-71,69
Duratex	0,18	0,24	0,06	32,04
Embraer	0,14	0,14	0,00	-2,78
Fibria	-0,20	-0,32	-0,12	58,16
Forja Taurus	0,08	0,08	0,01	7,76
Gerdau	0,32	0,16	-0,17	-51,67
Gerdau Met	0,48	0,21	-0,27	-56,57
Hrt Petroleo	-0,26	-0,52	-0,26	97,87
Ideiasnet	-0,05	0,06	0,11	-227,80
Inds Romi	0,12	-0,11	-0,23	-198,72
Iochp-Maxion	0,53	0,23	-0,30	-56,14
JBS	0,01	0,10	0,09	1693,33
Klabin S/A	0,11	0,15	0,04	38,69
Lupatech	-1,16	-1,55	-0,38	32,88
Marcopolo	0,09	0,08	-0,01	-12,37
Marfrig	-0,16	-0,42	-0,26	163,56
Minerva	-0,09	-0,51	-0,42	462,20
MMX Miner	-0,03	-0,31	-0,28	819,40
Oi	0,63	0,27	-0,35	-56,39
P.Acucar-Cbd	0,72	0,86	0,14	19,38
Qgep Part	0,08	0,18	0,10	134,16
Springs	-0,38	-0,16	0,21	-56,70
Tereos	0,06	0,00	-0,06	-93,28

Tim Part S/A	0,18	0,17	-0,01	-7,73
Totvs	0,25	0,32	0,07	28,17
Weg	0,24	0,30	0,06	26,37
MÉDIA	0,13	0,06	-0,07	-54,05

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 3, verifica-se que no período pré-combinação de negócios as companhias apresentavam um Lucro médio total por ação de R\$ 0,13, enquanto que no período posterior observou-se o lucro médio total de R\$ 0,06, sendo estas médias estatisticamente significativas ao nível de 95%, com base no Teste t para diferença de médias. Isso representa uma acentuada diferença nos lucros por ações entre os dois períodos, sendo que este resultado converge com os estudos de Louis (2004) e Gong, Louis e Sun (2008), que encontraram LPA positivo no período pré-combinação de negócios.

4.4 Valor de Mercado x Valor Contábil nos Períodos Pré e Pós-combinação de Negócios

Depois da abordagem do Lucro por ação, analisou-se o efeito da relação do valor de mercado das ações sobre o valor patrimonial ou *Book-to-Market* (BM). A avaliação foi segmentada no período pré e pós-combinação de negócios. Os respectivos dados foram coletados da base Economática[®] e analisados pelo seu valor médio, de forma comparativa entre os períodos, conforme a Tabela 4.

Tabela 4 – Relação BM pré e pós-combinação de negócios.

Nome/AD	BM PRÉ CN	BM PÓS CN	Diferença	%
Arezzo Co	0,19	0,14	-0,05	-25,74
Autometal	0,59	0,47	-0,12	-19,96
Braskem	0,84	0,86	0,02	2,41
BRF AS	0,54	0,40	-0,14	-26,47
CCR AS	0,15	0,10	-0,05	-32,76
Cemig	0,63	0,65	0,01	2,35
Contax	0,25	0,34	0,08	31,99
Duratex	0,55	0,50	-0,05	-9,51
Embraer	0,62	0,54	-0,08	-12,96
Fibria	1,64	1,13	-0,51	-30,96
Forja Taurus	1,01	1,04	0,03	3,28
Gerdau	0,84	1,07	0,23	27,21
Gerdau Met	1,01	1,33	0,32	31,21
Hrt Petroleo	0,66	2,73	2,07	315,72
Ideiasnet	0,44	0,77	0,32	73,09
Inds Romi	1,01	1,62	0,61	59,85
Iochp-Maxion	0,43	0,37	-0,05	-12,67
JBS	1,20	1,12	-0,09	-7,13
Klabin S/A	0,95	0,58	-0,37	-38,88
Lupatech	0,07	-1,70	-1,76	-2.685,93
Marcopolo	0,37	0,26	-0,11	-30,35
Marfrig	1,16	0,96	-0,20	-17,33
Minerva	0,76	0,40	-0,36	-46,91
MMX Miner	0,49	1,34	0,85	171,92
Oi	1,41	1,26	-0,15	-10,79
P.Acucar-Cbd	0,42	0,34	-0,08	-19,59

Qgep Part	0,61	0,73	0,11	18,43
Springs	2,61	2,04	-0,57	-21,88
Tereos	1,33	1,40	0,07	5,62
Tim Part S/A	0,59	0,69	0,10	17,77
Totvs	0,13	0,14	0,01	4,15
Weg	0,29	0,25	-0,05	-15,50
MÉDIA	0,74	0,75	0,0015	0,2077

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se pela Tabela 4 que os resultados médios da relação entre o valor contábil e o valor de mercado (BM) não demonstraram diferença significativa nos períodos pré e pós-combinação de negócios. Entretanto, verificam-se diferenças pontuais, isoladas e significativas que não interferem nas inferências anteriores.

4.5 Relação Entre os Accruals e o Retorno da Ação nos Períodos Pré e Pós-combinação de Negócios

Para atender ao objetivo da pesquisa e especificamente à hipótese 1, torna-se necessário aplicar a regressão linear múltipla, utilizando como variável dependente o retorno da ação no período pós-combinação de negócios (RET_POS) e como variáveis independentes: os valores pré-combinação de negócios dos *accruals* discricionários (AD_PRE), do lucro por ação (LPA_PRE), *book-to-market* (BM_PRE) e o retorno da ação (RET_PRE). Na Tabela 5 são apresentados os resultados destas relações extraídos do programa SPSS.

Tabela 5 - Resultados da regressão no período pré e pós-combinação.

Variáveis	Sinal	Modelo 1		
		Coefficiente	T - estatístico	Significância
(Constante)		-0,062	-0,582	0,565
AD_PRE	+	-0,020	-1,313	0,200
LPA_PRE	+	0,287	1,590	0,123
BM_PRE	+	0,027	0,237	0,814
RET_PRE	+	-0,005	-0,032	0,975
R ²	0,175			
R ² ajustado	0,052			
F- estatístico	1,428			
Durbin-Watson estatístico	1,760			
Observações (empresa-trimestre)	416 (32 empresas x 13 trimestres)			
Significância	0,252			

*Variável dependente: RET_POS.

Fonte: Dados da pesquisa.

Analisando a Tabela 5, verifica-se que o modelo estatístico, que não é significativo, demonstra que não existe relação significativa entre os *accruals* discricionários (AD_PRE), lucro por ação (LPA_PRE) e o *book-to-mark* (BM_PRE) do período pré-combinação de negócios com o retorno da ação no período pós-combinação de negócios (RET_POS). Este resultado não era esperado e nem congruente com os resultados do estudo de Louis (2004) e Gong, Louis e Sun (2008), que encontraram gerenciamento de resultados no período pré-combinação e uma relação negativa e significativa entre o gerenciamento e o retorno da ação do período pós-combinação. Ao analisar o sinal dos coeficientes, as variáveis não

significativas tiveram sinais de acordo e contrários aos esperados, resultados não esperados segundo estudo de Gong, Louis e Sun (2008). Dessa forma, a hipótese 1 deste estudo não pode ser confirmada com as empresas que realizaram combinação de negócios nos anos de 2011 e 2012 no Brasil. Para complementar o teste realizado e apresentado na Tabela 5, foi aplicada a regressão linear simples com as variáveis RET_POS (dependente) e AD_PRE (independente), conforme apresentado na Tabela 6.

Tabela 6 - Resultados da regressão entre RET POS e AD PRE

Variáveis	Sinal	Modelo 1		
		Coefficiente	T - estatístico	Significância
(Constante)	-	-0,006	-0,105	0,917
AD_PRE	-	-0,024	-1,700	0,099
R ²	0,088			
R ² ajustado	0,058			
F-estatístico	2,891			
Durbin-Watson estatístico	2,239			
Observações (empresa-trimestre)	416 (32 empresas x 13 trimestres)			
Significância	0,099			

*Variável dependente: RET_POS.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 6 os resultados da Tabela 5 foram confirmados, pois mesmo a utilização apenas das variáveis RET_POS e AD_PRE não proporcionaram um modelo e nem variáveis com significância, que por sua vez, revelam a inexistência da influência do gerenciamento de resultado pré-combinação de negócios com o retorno das ações pós-combinação.

Para atender a hipótese 2 foi elaborado outro modelo de regressão linear múltipla, relacionando o retorno da ação pré-combinação (RET_PRE), como variável dependente, e o lucro por ação (LPA_PRE), o *book-to-market* (BM_PRE) e os *accruals* discricionários (AD_PRE) como variáveis independentes, todos pertencentes unicamente ao período pré-combinação de negócios, cujos resultados estão apresentados na Tabela 7.

Tabela 7 - Resultados da regressão no período pré-combinação

Variáveis	Sinal	Modelo 1		
		Coefficiente	T - estatístico	Significância
(Constante)		0,054	0,437	0,665
AD_PRE	+	-0,015	-0,893	0,380
LPA_PRE	+	0,385	1,955	0,061
BM_PRE	+	-0,060	-0,459	0,650
R ²	0,174			
R ² ajustado	0,086			
F-estatístico	1,966			
Durbin-Watson estatístico	2,271			
Observações (empresa-trimestre)	416 (32 empresas x 13 trimestres)			
Significância	0,142			

*Variável dependente: RET_PRE.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme demonstrado na Tabela 7, não foi encontrada significância entre as variáveis AD_PRE e BM_PRE do período pré-combinação que determinasse o retorno da ação (RET_PRE). Entretanto, verificou-se apenas a significância desta última com a variável lucro por ação (LPA_PRE), mas somente a 90%. Tal constatação é pode ser explicada, pois o lucro por ação é proveniente do lucro líquido, que influencia constantemente o retorno da ação no mercado de capitais, porque os investidores buscam companhias que apresentem maiores lucros para a valorização das suas ações. Tais resultados também não eram esperados e são contrários aos achados de Gong, Louis e Sun (2008), que encontraram associação positiva entre gerenciamento de resultados e maior retorno das ações no período pré-combinação de negócios. Dessa forma, este resultado não confirma a segunda hipótese deste estudo.

5 Considerações Finais

Esta pesquisa objetivou verificar a relação dos *accruals* discricionários em períodos pré-combinação de negócios no Brasil e o desempenho de mercado de ações da companhia nos períodos posteriores. Para tal, pesquisa descritiva e documental, com análise quantitativa, foi desenvolvida com 32 companhias brasileiras que realizaram operações de combinação de negócios no período de 2011 e 2012. Os *accruals* discricionários foram calculados de forma trimestral a partir do segundo semestre de 2010 ao segundo semestre de 2013, sendo que este período total foi dividido pela ocorrência da combinação de negócios em 2011 e 2012. Como resultados da pesquisa verificou-se que as 32 empresas pesquisadas apresentaram médias trimestrais distintas de *accruals* discricionários do período pré e pós-combinação de negócios. Observou-se média geral maior no período pós-combinação de negócios do que no período pré, evidenciando que as companhias não praticaram gerenciamento antes da combinação de negócios objetivando inflar seus resultados. Constatou-se também que há maior lucro e retorno por ações nos períodos pré-combinação de negócios em comparação com o período posterior, mesmo havendo *accruals* negativos superiores no período pré em relação ao período pós-combinação. Conclui-se, assim, que as operações de combinação de negócios levaram a uma queda no desempenho das empresas no trimestre seguinte ao processo. Para tentar confirmar a primeira hipótese do estudo, que previa uma relação negativa entre os *accruals* discricionários no período pré-combinação e o retorno da ação das empresas no período pós-combinação de negócios, aplicou-se a regressão linear múltipla e verificou-se que não há significância entre as variáveis retorno da ação pós-combinação de negócios com as variáveis de gerenciamento de resultados, *Book-to-market* e Lucro por ação do período pré-combinação. Com este resultado a primeira hipótese do estudo foi rejeitada.

Com a mesma ferramenta estatística, a segunda hipótese da pesquisa, que estabelecia uma relação positiva entre os *accruals* discricionários e o retorno da ação antes da combinação de negócios, também foi analisada com as variáveis de retorno da ação, lucro por ação, gerenciamento de resultados e *Book-to-market* do período pré-combinação de negócios. Como os resultados obtidos não foram significativos, rejeitou-se também a segunda hipótese do estudo.

Conclui-se, dessa forma, que as empresas brasileiras envolvidas em processos de combinação de negócios no período de 2011 e 2012 não utilizaram de práticas de gerenciamento de resultados, por meio da utilização de *accruals* discricionários, com o

objetivo de elevar o valor de suas ações no período pré-combinação. Tais resultados são contrários aos observados por Louis (2004) e Gong, Louis e Sun (2008), em empresas norte-americanas.

No entanto, algumas limitações deste estudo merecem ser destacadas. Primeiramente quanto ao período de análise, restrito em apenas dois anos (2011 e 2012), o que resultou em um número relativamente pequeno de empresas (32) e conseqüentemente de observações (416). A análise também foi restrita aos trimestres imediatamente anterior e posterior à combinação, não permitindo uma análise com foco mais a longo prazo.

Como sugestão para futuros estudos, indica-se verificar o desempenho das ações da empresa a longo prazo, ou seja, um estudo que verifique a relação dos *accruals* discricionários em períodos pré e pós-combinação de negócios no Brasil e o desempenho de mercado das ações da companhia a curto e a longo prazo, envolvendo nesta última uma avaliação de pelo menos quatro anos.

Referências

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, forthcoming, 2008.

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

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC 15 (R1) *Combinação de negócios*, 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>>

CUPERTINO, César Medeiros; MARTINEZ, Antonio Lopo; COSTA JR., Newton C. A. da. Anomalia dos *accruals* no mercado brasileiro de capitais. *XXXV EnANPAD*, Rio de Janeiro - RJ, 2011.

DEANGELO, L. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, v.67, p. 77-96, 1986.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of accounting and Economics*, v. 14, n. 1, p. 51-89, 1991.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G; SWEENY, A. P. Detecting earnings management. *The Accounting Review. Sarasota*, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

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

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

GONG, G.; LOUIS, H.; SUN, A. X. Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 46, n. 1, p. 62-77, 2008.

HEALY P. M; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*. Sarasota, v.13, p. 365-383, 1999.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes of accounting decisions. *Journal of Accounting & Economics*. Rochester, v. 7, p. 85-107, 1985.

HIGGINS, Huong N. Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2012.

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

KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHANAN, K. Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, Rochester, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.

KLANN, R. C. *Gerenciamento de Resultados: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS*. 2011. 297f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LOUIS, H. Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, v.74, p. 121–148, 2004.

LOUIS, H., 2005. Acquirers' abnormal returns and the non-Big 4 auditor clientele effect. *Journal of Accounting and Economics* 40, 75–99

LUIZ, Ivone Gonçalves; NASCIMENTO, Marília; DOS SANTOS PEREIRA, Luiz Claudio. Impacto do gerenciamento de resultados no retorno anormal: estudos empíricos dos resultados das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo-BOVESPA. In: *Congresso USP Controladoria e Contabilidade, VIII*. 2008.

MARTINEZ, A. L. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade e Finanças - USP*. São Paulo: v. 19, n.46, p. 7-17, jan/abr, 2008.

PAE, Jinhan. Expected accrual models: the impacto f operating cash flows and reversals of accruals. *Review of quantitative finance and accounting*, v. 24, n. 1, p. 5-22, 2005.

PAULO, Edilson et al. A influência da cobertura das empresas de rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. In: *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. 2008.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*. Sarasota, v. 3, p. 91-102, 1989

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

TEOH, S.H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial economics*, v. 50, n.1, p. 63-99, 1998.