

FUSÕES, AQUISIÇÕES E EARNINGS MANAGEMENT: REVISÃO SISTEMÁTICA DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA EM LÍNGUA INGLESA

OSCAR NETO DE ALMEIDA BISPO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)
oscar@ufsj.edu.br

SAULO CARDOSO MAIA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)
saulocm@ufsj.edu.br

LEANDRO EDUARDO VIEIRA BARROS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)
leandro.barros@ifsudestemg.edu.br

FRANCISVAL DE MELO CARVALHO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)
francarv@dae.ufla.br

Introdução

Diversos autores demonstraram interesse em conhecer o que ocasiona a diminuição de valor após as fusões e aquisições (M&As). Na visão de alguns, a assimetria informacional e o oportunismo dos gestores são condicionantes para essa diminuição, haja vista que estes podem utilizar de discricionariedade para gerenciar as informações contábil-financeiras (earnings management – EM) dispondo-se a retratar uma realidade da empresa que não é a verdadeira, objetivando atender aos seus próprios interesses.

Problema de Pesquisa e Objetivo

Visando contribuir com a fronteira do conhecimento sobre as implicações do EM para as transações de M&As, o estudo procurou responder: como se encontra o estado da arte dos temas M&As e earnings management? O objetivo geral ficou delimitado em realizar uma revisão bibliográfica sistemática nos artigos sobre M&As e EM para identificar e analisar aqueles mais relevantes publicados em língua inglesa, disponíveis na base Web of Science.

Fundamentação Teórica

Para Jensen e Meckling (2008), devido aos interesses particulares, gestores e acionistas podem conflitar quanto às escolhas que envolvem a organização. Assim, em momentos de M&As os gestores, movidos pelo interesse particular, podem praticar EM usando discricionariedade nos accruals anormais para interferir a informação contábil a ser divulgada ao mercado e, conseqüentemente, afetar a análise do desempenho da empresa ou influenciar as relações contratuais que dependam da contabilidade.

Metodologia

Revisão sistemática em artigos sobre M&As e EM, contidos na base Web of Science. O período de análise contemplou o ano 1945 ao 1º trimestre de 2016, com as palavras-chave earnings management, accruals, earnings manipulations e managing earnings, sendo rastreadas por meio de rótulos e operadores booleanos – AND e OR. A amostra final contemplou 7 artigos, conforme delimitado pelo valor h-index. Utilizaram-se os memorandos reflexivos e diagramação propostos por Finfigeld-Connett (2014).

Análise dos Resultados

Há evidências que: a) as companhias adquirentes aumentam o lucro ex ante M&As stock for stock; b) o desempenho de M&As stock for stock é inferior àquelas realizadas com pagamento por meio de caixa; c) existe associação positiva entre os accruals anormais ex ante e o surgimento de processos judiciais ex post às M&As stock for stock; d) é realizado EM para aumento do lucro utilizando-se accruals do balanço patrimonial – mas, esse resultado não se aplica utilizando-se accruals a partir da DFC.

Conclusão

A revisão sistemática verificou que há interesse na utilização de accounting choices para elevar os lucros nos períodos próximos às M&As. Utilizar os accruals do balanço patrimonial para aferir o EM traz resultados conflitantes, quando comparado aos accruals calculados pela DFC. Pesquisas futuras poderiam estudar accounting information e value relevance evidenciando os impactos, por exemplo, do compliance, impairment e fair value para as companhias envolvidas em M&As.

Referências Bibliográficas

FINFGELD-CONNETT, Deborah. Use of content analysis to conduct knowledge-building and theory-generating qualitative systematic reviews. *Qualitative Research*, v. 14, n. 3, p. 341-352, 2014.
JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE*, vol. 48, nº 2, abr./jun. 2008, pp. 87-125.

FUSÕES, AQUISIÇÕES E *EARNINGS MANAGEMENT*: REVISÃO SISTEMÁTICA DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA EM LÍNGUA INGLESA

1. INTRODUÇÃO

Dado o número de atividades de fusões e aquisições, em âmbito internacional e também nacional, diversos agentes têm demonstrado interesse em conhecer os efeitos dessas transações. Conforme esclarece Nardi (2012, p.6), as fusões e aquisições “têm sido parte do cotidiano do mercado corporativo, refletindo desde simples mudanças de controle até reformulações de estratégias corporativas” e mudanças no ambiente institucional.

A Comissão de Valores Mobiliários (2013 p.152) complementa que, fatores como “a globalização da produção e a redução de barreiras no comércio mundial” forçaram as empresas “a aumentarem sua produtividade e sua participação no mercado, na tentativa, principalmente, de obter ganhos de escala”. Aproveitando-se de momentos em que a economia experimenta altas taxas de crescimento, as empresas são mais propensas a realizarem transações que envolvem fusões e aquisições, surgindo, dessa forma, bons ambientes de negócios.

Cabe salientar que, tanto nacional quanto internacionalmente, as pesquisas consideram que no rol das fusões e aquisições (em inglês conhecidas como *mergers and acquisitions* – M&As) estão as transações que envolvem operações em que há a tomada de controle de uma entidade por outra – *takeover* –, seja por fusão, aquisição hostil ou amigável, oferta pública, ou outras formas de reestruturações societárias, como compras, *joint ventures* e incorporações. Considerando tais transações, de acordo com dados divulgados pela PricewaterhouseCoopers (2016), no período de janeiro de 2010 a fevereiro de 2016 foram registrados 4.847 anúncios de transações envolvendo aquisições de participações controladoras, compra de participações não-controladoras, *joint venture*, fusões, incorporações e cisão no mercado de M&As brasileiro.

Diversos estudos evidenciaram que estas transações levam as empresas a determinados patamares de aumento ou redução de valor durante o tempo. Autores como Bradley, Desai e Kim (1983), Coase (1937), Jensen (1986), Manne (1965), Roll (1986) e Shleifer e Vishny (1989) podem ser considerados precursores de teorias que estudam os efeitos no valor das M&As. A preocupação comum desses autores foi estudar os conflitos e forças que moldam o tamanho, a natureza e os efeitos das tomadas de decisões dentro das empresas. Para eles, as decisões empresariais são moldadas a partir de fatores como: eficiência dos custos de transação, sinergia, custos de agência, fluxo de caixa livre, entrincheiramento da gestão e o excesso de confiança dos gestores. Todos estes fatores são cruciais para a elaboração da melhor estratégia de maximização do valor das empresas.

No entanto, apesar de ser pertinente entender o que leva à maximização de valor das empresas que optaram por M&As, torna-se conveniente compreender, principalmente, o que causa a diminuição de valor. Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000) e Weston, Siu e Johnson (2001) expõem que o conflito de agência é um dos condicionantes para a ocorrência da redução de valor das empresas que passaram por M&As. Para estes autores, dependendo das pretensões do gestor, estas operações proporcionarão resultados equivocados, aquém daquele esperado pelos investidores.

Sobre esse ponto de vista, Jensen (1986) esclarece que os gestores são os agentes dos acionistas, e que essa relação é repleta de conflitos de interesses. Para Jensen (1986) os gestores têm incentivos para fazer com que as suas empresas cresçam além do tamanho ótimo. Com o crescimento da empresa cresce o poder do gestor, haja vista o aumento de recursos sob o seu controle. Portanto, é de se ponderar que promovendo M&As para aumentar a dimensão da empresa, tem-se a possibilidade de proporcionar maior poder ao gestor e, conseqüentemente, a possibilidade de aumento na assimetria informacional.

Inserido no contexto de assimetria informacional, os gestores podem utilizar de oportunismo e discricionariedade para definir os critérios contábeis a serem utilizados por suas empresas. O interesse principal seria o gerenciamento das informações contábil-financeiras (*earnings management* – EM) para retratar uma realidade da empresa que não é a verdadeira. Por meio do EM os gestores têm a possibilidade de evidenciar resultados que podem seduzir os acionistas da companhia a concordarem com a realização de M&As, haja vista que estes não percebem a ação oportunista daqueles. Assim, o EM pode ser classificado como um exemplo de utilização da assimetria informacional para gerar benefícios aos gestores das empresas (agentes) em detrimento dos seus acionistas (principal).

2. DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA E OBJETIVO DE PESQUISA

A partir do exposto na introdução, torna-se relevante a realização de estudos que possam contribuir com a fronteira do conhecimento no que tange às implicações da assimetria informacional e, principalmente, os impactos do EM para as transações de M&As. Especificamente, é importante levantar aquilo que já se produziu sobre o tema EM concomitante com operações de M&As. Ou seja, considerando a importância das M&As no cenário mundial, **como se encontra o estado da arte dos temas M&As e *earnings management*?**

Visando responder o problema de pesquisa proposto, o estudo delimitou como objetivo geral realizar uma revisão sistemática nos artigos que pesquisaram o EM em operações de M&As para identificar e analisar aqueles mais relevantes publicados em língua inglesa, disponíveis na base *Web of Science*. Conforme Bereton et al. (2007), por meio da revisão bibliográfica sistemática o pesquisador pode avaliar rigorosamente, e de forma confiável, aquelas pesquisas já realizadas no âmbito de um tema específico. Para Biolchini et al. (2007), a revisão bibliográfica sistemática “é um instrumento para mapear trabalhos publicados no tema de pesquisa específico para que o pesquisador seja capaz de elaborar uma síntese do conhecimento existente sobre o assunto”.

Especificamente, os objetivos da revisão bibliográfica sistemática englobam verificar: i) quais são os artigos clássicos sobre o tema; ii) quais são os autores e trabalhos mais citados; iii) quais são os estudos mais relevantes sobre M&As, concomitante às ações oportunistas de EM; iv) como o conhecimento sobre o tema tem sido desenvolvido ao longo do tempo. O estudo almejou, também, visualizar o que não foi considerado e o que tem sido pouco explorado, buscando, ao final, apontar lacunas para pesquisas futuras.

Logo, verifica-se que a presente pesquisa é relevante para proporcionar novos estudos sobre M&As e auxiliar nas tomadas de decisões de gestores, investidores e outros usuários de informações contábil-financeiras. Proporcionar novas pesquisas sobre os potenciais implicadores para maximização e minimização de valor em M&As é importante para o mercado de capitais brasileiro.

Para tanto, após a contextualização do tema, problema e objetivos de pesquisa, este artigo foi estruturado da seguinte maneira: a plataforma teórica do estudo traz as motivações para M&As e pontos relevantes sobre oportunismo e conflitos de interesses; em seguida, a metodologia caracteriza o tipo de pesquisa, objeto de estudo e técnicas de coleta e análises dos dados; após, são debatidos os principais achados do estudo. Por fim, são sugeridas algumas considerações para fechamento do estudo e continuidade de pesquisas futuras.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 Conflitos de interesse e motivações para M&As

Conforme explicitado por Sunder (2002), as empresas podem ser vistas como um conjunto de contratos entre as partes interessadas, os quais devem convergir para o cumprimento das expectativas dos agentes. Entretanto, os conflitos de interesses entre os

agentes podem levar a perdas substanciais para as organizações. Tais conflitos são abordados pela teoria da agência, a qual considera, entre outras proposições, que o comportamento dos gestores e, conseqüentemente, a divulgação de seus atos e decisões, pode ser conflitante com o interesse dos *stakeholders*.

Para Trapp (2009), o conflito de agência surge quando os interesses dos agentes ligados à empresa são divergentes dos interesses dos acionistas. Por conseguinte, o acionista deve ter o maior número possível de instrumentos para evitar que os interesses pessoais dos administradores prejudiquem a organização, gerando, assim, custos de agência. Trapp (2009) conclui que esses custos podem ser exemplificados por: custos pelo monitoramento das atividades desenvolvidas pelos agentes; custos proporcionados para promover a transparência de informações; perdas residuais decorrentes da redução da riqueza dos acionistas devido aos interesses divergentes dos agentes etc.

Jensen e Meckling (2008) informam que, no contexto da teoria da agência, observa-se que acionistas e administradores, uma vez que possuem interesses particulares, podem conflitar quanto à escolha da melhor estratégia corporativa. Essas divergências impactariam na reação do mercado, no risco e no retorno das ações diante de fatos relevantes divulgados.

Ao considerar os conflitos de interesses envolvidos em diversas transações no mercado de capitais e a possibilidade de oportunismo dos agentes ocasionarem perdas econômico-financeiras aos *stakeholders*, torna-se importante pesquisar os fatores que influenciam os resultados nas transações de M&As. Avaliar nas empresas proponentes e empresas alvo a existência de relações significativas entre os motivos pela adesão às M&As e a criação ou destruição de valor, é importante para os acionistas e o mercado de capitais, pois pode aperfeiçoar as escolhas sobre investir ou desinvestir em determinadas empresas.

De acordo com Berkovitch e Narayanan (1993), avaliar se as M&As criam ou destroem valor, passa diretamente pelo entendimento dos motivos que levam as empresas a se unirem ou adquirirem outras empresas. Estes autores observam que há pelo menos três principais motivos para M&As tratados na literatura: sinergia, conflitos de agência e *hubris*. A motivação por sinergia sugere que M&As ocorrem em função de ganhos econômicos que resultam da combinação dos recursos de duas ou mais companhias. A motivação por problemas de agência sugere que M&As ocorrem porque melhoram a utilidade própria dos administradores, notadamente à custa dos acionistas. A hipótese de *hubris* (Roll, 1986) sugere que os gestores cometem equívocos na valorização das empresas-alvo e se engajam em aquisições mesmo quando não há sinergia. Sob a perspectiva de *hubris*, Roll (1986) salienta que ganhos em M&As podem ser superestimados, ou sequer existirem.

Para Jensen e Meckling (2008) e Shleifer e Vishny (1989) há boas razões para acreditar que a maximização de valor da empresa nem sempre é o objetivo do gestor. Em certos momentos os gestores orientarão as decisões de M&As se baseando em suas percepções ou desejos pessoais, movidos por orgulho excessivo, cometendo equívocos na valorização das empresas-alvo e engajando em M&As mesmo sem potencial de ganho. Além disso, pode ser que, movidos pelo desejo pessoal, os gestores utilizem sua discricionariedade para gerenciar os números contábil-financeiros – (*earnings management* – EM) – com o objetivo de atender a interesses particulares.

Matsumoto e Parreira (2007, p.146) explicam o EM como “a manipulação formal das contas de resultado ou da atividade operacional, mediante escolhas discricionárias de práticas e estimativas contábeis com implicações no resultado financeiro e em acordo com os princípios e as normas contábeis”. O objetivo é interferir, propositalmente, na informação contábil reportada e, conseqüentemente, afetar a análise do desempenho da empresa ou influenciar as relações contratuais que dependam da contabilidade.

Nas pesquisas de Chan, Jegadeesch e Lakonishok (2001) e Mohanram (2003), ficou evidente que as mudanças de políticas contábeis realizadas nos inventários – nos diferentes

métodos de cálculo da depreciação, no reconhecimento de recebimentos e pagamentos futuros – suprem os gestores com estratégias contábeis que podem ser utilizadas para EM por meio da manipulação dos ajustes decorrentes do regime de competência, mais especificamente, os *accruals*. Mohanram (2003) esclarece que estes *accruals* são a diferença entre o lucro líquido do período e o fluxo de caixa líquido operacional do período, podendo ser considerados como todas as contas de resultado que participaram no cálculo do lucro, mas que não provocaram a movimentação de disponibilidades.

Chen, Lin e Zhou (2005) explicam que a flexibilidade de gerência das políticas contábeis, decorrentes dos *accruals*, pode possibilitar aos gestores maior ação oportunista para a ocorrência desse tipo de atividade dentro das empresas. De acordo com Teoh, Welch e Wong (1998a) os lucros e fluxos futuros de caixa serão impactados diretamente pelos ajustes nas políticas contábeis ligadas aos *accruals*, embora esses ajustes não representem acréscimos imediatos de dinheiro em caixa.

Logo, a partir do exposto, torna-se importante levantar pesquisas sobre as M&As, investigando suas inter-relações com as ações oportunistas de EM. A intenção é ratificar a relevância das informações contábeis no processo de tomadas de decisões em transações que envolvem M&As, as quais podem ser motivadas por oportunismo e conflitos de interesses causados pela assimetria informacional, gerando informações privilegiadas aos reais tomadores de decisões nesse tipo de transação.

4. METODOLOGIA

4.1 Tipo de pesquisa

Para alcançar os resultados pretendidos com este estudo foi utilizado o método qualitativo de revisão sistemática. Sampaio e Mancini (2007, p.84) afirmam que essa revisão, “assim como outros tipos de estudo de revisão, é uma forma de pesquisa que utiliza como fonte de dados a literatura sobre determinado tema”. Soma-se que esse tipo de investigação disponibiliza um resumo das evidências relacionadas a uma estratégia de intervenção específica, mediante a aplicação de métodos explícitos e sistematizados de busca, apreciação crítica e síntese da informação selecionada (SAMPAIO; MANCINI, 2007, p.84).

A revisão sistemática foi particularmente útil para integrar as informações de um conjunto de estudos realizados sobre M&As em conjunto com ações de EM, visando apresentar resultados conflitantes e/ou coincidentes. Essa abordagem pode identificar temas que necessitam de evidência, para orientar investigações futuras.

O estudo é considerado do tipo exploratório, pois, conforme Cervo, Bervian e Da Silva (2007, p.63) visa trazer lacunas significativas para posteriores pesquisas. Estes autores ainda ressaltam que a pesquisa exploratória não requer a elaboração de hipóteses a serem testadas no trabalho, restringindo-se a definir objetivos e buscar mais informações sobre determinado assunto de estudo. Assim, o presente estudo tem por finalidade familiarizar-se com os fenômenos relacionados às M&As para obter novas percepções e descobrir relações existentes entre estes fenômenos e as práticas de EM.

4.2 Objeto de estudo

O objeto de estudo foram os artigos publicados em periódicos internacionais que trataram do assunto M&As. Especificamente, artigos que estudaram os processos de M&As concomitante com a ocorrência de EM. O processo de amostragem envolveu o método da amostragem intencional, escolhendo-se artigos registrados na base de periódicos *Web of Science*. Procurou-se encontrar lacunas para novos estudos no arcabouço de produções já realizadas sobre M&As.

O período analisado considerou os registros entre o ano 1945 até o primeiro trimestre de 2016, buscando artigos sobre M&As que tiveram relação com as seguintes palavras-chave:

earnings management, accruals, earnings manipulations e managing earnings. Não foram estabelecidas restrições quanto à data de publicação, mas 1945 era o primeiro ano disponível na base de dados.

4.3 Técnicas/instrumentos de coleta de dados e análise dos resultados

A realização da revisão sistemática seguiu os passos elencados no Quadro 1.

Quadro 1. Técnicas/instrumentos de coleta de dados e análise dos resultados baseando-se na revisão sistemática

Passo 1. Definição da amostra a ser estudada para enquadramento da questão de pesquisa. Especificação a priori de artigos publicados com o tema M&As em conjunto com *earnings management*.

Passo 2. Identificação da base de dado a ser consultada: *Web of Science*

Passo 3. Localização de pesquisas relevantes sobre M&As que tiveram relação com *earnings management, accruals, earnings manipulations e managing earnings*. As estratégias e condução da busca utilizaram rótulos e operadores booleanos – AND e OR, conforme descrito:

- **Etapa 1**– apurar a existência de artigos que trabalharam meta-síntese, meta-análise e/ou revisão sistemática sobre o tema da presente pesquisa. Foram inseridos os seguintes comandos na base *Web of Science*:

TS=(merger* OR acquisition* OR takeover OR fusões OR aquisições OR fusão OR aquisição) AND TS=(earning* management* OR accrual* OR earn* manipulation* OR manag* earn*) AND TS=(meta synthesis OR meta-analysis OR systematic review) AND Idioma: (English OR Portuguese) AND Tipos de documento: (Article)

Resultado da apuração: não foram encontrados artigos.

- **Etapa 2**– busca de artigos que trabalharam o tema M&As em conjunto com *earnings management, accruals, earnings manipulations e managing earnings*. Foram inseridos os seguintes comandos na base *Web of Science*:

TS=(merger* OR acquisition* OR takeover OR fusões OR aquisições OR fusão OR aquisição) AND TS=(earning* management* OR accrual* OR earn* manipulation* OR manag* earn*) AND Idioma: (English OR Portuguese) AND Tipos de documento: (Article)

Resultado da apuração: foram encontrados 321 artigos.

Passo 4. Escolha dos artigos a serem analisados e critérios de inclusão.

- Daqueles 321 artigos encontrados, 297 não estavam dentro do escopo da presente pesquisa, sendo constatado pela leitura de todos os resumos. Estes artigos, apesar de conterem pelo menos uma das palavras-chave elencadas, tratavam de assuntos relacionados à saúde, agricultura, psicologia, educação, sociologia, dentre outras áreas.
- Restando 24 artigos, optou-se por delimitar as análises àquelas produções mais relevantes, conforme o valor do *h-index*. Este valor é baseado em uma lista de artigos indexados dentro da Principal Coleção da base *Web of Science*, os quais foram classificados em ordem decrescente pela contagem do número de citações.
- A justificativa para a utilização do *h-index* é amparada por Thomaz, Assad e Moreira (2011, p.91), haja vista que este índice é muito utilizado como forma de avaliar o impacto do pesquisador individualmente. Muitos autores consideram-no não somente a forma mais segura de mensurar a qualidade científica do pesquisador, como também uma boa ferramenta de avaliação da regularidade da produção e previsão do desempenho científico futuro, pois combina produtividade com impacto (THOMAZ; ASSAD; MOREIRA, 2011, p.91).
- A amostra final para análise em profundidade contemplou 7 artigos acima do *h-index*.

Passo 5. Extração dos conteúdos relevantes a partir da leitura em profundidade dos 7 artigos. Foram relacionados os aspectos principais dos artigos e suas similaridades (análise de conteúdo qualitativa), visando a criação de subdivisões em categorias analíticas que pudessem facilitar a análise da revisão sistemática.

Fonte: elaborado pelos autores

Depois de realizados os passos anteriores o Quadro 2 expõe as 7 produções científicas encontradas para compor a amostra final.

Quadro 2. Composição da amostra estudada

| Título | Autoria | Periódico | Ano |
|--|---|---|------------|
| <i>Efficient And Opportunistic Choices Of Accounting Procedures - Corporate-Control Contests</i> | Christie, AA; Zimmerman, JL | Accounting Review, Vol: 69, Ed: 4, Pág: 539-566 | 1994 |
| <i>Earnings Management By Acquiring Firms In Stock For Stock Mergers</i> | Erickson, M; Wang, SW | Journal of Accounting & Economics, Vol: 27, Ed: 2, Pág: 149-176 | 1999 |
| <i>Operating Performance And The Method Of Payment In Takeovers</i> | Heron, R; Lie, E | Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol: 37, Ed: 1, Pág: 137-155 | 2002 |
| <i>Errors In Estimating Accruals: Implications For Empirical Research</i> | Hribar, P; Collins, DW | Journal of Accounting Research, Vol: 40, Ed: 1, Pág: 105-134 | 2002 |
| <i>Earnings Management And The Market Performance Of Acquiring Firms</i> | Louis, H | Journal of Financial Economics, Vol: 74, Ed: 1, Pág: 121-148 | 2004 |
| <i>Earnings Management, Lawsuits, And Stock-For-Stock Acquirers' Market Performance</i> | Gong, Guojin; Louis, Henock; Sun, Amy X. | Journal of Accounting & Economics, Vol: 46, Ed: 1, Pág: 62-77 | 2008 |
| <i>Do Acquirers Manage Earnings Prior To A Share For Share Bid?</i> | Botsari, Antonia; Meeks, Geoff | Journal of Business Finance & Accounting, Vol: 35, Ed: 5-6, Pág: 633-670 | 2008 |

Fonte: elaborado pelos autores

Seguindo os passos elencados no Quadro 1 e, apoiando-se na amostra contida no Quadro 2, o estudo procurou elencar as características descritivas da amostra e evidenciar as análises qualitativas do conteúdo dos artigos. Posteriormente os sete artigos selecionados para análise mais aprofundada foram submetidos a um processo de análise de conteúdo qualitativa, conforme proposto por Finfigeld-Connett (2014), com o uso de memorandos reflexivos e diagramação. De acordo com a autora, memorandos reflexivos e diagramação são importantes ao executar construção de conhecimento e geração de teoria via revisão sistemática qualitativa. Como implicação desses processos, resultados são integrados, interpretados e sintetizados entre os estudos, e interconexões entre os elementos resultantes são explicadas. Por meio de memorandos reflexivos e diagramação, em particular, estruturas teóricas e conceitualizações existentes são aprimoradas e o desenvolvimento de conhecimento ocorre.

Memorandos reflexivos são notações escritas sobre os dados que são “rascunhados” com a análise. Por meio desse processo, resultados codificados são organizados, esclarecidos, integrados e interpretados. O resultado esperado é a síntese dos achados entre os estudos. Na diagramação, o revisor busca identificar como códigos, categorias e memorandos que os acompanham parecem se relacionar e se encaixar. Este processo é uma maneira adicional de documentação das decisões de análise de dados (FINFIGELD-CONNETT, 2014).

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 Resultados descritivos

Quanto às características dos periódicos, a Tabela 1 evidencia a pontuação desses periódicos junto ao *Journal of Citation Reports* (JCR).

Tabela 1. Quantidade de publicações por periódicos e o respectivo JCR

| Periódico | Quantidade | JCR |
|---|-------------------|------------|
| <i>Journal of Financial Economics</i> | 1 | 4,047 |
| <i>Journal of Accounting & Economics</i> | 2 | 2,724 |
| <i>Journal of Accounting Research</i> | 1 | 2,384 |
| <i>Accounting Review</i> | 1 | 2,267 |
| <i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> | 1 | 1,566 |
| <i>Journal of Business Finance & Accounting</i> | 1 | 0,914 |
| Total | 7 | |

Fonte: resultados da pesquisa

Complementando os dados da Tabela 1, Pinto e Andrade (1999, p.450) afirmam que o JCR é o fator de impacto de periódicos científicos indexados ao *Institute for Scientific Information* (ISI), reunindo os dados do *Science Citation Index* (SCI), *Social Sciences Citation Index* (SSCI) e *Arts and Humanities Citation Index* (AHCI), todos publicados pelo ISI. As informações são organizadas no sentido de revelar o número de citações dos artigos publicados nele próprio e nos demais periódicos indexados, auxiliando a revisão sistemática e objetiva de pesquisas. No que tange ao número de citações dos artigos analisados, a Tabela 2 evidencia esse quantitativo juntamente com a média anual.

Tabela 2. Número de citações e média anual

| Autoria | Nº de Citações | Média Anual |
|-----------------------------|-----------------------|--------------------|
| Hribar e Collins (2002) | 276 | 18,40 |
| Erickson e Wang (1999) | 106 | 5,89 |
| Louis (2004) | 76 | 5,85 |
| Christie e Zimmerman (1994) | 43 | 1,87 |
| Heron e Lie (2002) | 40 | 2,67 |
| Gong, Louis e Sun (2008) | 24 | 2,67 |
| Botsari e Meeks (2008) | 18 | 2,00 |

Fonte: elaborado pelos autores

Nota-se na Tabela 2 que Hribar e Collins (2002) foram os autores mais citados dentro da amostra pesquisada. Esse resultado demonstra a preocupação de outros pesquisadores com os erros de estimação dos *accruals* e suas consequentes implicações para as pesquisas empíricas, base do estudo de Hribar e Collins (2002).

5.2 Análise qualitativa das categorias analíticas

Os sete artigos selecionados para esta etapa foram reunidos para uma análise mais aprofundada. Primeiramente foi feito um processo de memorando de cada estudo para identificar categorias. Posteriormente um processo de diagramação foi efetuado para verificar como as categorias de cada estudo se relacionavam. Foi aplicada uma abordagem indutiva sem desconsiderar as teorias prévias observadas. Ao extrair os conteúdos relevantes e similaridades a partir da leitura dos artigos, foram constatadas as seguintes categorias analíticas para análise sistemática:

- a. Escolhas oportunistas de *accounting choices*
- b. EM e o desempenho de M&As *stock for stock*
- c. EM, ações judiciais e o desempenho de M&As *stock for stock*
- d. Testes de EM em M&As e os erros na estimação dos *accruals*

Nos tópicos seguintes são discutidas cada uma das categorias analíticas encontradas. Ao final, o tópico 5.2.5 traz um resumo dos pontos mais relevantes dos artigos pesquisados.

5.2.1 Escolhas oportunistas de *accounting choices* em M&As

Dye (1988) constatou que uma das motivações dos gestores para a prática do gerenciamento de resultados se dá pelo interesse de que a companhia seja bem avaliada pelo mercado. Corroborando Dye (1988), diversos estudos constataram que gerenciar as políticas contábeis ligadas aos *accruals* está relacionado com os incentivos de maximizar os lucros da empresa, no intuito de alcançar determinados alvos de referência, os quais servirão de base para calcular o preço das ações ofertadas no mercado.

Christie e Zimmerman (1994) explanam que, empiricamente, é difícil distinguir se uma escolha contábil foi feita por razões de eficiência (maximização de valor *ex ante* e *ex*

post) ou razões oportunistas (maximização de valor *ex ante*, mas não *ex post*). Muitos dos testes empíricos são baseados em oportunismo e usualmente rejeitam a hipótese nula de não associação entre escolhas contábeis e variáveis específicas das companhias. Soma-se que, os poucos testes baseados em lógicas de eficiência também têm rejeitado a hipótese nula de não associação entre variáveis contratuais e escolhas contábeis.

Conforme explicitado por Christie e Zimmerman (1994), os gestores estarão propensos a engajar em atividades oportunistas por duas razões: i) para aumentar a compensação via esquemas formais e informais que estejam lastreados em pagamento de executivos a partir do lucro reportado; ii) para reduzir a probabilidade de o CEO ser removido devido a tomada de decisões erradas. Nesse contexto, planos de bônus formais para gestores são exemplos de criadores de incentivos para escolhas contábeis que visam o aumento de lucro. Em companhias que o pagamento do CEO é baseado em lucros contábeis, executivos têm incentivos para escolher aumentar lucros por meio de métodos contábeis.

A partir desse ponto de vista, Christie e Zimmerman (1994) evidenciaram que em certas situações gestores fazem escolhas contábeis oportunisticamente. Os autores focaram em estudar se *ex ante* as transações de M&As, firmas que subsequentemente tornam-se alvos contêm mais propensão à maximização de valor que uma amostra de companhias que não foram alvos. Christie e Zimmerman (1994) encontraram que *ex ante* as M&As, gestores selecionam mais procedimentos contábeis de aumento de lucro do que na amostra de companhias que não foram companhias alvo. Os achados do estudo de Christie e Zimmerman (1994) mostram que a depreciação, os estoques e os créditos fiscais são consistentes *accounting choices* utilizadas de forma oportunista em M&As. Christie e Zimmerman (1994) acrescentam que parece improvável que qualquer eficiência ou oportunismo separadamente é capaz de explicar o rico panorama de opções observadas para *accounting choices*.

5.2.2 Earnings Management e o desempenho de M&As stock for stock

Conforme ressaltam Erickson e Wang (1999), em muitas operações de M&As a companhia adquirente compra a companhia-alvo com pagamento por meio de suas ações (*stock for stock*). Ao contrário de acordos com utilização de caixa, nas transações que envolvem ações o valor recebido pelos *shareholders* é contingente ao valor de mercado da companhia adquirente. Quando a transação é completada, os *shareholders* da companhia-alvo recebem um número específico de ações da companhia adquirente para cada uma de suas ações possuídas na companhia-alvo. O número de ações da companhia adquirente trocadas para cada ação da companhia-alvo é então determinado pelo preço das ações da firma adquirente quando o acordo da M&A for fechado, dado o preço acordado de compra da companhia-alvo. Como resultado, quanto mais elevado o preço das ações da companhia adquirente na data do contrato, menor o número de ações que devem ser emitidas para comprar a companhia-alvo. Nesse contexto, Erickson e Wang (1999) afirmam que essa operação fornece vários incentivos para a companhia adquirente tentar aumentar o preço das ações *ex ante* às M&As.

Na visão de Erickson e Wang (1999) as operações de M&As são estímulos para a realização de atitudes oportunistas de EM. O trabalho desses autores objetivou investigar se companhias adquirentes tentam aumentar o preço de suas ações *ex ante* às operações de M&As. O foco central da pesquisa foi verificar se os acordos de M&As – realizados na forma de *stock for stock* – estimulam o EM a fim de reduzir o custo de compra da companhia-alvo.

Corroborando a ideia de Erickson e Wang (1999), o estudo de Louis (2004) examinou a eficiência de mercado quando há manipulação nos relatórios contábeis em M&As realizadas na forma de *stock for stock*. Louis (2004) buscou evidenciar que, devido a manipulação de relatórios contábeis, as transações de M&As apresentam baixo desempenho após a realização dos acordos. Há fortes evidências que as companhias adquirentes superestimam os lucros no trimestre que precede um anúncio de M&As do tipo *stock for stock*. Os resultados sugerem

que o baixo desempenho das companhias adquirentes *ex post* as M&As é parcialmente atribuída à reversão de preços dado pelo EM.

Louis (2004) constatou que aquisições *stock for stock* apresentam desempenho pior que aquelas realizadas por meio de caixa ao longo dos três anos subsequentes ao anúncio das M&As. Os achados mostram significativa correlação negativa entre *accruals* anormais e o desempenho a longo prazo das ações de companhias que realizaram M&As utilizando *stock for stock*. A reversão dos efeitos do EM *ex ante* às M&As de adquirentes *stock for stock* não é totalmente antecipado pelos analistas financeiros no mês imediatamente seguinte ao anúncio das M&As. Concluindo, Louis (2004) evidenciou que a reversão dos efeitos do EM *ex ante* às transações de M&As é um determinante significativo de ambos os desempenhos de curto e longo prazo de companhias que engajam em M&As por meio de *stock for stock*.

Confirmando as análises de Louis (2004), os resultados do estudo de Erickson e Wang (1999) indicam que o grau de EM para o aumento de lucro é positivamente relacionado conforme o tamanho relativo das M&As. Os resultados são consistentes para existência de aumento do lucro contábil por manipulação nos *accruals* pelas companhias adquirentes em períodos *ex ante* ao anúncio de acordos de M&As. As análises sugerem que o grau de EM é aumentado em função dos benefícios econômicos que estão em jogo nas M&As.

Na perspectiva de Erickson e Wang (1999) os motivos para EM em M&As *stock for stock* são: i) os *shareholders* existentes preferem alto preço das ações para minimizar a probabilidade de diluição dos lucros com a emissão de novas ações; ii) a emissão de novas ações dilui o poder de voto e controle dos *shareholders* existentes; iii) quanto maior o valor das ações da companhia adquirente, menor o custo de aquisição da companhia-alvo. Para Erickson e Wang (1999) uma companhia adquirente pode aumentar lucros contábeis acelerando o recebimento de receitas, de despesas diferidas ou por meio de manipulações de procedimentos contábeis.

Contrariando os resultados apresentados por Erickson e Wang (1999) e Louis (2004), Heron e Lie (2002) não encontraram evidências que companhias adquirentes gerenciam seus resultados antes de M&As, apesar de existirem incentivos em planos de aquisições do tipo *stock for stock*. No entanto, verificou-se que *ex ante* às aquisições, companhias adquirentes exibem níveis de desempenho operacional que excede aquelas de seus respectivos setores. Após a M&A as companhias adquirentes continuam exibindo desempenho superior relativo.

Heron e Lie (2002) tiveram como objetivo investigar a relação entre os métodos de pagamento em M&As, o EM e o desempenho operacional de uma amostra contendo companhias que realizaram M&As entre 1985 e 1997. A justificativa de Heron e Lie (2002) é que se gestores optam por inflar os lucros reportados em um período usando os *accruals* discricionários, suas decisões terão efeitos consolidados nos resultados futuros porque os procedimentos contábeis limitam a reversão de *accruals* ao longo do tempo.

Quando Heron e Lie (2002) categorizaram a amostra de acordo com o tipo de pagamento, foram encontradas diferenças nos *accruals* discricionários *ex ante* ou *ex post* as M&As. Também ficou constatada melhoria no desempenho operacional subsequente às M&As quando companhias com alto *market-to-book* adquirem companhias com baixo *market-to-book* e quando a adquirente e companhia-alvo pertencem ao mesmo setor.

Para Heron e Lie (2002) se as mudanças no desempenho operacional não diferem materialmente em aquisições com pagamento por meio de ações e caixa, por que ambos os retornos do anúncio e no longo prazo *ex post* M&As são baixos para aquisições com pagamento em ações? Os testes empíricos fornecem pequeno suporte para a noção de que M&As *stock for stock* desapontam os investidores, não gerando valor no longo prazo.

Apoiando os estudos anteriores, Botsari e Meeks (2008) mencionam que em M&As do tipo *stock for stock*, a contraprestação recebida pelos *shareholders* da companhia-alvo é a ação da companhia adquirente. Essa relação de troca é inversamente relacionada ao preço das

ações da empresa adquirente; logo, a empresa adquirente pode ter um incentivo para aumentar os ganhos contábeis anteriores à aquisição, na esperança de aumentar o preço de suas ações no mercado, e, portanto, reduzir o custo de comprar a companhia-alvo.

Botsari e Meeks (2008) colocam que, elevar o preço de mercado das ações de uma adquirente por meio de EM é fator dependente do nível de eficiência da informação no mercado e, também, se os analistas podem constatar ou não a realização de EM empregado pelos diretores da companhia adquirente. Mas, se eles não aferirem isso e o preço do adquirente for afetado, então o EM em tais aquisições poderá ter consequências econômicas. Botsari e Meeks (2008) acrescentam que, quando praticado em “relatórios rotineiros” o EM poderá somente ter impacto no curto prazo, sendo posteriormente revertido: os ganhos são “emprestados” para os exercícios contábeis futuros, ou as despesas serão adiadas.

Nesse contexto, em uma ação para incorporação de ações, o EM pode afetar os termos do acordo e, conseqüentemente, o sucesso da oferta. Portanto, isso poderia trazer conseqüências irreversíveis para a riqueza de diferentes grupos de acionistas (adquirente ou da companhia-alvo), para a estrutura do setor etc. No caso de uma grande oferta, o impacto do acordo sobre as contas contábeis pós-M&As da adquirente é muitas vezes tão penetrante que as reversões de EM do passado podem ser demasiadamente embaraçadas.

Botsari e Meeks (2008) sugerem que companhias adquirentes engajam em manipulação de *accruals* para aumento de lucros no ano anterior ao anúncio da oferta e que esta manipulação está, na maioria das vezes, concentrada no componente dos *accruals* de capital de giro. Soma-se que EM dos adquirentes está associado aos ganhos anormais no preço das ações nos dois anos à frente da aquisição.

Há também evidências de reversão dos *accruals* no período imediatamente após a conclusão das M&As (Ano 1), que, no entanto, torna-se menos articulado quando uma medida baseada em *accruals* de fluxo de caixa é adotada (neste caso os *accruals* discricionários são negativos, mas não estatisticamente significativos). Uma possível interpretação desta discrepância é que os *accruals* discricionários negativos observados sob o enfoque do balanço patrimonial refletem o impacto que as M&As têm no balanço; impacto que é menos óbvio quando uma medida “mais limpa” é usada – *accruals* de fluxo de caixa.

5.2.3 Earnings Management, ações judiciais e o desempenho de M&As *stock for stock*

Gong, Louis e Sun (2008) alegam que, devido às companhias adquirentes se sujeitarem a processos judiciais, EM *ex ante* M&As podem ter um efeito indireto no desempenho das companhias adquirentes em torno e após o anúncio das M&As, diretamente proporcional aos efeitos associados à reversão dos *accruals ex post* M&As. A pesquisa constatou que há uma associação positiva entre os *accruals* anormais *ex ante* M&As e os anúncios de ações judiciais *ex post* M&As naquelas transações do tipo *stock for stock*. O mercado antecipa, no momento do anúncio das M&As, apenas parcialmente os efeitos de ações judiciais *ex post* M&As. O baixo desempenho de mercado no longo prazo é em grande parte limitado àquelas aquisições com ações judiciais.

Gong, Louis e Sun (2008) encontraram associação significativa e positiva entre os *accruals* anormais anunciados pré-M&As e as ações judiciais anunciadas pós-M&As. O efeito dos *accruals* anormais é significativo, mesmo depois de controlado para o anúncio de retornos anormais pós-M&As. Em segundo lugar, há uma associação significativamente negativa entre a reação do mercado a um anúncio de M&As e a probabilidade do anúncio de uma ação judicial pós-M&As. Finalmente, também há uma associação significativamente negativa entre o anúncio de retornos anormais no longo prazo – pós-M&As – e a probabilidade de uma ação judicial pós-M&As.

A evidência que a reação de mercado para o anúncio de M&As é negativamente associada com a probabilidade de uma ação judicial indica que o mercado antecipa, no

anúncio das M&As, a ocorrência de ações judiciais pós-M&As. No entanto, a evidência subsequente de que a probabilidade de uma ação judicial está relacionada aos retornos anormais de longo prazo anunciados pós-M&As sugere que a reação do mercado para os anúncios de M&As somente refletem parcialmente a probabilidade de uma ação judicial e que o mercado provavelmente subestima as perdas contingentes associadas com M&As *stock for stock*. Em particular, as ações judiciais não somente são associadas ao baixo desempenho pós anúncios de M&As, mas também são provavelmente um direcionador desse baixo desempenho. Este resultado é muito importante, dada a natureza enigmática do fraco desempenho pós-M&As e o maior interesse em explicar este fenômeno.

5.2.4 Testes de *earnings management* em M&As e os erros na estimação dos *accruals*

Contribuindo para o tema, a pesquisa de Hribar e Collins (2002) examinou o impacto de calcular os *accruals* a partir da mudança em sucessivas contas do balanço patrimonial de companhias abertas, ao invés de calculá-los diretamente pela demonstração dos fluxos de caixa. Para tanto, o estudo envolveu companhias listadas na The New York Stock Exchange – NYSE e AMEX, além daquelas que foram envolvidas em operações de M&As.

Hribar e Collins (2002) avaliaram o erro introduzido pela abordagem indireta de estimação dos *accruals* a partir do balanço patrimonial para demonstrar as implicações nos estudos que têm se baseado nesta abordagem. Eles demonstraram o efeito de usar a estimação por essa abordagem em relação a estimá-los diretamente pela demonstração de fluxo de caixa, haja vista que os estudos que utilizam a abordagem do balanço patrimonial – visando testar o EM – são potencialmente contaminados por erros de medição na estimação dos *accruals*.

De acordo com a pesquisa de Hribar e Collins (2002) os erros na estimação dos *accruals* pelo balanço patrimonial podem confundir os resultados das regressões que utilizam *accruals* discricionários e não discricionários como variáveis explicativas. Os autores evidenciaram que, quando a estimação dos *accruals* pelo balanço patrimonial é usada como variável independente numa regressão de retornos em relação aos componentes do lucro, ocorrem erros de estimação dos parâmetros. Para Hribar e Collins (2002), quando eventos significativos, tais como M&As e operações descontinuadas estão ausentes nas análises, o erro resultante das estimativas dos *accruals* é bastante baixo.

No que tange às M&As, Hribar e Collins (2002) encontraram evidências significativas de aumentos no lucro a partir de operações oportunistas de EM quando se utilizam *accruals* do balanço patrimonial. No entanto, para a mesma distribuição usando *accruals* estimados a partir da demonstração de fluxo de caixa não foram evidenciadas atividades oportunistas de EM. Na visão de Hribar e Collins (2002) os resultados do estudo têm implicações para a literatura existente sobre EM, quando os *accruals* são apurados pelo balanço patrimonial. Especialmente, na medida em que o erro nos *accruals* totais e os resultados enviesados dos coeficientes das regressões poderão levar os pesquisadores a concluir que existe EM quando na verdade não há.

O artigo de Hribar e Collins (2002) demonstra que podem ser substanciais a frequência e a magnitude dos erros introduzidos nas análises de EM quando são usados *accruals* estimados a partir do balanço patrimonial. Portanto, torna-se interessante que os estudos que utilizaram tal abordagem sejam reavaliados à luz do potencial impacto do erro na estimação dos *accruals*. Isto é pertinente especialmente em casos onde o uso foi realizado no contexto dos processos de M&As.

5.2.5 Resumo dos pontos mais relevantes dos artigos pesquisados

Neste patamar da pesquisa foram levantados os pontos mais relevantes de todos os achados nos sete artigos selecionados para a pesquisa em profundidade. Para tanto, o Quadro 3 expõe resumidamente os objetivos e resultados de cada estudo.

Quadro 3. Resumo dos pontos mais relevantes dos artigos pesquisados

| Autoria | Objetivos | Principais Resultados |
|-----------------------------|--|--|
| Christie e Zimmerman (1994) | Estudar se <i>ex ante</i> M&As as companhias-alvo estão propensas ao EM para maximização de valor. | <ul style="list-style-type: none"> • <i>Ex ante</i> M&As gestores selecionam procedimentos contábeis para aumento de lucro. • A depreciação, os estoques e os créditos fiscais são ferramentas para <i>accounting choices</i> oportunistas. |
| Erickson e Wang (1999) | Investigar se os acordos de M&As realizados na forma de <i>stock for stock</i> estimulam o EM a fim de reduzir o custo de compra da companhia-alvo. | <ul style="list-style-type: none"> • O grau de EM visando o aumento de lucro é positivamente relacionado conforme o tamanho das M&As. • Existe manipulação nos <i>accruals</i> da adquirente para aumento do lucro contábil <i>ex ante</i> ao anúncio das M&As. |
| Heron e Lie (2002) | Investigar a relação existente entre os métodos de pagamento, o EM e o desempenho operacional de companhias que realizaram M&As. | <ul style="list-style-type: none"> • Não há evidências que companhias adquirentes gerenciam seus resultados antes de M&As, apesar de existirem incentivos em planos de aquisições do tipo <i>stock for stock</i>. • <i>Ex ante</i> e <i>ex post</i> M&As as companhias adquirentes exibem níveis de desempenho operacional que excedem aqueles apresentados por companhias do mesmo setor. • Há melhoria no desempenho operacional subsequente às M&As quando companhias com alto <i>market-to-book</i> adquirem companhias com baixo <i>market-to-book</i> e quando a adquirente e companhia-alvo são do mesmo setor. |
| Hribar e Collins (2002) | Examinar o impacto de calcular os <i>accruals</i> a partir da mudança em sucessivas contas do balanço patrimonial, ao contrário de calcular diretamente pela demonstração dos fluxos de caixa. | <ul style="list-style-type: none"> • Os erros na estimação dos <i>accruals</i> pelo balanço patrimonial podem confundir os resultados das regressões que utilizam <i>accruals</i> como variáveis explicativas. • Quando M&As e operações descontinuadas estão ausentes nas análises, o erro resultante das estimativas dos <i>accruals</i> é baixo. • Há evidências significativas de aumentos no lucro a partir de EM quando se utilizam <i>accruals</i> do balanço patrimonial. No entanto, para a mesma distribuição usando <i>accruals</i> estimados a partir da demonstração de fluxo de caixa não se constatou EM. |
| Louis (2004) | Examinar a eficiência de mercado quando há manipulação nos relatórios contábeis. | <ul style="list-style-type: none"> • Há fortes evidências que as companhias adquirentes superestimam os lucros no trimestre que precede um anúncio de M&As do tipo <i>stock for stock</i>. • O baixo desempenho das companhias adquirentes <i>ex post</i> M&As é parcialmente atribuído à reversão de preços dado o EM. • M&As <i>stock for stock</i> apresentam desempenho pior que aquelas realizadas por meio de caixa. |
| Gong, Louis e Sun (2008) | Investigar se os processos judiciais e o EM <i>ex ante</i> M&As têm efeito indireto no desempenho das companhias adquirentes em torno e após aos anúncios das M&As. | <ul style="list-style-type: none"> • Há uma associação positiva entre os <i>accruals</i> anormais <i>ex ante</i> M&As e os anúncios de ações judiciais <i>ex post</i> M&As naquelas transações do tipo <i>stock for stock</i>. • Há uma associação negativa entre a reação do mercado a um anúncio de M&As e a probabilidade do anúncio de uma ação judicial pós-M&As. |
| Botsari e Meeks (2008) | Verificar a ocorrência de EM nas transações do mercado de capitais da <i>London Stock Exchange</i> . | <ul style="list-style-type: none"> • As companhias adquirentes manipulam <i>accruals</i> para aumento de lucros no ano anterior ao anúncio da oferta. • A manipulação está, na maioria das vezes, concentrada no componente dos <i>accruals</i> de capital de giro. • Há evidências de reversão dos <i>accruals</i> no ano imediatamente após a conclusão das M&As. • Os <i>accruals</i> discricionários negativos observados sob o enfoque do balanço patrimonial refletem o impacto que as M&As têm no balanço; um impacto que é menos óbvio quando uma medida “mais limpa” é usada – <i>accruals</i> de fluxo de caixa. |

Fonte: resultados da pesquisa.

É possível verificar a importância dos estudos relacionando às transações de M&As que utilizaram artifícios do EM. A preocupação ficou centrada em evidenciar se ocorreu ou não ação oportunista para gerenciar resultados contábeis por meio dos *accruals*. Outro ponto relevante é que os pesquisadores trataram em diversos momentos as M&As *stock for stock*.

Complementando os achados, mostraram-se também evidências estatísticas para inferir que, ao calcular os *accruals* pelo balanço patrimonial, os resultados serão diferentes quando se calcula pela demonstração fluxo de caixa. Nesse ponto os autores sugerem novas pesquisas para aferir essa situação em diversas outras características de M&As.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Percebe-se que estudos relacionando M&As e o EM contribuem para a previsão de aumento ou redução da riqueza com a menor incerteza possível para aqueles envolvidos nesse tipo de transação. Analisar as transações que abarcam as M&As *ex ante* e *ex post* aos eventos deliberativos, anúncios e efetivação de contratos, pode trazer resultados interessantes para os acionistas, empresas proponentes, empresas alvo e investidores em geral, os quais podem avaliar melhor a magnitude dos retornos obtidos e a extensão de sua variabilidade, detectando com antecedência ações oportunistas e discricionárias dos gestores.

Assim, o presente trabalho procurou levantar as produções mais relevantes sobre EM em operações de M&As. Considerando a importância das M&As no cenário mundial buscou-se responder **como se encontra o estado da arte dos temas M&As e *earnings management*?**

Os resultados apontaram que, por meio da revisão sistemática, verificou-se que diversos pesquisadores internacionais preocupam-se com a evidenciação dos motivos que levam as companhias a engajarem em operações oportunistas de *earnings management* (EM). Principalmente, quando o EM é voltado para manipulação dos *accruals* no sentido de elevar o lucro em períodos que antecedem as M&As.

A revisão sistemática apontou que há interesse na utilização de *accounting choices* para elevar os lucros nos períodos próximos ao anúncio de uma M&A. Utilizar os *accruals* do balanço patrimonial para aferir o EM traz resultados conflitantes quando os estudos utilizam os *accruals* calculados pela demonstração do fluxo de caixa.

Os principais achados dos estudos evidenciaram que:

- os erros na estimação dos *accruals* pelo balanço patrimonial podem confundir os resultados das regressões que utilizam *accruals* como variáveis explicativas;
- há evidências significativas de aumentos no lucro a partir de EM quando se utilizam *accruals* do balanço patrimonial. No entanto, para a mesma distribuição usando *accruals* estimados a partir da demonstração de fluxo de caixa não se constatou EM;
- há fortes evidências que as companhias adquirentes superestimam os lucros em períodos que antecedem um anúncio de M&As do tipo *stock for stock*;
- M&As do tipo *stock for stock* apresentam desempenho inferior que aquelas realizadas por meio de caixa;
- há uma associação positiva entre os *accruals* anormais *ex ante* M&As e os anúncios de ações judiciais *ex post* M&As naquelas transações do tipo *stock for stock*.

Somente uma pesquisa não constatou evidências de EM antes do anúncio de M&As, apesar de existirem incentivos em planos de aquisições do tipo *stock for stock*. Isso demonstra que a prática de EM em situações de M&As não é incomum.

Para trabalhos futuros são sugeridos estudos:

- relacionando *information asymmetry* com as transações de M&As e as potenciais interferências nos resultados econômico-financeiros das empresas;

- sob o ponto de vista de *accounting information* e *value relevance*, disponibilizando aos usuários das informações contábil-financeiras, artefatos para que consigam prognosticar os futuros resultados das transações de M&As;
- abrangendo maior número de bases de periódicos para o levantamento de pesquisas sobre M&As;
- evidenciando os impactos do EM para o risco e retorno das ações das empresas envolvidas em M&As; e
- voltados para a complementação das categorias analíticas além daquelas aqui propostas, por exemplo, *compliance*, *impairment* e *fairvalue*.

Como limitações do presente estudo, pode-se dizer que:

- a amostra analisada ficou restrita àqueles artigos publicados somente na base *Web of Science*; e
- ainda que a definição das categorias analíticas tenha sido feita com base em metodologia prévia, não está totalmente isenta da discricionariedade dos autores.

REFERÊNCIAS

BERETON et al. Lessons from Applying the Sistematic Literature Review Process within the Software Engineering Domain. **The Journal of System and Software**, v. 80, p.571-583, 2007.

BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**; Sep 1993; 28, 3.

BIOLCHINI, J.C.A., et al. Scientific research ontology to support systematic review in software engineering. **Advanced Engineering Informatics**, v.21, n.2, p.133-151, 2007.

BOTSARI, Antonia; MEEKS, Geoff. Do Acquirers Manage Earnings Prior To A Share For Share Bid? **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol: 35, Ed: 5-6, pp: 633-670, jun./jul. 2008

BRADLEY, Michael. The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy? **Journal of Financial Economics**, 11 (1983), 183-206.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino; DA SILVA, Roberto. **Metodologia Científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CHAN, Konan; JEGADEESCH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. **Earnings quality and stock returns: the evidence from accruals**. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=259691>>. Acesso em: 10 mar. 2009

CHEN, Ken. Y.; LIN, Kuen-Lin; ZHOU, Jian. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. **Managerial Auditing Journal**, Bradford, v. 20, n. 1, p. 86-104, Jan./Mar. 2005.

CHRISTIE, A.A.; ZIMMERMAN, J.L. Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures – Corporate-Control Contests. **Accounting Review**, Vol: 69, Ed: 4, pp: 539-566, oct. 1994

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, New Series, Vol. 4, N°. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013.

DYE, Ronald. Earnings management in an overlapping generations model. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 195-235, Autumn 1988.

ERICKSON, M; WANG, S.W. Earnings Management By Acquiring Firms In Stock For Stock Mergers. **Journal of Accounting & Economics**, Vol: 27, Ed: 2, Pág: 149-176, apr. 1999.

FINFGELD-CONNETT, Deborah. Use of content analysis to conduct knowledge-building and theory-generating qualitative systematic reviews. **Qualitative Research**, v. 14, n. 3, p. 341-352, 2014.

GONG, Guojin; LOUIS, Henock; SUN, Amy X. Earnings Management, Lawsuits, And Stock-For-Stock Acquirers' Market Performance. **Journal of Accounting & Economics**, Vol: 46, Ed: 1, pp: 62-77, sep. 2008

HERON, R.; LIE, E. Operating Performance And The Method Of Payment In Takeovers. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 37, Ed: 1, pp: 137-155, mar. 2002

HRIBAR, P; COLLINS, D. W. Errors In Estimating Accruals: Implications For Empirical Research. **Journal of Accounting Research**, Vol: 40, Ed: 1, Pág: 105-134, mar. 2002.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, May 1986, Vol. 76, nº. 2, pp. 323-329.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE**, vol. 48, nº 2, abr./jun. 2008, pp. 87-125.

LOUIS, H. Earnings Management And The Market Performance Of Acquiring Firms. **Journal of Financial Economics**, Vol: 74, Ed: 1, pp: 121-148, oct. 2004

MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. **The Journal of Political Economy**, Vol. 73, No. 2.(Apr., 1965), pp. 110-120.

MATSUMOTO, Alberto S.; PARREIRA, Enéias M. Uma pesquisa sobre o gerenciamento de resultados contábeis: causas e conseqüências. **Revista UnB Contábil**, Brasília, v. 10, n. 1, p. 141-157, jan./jun. 2007.

MOHANRAN, Partha. S. **How to manage earnings management?** 2003. Disponível em: <<http://www.docstoc.com/docs/7175242/HOW-TO-MANAGE-EARNINGS-MANAGEMENT1>>. Acesso em: 10 out. 2009.

NARDI, Roberto Y. Soejima. **Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado**. 2012. 108 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

PINTO, Angelo C.; ANDRADE, Jailson B. de. Fator de impacto de revistas científicas: qual o significado deste parâmetro? **Química Nova**, 22(3) (1999)

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Fusões e aquisições no Brasil: fevereiro de 2016**. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/2016/pwc-fusoes-aquisicoes-fevereiro-16.pdf>. Acesso em: 24 mai. 2016

ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, Vol. 59, Nº. 2, Part 1 (Apr., 1986), pp. 197-216

SAMPAIO, R. F.; MANCINI, M. C. Estudos De Revisão Sistemática: Um Guia Para Síntese Criteriosa Da Evidência Científica. **Revista Brasileira de Fisioterapia**, São Carlos, v. 11, n. 1, p. 83-89, jan./fev. 2007

SETH, Anju; SONG, Kean P.; PETTIT, Richardson. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. **Journal of International Business Studies**; Third Quarter 2000; 31, 3.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Management entrenchment: the case of manager-specific investments. **Journal of Financial Economics**, 25 (1989), 123-139.

SUNDER, Shyam. Knowing what others know: common knowledge, accounting and capital markets. **Journal of Management Accounting Research**, Sarasota, v. 16, n. 4, p. 305-319, Dec. 2002.

TEOH, Siew H.; WELCH, Ivo; WONG, T.J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **The Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 50, n. 1 ,p. 63-99, Oct.1998a.

THOMAZ, Petronio Generoso; ASSAD, Renato Samy; MOREIRA, Luiz Felipe P. Uso do Fator de Impacto e do Índice H para Avaliar Pesquisadores e Publicações. **Arquivo Brasileiro de Cardiologia**, 96(2), pp: 90-93, 2011.

TRAPP, Adriana C. Garcia. **A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis**. 2009. 133 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08072009-160920/>>. Acessoem: 20 fev. 2010

WESTON, John Fred; SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. **Takeovers, restructuring, and corporate governance**. Prentice Hall, 2001.