

2º lugar

Fusões e Aquisições Versus Gerenciamento de Resultados: Análise da Qualidade da Informação Contábil das Companhias Listadas na B3

Mergers and Acquisitions Versus Results Management: Analysis of the Quality of Accounting Information of the Companies Listed in B3

Artigo recebido em: 15/08/2018 e aceito em: 26/09/2018

Laura Pinheiro Mendes

Macaé - RJ

Graduanda em ciências contábeis pela UFF/Macaé²

Laurapinho23@gmail.com

Márcio Marvila Pimenta

Rio de Janeiro - RJ

Doutorando em Administração IAG/PUC-Rio¹

mpimenta85@gmail.com

Gabriel Augusto de Sousa

Rio de Janeiro - RJ

Mestre em Engenharia de Produção e Sistemas Computacionais pela UFF²

gsousa@id.uff.br

Resumo

Dentre as motivações dos gestores em se envolver em fusões e aquisições (F&As), uma das principais, segundo a literatura, é o problema de agência, pois visariam o aumento de ativos sob seu controle. Sendo assim, é plausível que tais gestores possam atuar na distorção de informações, utilizando-se de gerenciamento de resultados (GR), para legitimar seus atos, bem como justificar uma F&A que, provavelmente, não maximizaria valor aos acionistas. Logo, o objetivo desta pesquisa é verificar qual o impacto do anúncio de F&As no aumento do nível de GR das companhias abertas listadas na B3. Para os calcular o GR, estimaram-se os *accruals* discricionários pelo modelo Pae (2005). Os dados foram extraídos das demonstrações financeiras referentes ao período dos anúncios de F&A ocorridos em 2015 e 2016. Depois de estimados os *accruals* discricionários, realizou-se duas regressões para verificar o impacto das F&As no gerenciamento de resultados, assim como evidenciar se estas empresas visam o aumento ou diminuição dos resultados após a divulgação deste evento. A variável dummy F&As apresentou-se significativa a 5% para *accruals* discricionários positivos, os que visam o aumento do resultado. Portanto, pode-se sugerir que as companhias abertas listadas na B3 atuariam no aumento dos lucros via gerenciamento de resultados para legitimar como lucrativas as negociações efetuadas.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Gerenciamento de resultados. *Accruals* discricionários. B3

Abstract

Among the motivations of managers to become involved in M&As, one of the main ones, second the literature is the agency problem, since they would aim to increase the assets under their control. Therefore, it is plausible that such managers can act in the distortion of information, using earnings management (EA), to legitimize their actions, as well as justify an M&A that would probably not maximize shareholder value. Therefore, the objective of this research is to verify the impact of the M&As announcement on the increase in the EA level of listed companies listed in B3. To calculate the EA, discretionary accruals were estimated using the model Pae (2005), the data were extracted from the financial statements for the period of the M&A announcements that occurred in 2015 and 2016. After the discretionary accruals were estimated, two regressions to verify the impact of M&As on the management of results, as well as to indicate if these companies aim to increase or decrease the results after the disclosure of this event. The M&As dummy variable was significant at 5% for positive discretionary accruals, which are aimed at increasing the result. Therefore, it may be suggested that publicly-listed companies listed in B3 would increase profitability through profit and loss management to legitimize the M&A negotiations as profitable.

Keywords: *Mergers and Acquisitions. Managing results. Discretionary accruals. B3.*

1 INTRODUÇÃO

Diante da crescente competitividade mundial, devido ao movimento de globalização, as empresas buscam estratégias para enfrentar o desafio de se consolidar no mercado. Uma das reações que se pode observar nas organizações é o relevante crescimento de operações de Fusões e Aquisições (F&As) como estratégia de crescimento corporativo (COPELAND *et al.*, 2006).

De acordo com Jensen (1988), as F&As geralmente ocorrem porque as mudanças tecnológicas ou as condições de mercado exigem uma grande reestruturação dos ativos corporativos. Além disso, é mais fácil para os novos gestores ter uma visão atualizada do mercado e não ter vínculos com os atuais funcionários ou comunidades para fazer essas mudanças. Portanto, a resistência organizacional à mudança é geralmente menor no início da gestão de novos CEOs.

Por sua vez, os motivos subjacentes às F&As são tipicamente atribuídos a sinergias econômicas e financeiras,

¹ IAG/PUC - Escola de Negócios da PUC-Rio - Rio de Janeiro - CEP.22451-900

² UFF/Rio das Ostras - Universidade Federal Fluminense - Rio das Ostras - RJ - CEP.28895-532
UFF/ Macaé - Universidade Federal Fluminense - Macaé - RJ - CEP. 27930-560

buscando maximização dos ativos combinados, tais como aumento de tamanho e crescimento de vendas, economias de escala, lucratividade, aumento na participação e de poder de mercado, entre outros. Desta maneira, os reportes acerca destas operações são amparados nos modelos contábeis para aferir tais objetivos (MICHEL; SHAKED, 1985).

Segundo Jensen (1988), os gerentes têm incentivos para fazer com que suas empresas cresçam além do tamanho ideal. Pois o crescimento torna maior o poder dos gerentes, aumentando assim os recursos sob seu controle. Ademais, também está associado a incrementos na remuneração dos gerentes, porque as mudanças nos rendimentos estão positivamente relacionadas ao crescimento das vendas.

Adicionalmente, Amihud e Lev (1982) afirmam que os esforços dos agentes para realizar F&As por conglomerado podem ser vistos como problema de agência, uma vez que, a redução de risco almejada por meio deste tipo de operação pode ser alcançada pela diversificação da carteira de ativos por parte dos acionistas de forma menos onerosa.

Conforme estudo de Erickson e Wang (1999), há indícios de que existem motivações para que os implicados em F&As se envolvam em práticas de gerenciamento de resultados (GR). De acordo com Mohanram (2003), visando utilizar de estratégias para aumentar sua utilidade, os gestores seriam motivados a realizar GR tendo como objetivo evidenciar resultados de forma a persuadir os acionistas da companhia a concordar com suas decisões estratégicas, neste caso ao realizar uma F&A.

Observa-se no Brasil, nos anos de 2015 e 2016, que as operações de F&As somaram R\$ 288,8 bilhões, conforme dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Portanto, diante da relevância de tal fenômeno (F&As) e a possível ocorrência de assimetria informacional ao redor destas operações, questiona-se: *Como as operações de F&As impactam no gerenciamento de resultados nas empresas listadas na B3?*

Portanto, este estudo tem como objetivo é verificar qual o impacto do anúncio de F&As no aumento do nível de GR das companhias abertas listadas na B3. O GR é medido por estimativa de *accruals* discricionários, conforme estudos de Dechow (1995), Martinez (2001) e Pae (2005), sendo este último modelo o adotado por esta pesquisa. Em razão disso, analisam-se se as motivações descritas nesta pesquisa se alinham com a atuação dos gerentes em tais práticas.

Considerando o crescente número de trabalhos estrangeiros sobre anomalias dos *accruals* em F&As, e a nenhuma identificação do tema na literatura no Brasil, a relevância desta pesquisa encontra-se na pretendida contribuição, tanto para acadêmicos quanto para os analistas de mercados, investidores, entre outros interessados no tema. De maneira que a identificação da atuação das empresas em *accruals* discricionários ajude a entender e ter maior criticidade dos resultados divulgados por estas empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção da pesquisa está dividida em três partes: na primeira são tratados os “Aspectos contábeis e financeiros de Fusões e Aquisições” de forma a evidenciar as caracterís-

ticas abordadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 15). Seguidamente evidencia-se os “Aspectos sobre Gerenciamento de Resultados e Estimativa dos *Accruals*” de modo a apresentar os principais achados que se correlacionem com esta pesquisa. Por fim, os estudos internacionais sintetizam os temas F&As e Gerenciamento de Resultados.

2.1 Aspectos Contábeis e Financeiros de F&As

As F&As na contabilidade são definidas como Combinações de Negócios, desde que haja troca de controle, e os ativos negociados se constituam em um negócio, entre outras especificidades. E definem como operações importantes por meio das quais as empresas realizam suas estratégias nacionais e internacionais de crescimento das corporações, além de outros fatores (PIMENTA, MARQUES e MACEDO, 2015).

Conforme as normas internacionais de contabilidade – IFRS 3 § 4 - *Business Combination* (BV2010), emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), uma Combinação de Negócios é a reunião de entidades separadas ou linhas de negócios em torno de uma única entidade que reporte informações financeiras.

Conforme o Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1), combinação de negócios é uma operação por meio da qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios. Entre as formas jurídicas previstas neste tipo de operação estão a fusão e a aquisição.

A Lei Federal nº 6404/76, Art. 228, define fusão como uma “operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Neste tipo de operação, que também pode ser chamada de consolidação, geralmente as companhias envolvidas possuem porte e ramo de atividades semelhantes e combinam-se por meio de uma simples permuta de ações, dando origem a outra firma (ROSS et al. 2002).

O art. 227 da referida Lei define aquisição como uma “operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Quanto às motivações para ocorrência de tal operação, Palepu (1986) identificou uma gama de atributos que podem tornar uma empresa um possível alvo de aquisição, que conceitualmente provém da incapacidade de a administração atual maximizar a riqueza do acionista.

Apesar de, teoricamente, as transações de fusões e aquisições apresentarem características que as diferenciem, mesmo que as transações de fusões ocorram por meio da combinação de empresas que deixam de existir e formam uma terceira, com nova identidade, sem predominância das empresas anteriores, na realidade, o que acontece é que a empresa constituída passa a ser controlada por uma das extintas, aproximando-se das transações de aquisições (TANURE; CANÇADO, 2005).

Camargo e Barbosa (2003) encontraram evidências que sugerem que as fusões e aquisições ocorrem visando tanto à maximização da riqueza dos acionistas quanto à maximização da utilidade gerencial; e pode existir ou não sinergismo¹ nessas operações.

Sugerem também que a informação nova liberada ao mercado e suas possíveis interpretações por parte dos investidores gera retornos anormais positivos. Além disso, ressaltam

que firmas de maior porte recebem a maior parte dos ganhos; e investidores conseguem obter retornos iguais ou superiores aos de firmas combinadas (diversificadas) em investimentos na proporção adequada de ações de diferentes firmas.

Assim, Camargo e Barbosa (2003) afirmam que os processos de F&As constituem uma maneira rápida de uma empresa crescer, entrar em mercados, defender-se de operações de aquisição indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento, ou até mesmo de alguns participantes desses processos lucrarem às expensas de outros.

Segundo Martinez (2002), considerando que nessas operações são envolvidos grandes montantes, é essencial ter consciência de que o real desempenho de uma empresa pode ser mascarado por meio dos seus números com o intuito de induzir a uma tomada de decisão favorável ao adquirido e desfavorável ao adquirente. Essa alteração intencional dos resultados contábeis dentro dos limites legais, visando ao alcance de motivação particular é chamado de ‘gerenciamento’ de resultados.

2.2 Gerenciamento de Resultados e a Estimação dos *Accruals* Discricionários

Segundo Schipper (1989) o gerenciamento de resultados (GR) consiste no processo de tomada de decisões por parte dos gestores, os quais alteram o resultado reportado dentro do que é permitido por normas contábeis. Ou seja, é a intervenção das informações contábeis divulgadas com o objetivo de obter alguns ganhos privados que, segundo Watts e Zimmerman (1990), ocorre quando os gestores manipulam arbitrariamente os números contábeis. Os autores afirmam ainda que tal prática resulta na apresentação dos resultados desejados, isto é, alinhados com os interesses dos gestores ou de acordo com as expectativas do mercado.

Na definição de Schipper (1989), o GR é baseado em uma visão dos números contábeis como informação e refere-se essencialmente ao processo de divulgação externa. Para o autor, GR abrange tanto gerenciamento dos componentes do lucro como de informações complementares.

Schipper (1989) observa ainda que a prática de GR pode ser concebida sob dois pontos de vista: o primeiro seria a perspectiva do lucro econômico, na qual o gerenciamento é devido ao comportamento oportunista de determinados administradores. A segunda perspectiva seria a informacional, sob a qual o gerenciamento tem a pretensão de revelar informação sobre o valor da empresa.

Para Roychowdhury (2006), o GR pode ocorrer por meio da estruturação de transações para alcançar uma saída de demonstração financeira desejada, desviando-se das “práticas comerciais normais, realizadas com o objetivo principal de atingir certos ganhos”.

Para encontrar indícios de gerenciamento de resultados, segundo Dechow, Sloan e Sweeney (1995) é necessário entender-se o conceito de *accruals*. *Accruals* (acumulações) são a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido de uma empresa. Para Martinez (2001) os *accruals* representam as acumulações que provêm de

contas de resultado e são integradas no lucro contábil, sem necessariamente alterar as disponibilidades financeiras.

Logo, pode-se afirmar que *accruals* são todas as contas de resultado que entram na apuração do lucro, mas que não provocam movimentação de disponibilidades. Baptista (2009) ressalta que essas acumulações advindas do regime de competência modificam o *timing* do lucro reportado. *Accrual* também pode ser entendido como a diferença entre o lucro líquido do período e o valor resultante do fluxo de caixa das atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos (RICHARDSON; TEOH; WY SOCKI, 2004).

Para Dechow (1994), os *accruals* são utilizados como forma de gerenciamento devido ao seu efeito compensatório sobre os efeitos transitórios dos fluxos de caixa. Na visão de Ronen e Yaari (2008) o GR ocorre através do gerenciamento de *accruals*, que surgem em discrepâncias entre o momento do fluxo de caixa e o momento do reconhecimento contábil da receita.

Segundo Dechow, Sloan e Sweeney (1995), o objetivo do registro de *accruals* é mensurar o lucro economicamente, aquele que representa acréscimo concreto na riqueza patrimonial da unidade econômica, independentemente da movimentação financeira. Porém, um obstáculo é encontrado quando o gestor decide discricionariamente aumentar ou diminuir esses para modificar o lucro por motivos descabidos na realidade do negócio.

Roychowdhury (2006) define GR como ações dos gestores, por meio de decisões operacionais, que estão distantes das práticas comerciais habituais, procurando atender determinados objetivos de lucro. Tal prática está diretamente ligada ao fluxo de caixa da empresa e, para o autor, consiste em “gerenciamento de resultados por meio da manipulação de atividades reais”.

De acordo com Martinez (2001), devido a isso, criou-se a necessidade de subdividir os *accruals* em discricionários e não discricionários. Os não discricionários são os exigidos conforme a realidade do negócio e realizados de forma involuntária. Já os discricionários são considerados artificiais e têm o objetivo único de “gerenciar” o resultado contábil da organização nos relatórios, sendo assim, realizados de forma voluntária. (PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007).

Para Formigoni, Paulo e Pereira (2006):

Em obediência ao regime de competência, o reconhecimento contábil das transações e eventos econômicos que não geram entradas ou saídas de disponibilidades, ou seja, não geram fluxos de caixa, são considerados como *accruals*. Os *accruals* podem ser classificados em *accruals* não discricionários (*non discretionary*), que são aqueles inerentes às atividades da empresa, ou em *accruals* discricionários (*discretionary*), que são aqueles artificiais e teriam como objetivo somente manipular o resultado contábil.

O GR por meio de *accruals* discricionários, conforme Cupertino e Martinez (2009), é caracterizado pela dependên-

¹ Weston e Brigham (2000) apud Camargos e Barbosa (2005) definem que sinergismo é o todo é maior do que a soma de suas partes, ou seja, em uma fusão sinérgica, o valor pós-fusão supera a soma dos valores das empresas separadas no período pré-fusão.

cia exclusiva do árbitro dos gestores da empresa. Exemplos clássicos dessa prática são os casos das empresas Enron e WorldCom nos Estados Unidos, que trouxeram à tona temas como governança corporativa, *disclosure* e gerenciamento de resultados (Hausmann *et al.* 2017).

Conforme Hausmann *et al.*, (2017), há na literatura contábil, alguns estudos que procuram relacionar casos de corrupção com a qualidade dos relatórios contábeis. Como por exemplo, a análise feita por Liu (2016) em 9.000 empresas norte-americanas no período de 1988 a 2006, que apontou que empresas com níveis mais elevados de corrupção se mostram relacionadas a práticas de gerenciamento de resultados.

Martinez (2013) relata a classificação identificada por Walker (2013), em três conjuntos de incentivos que estimulam o uso de discricionariedades, que resumidamente seriam “atingir termos contratuais ou metas relacionadas aos relatórios financeiros; influenciar investidores na formação de expectativas sobre os fluxos de caixa; disponibilizar informações para partes externas que estejam interessadas em identificar a saúde financeira da firma”. Nesta última o autor destaca os seguintes *stakeholders*: concorrentes, clientes, fornecedores, empregados, reguladores, autoridades tributárias e grupos políticos.

Já Healy e Whalen (1999) apontam a manipulação do que é percebido pelo mercado acionário como prática facilitadora na obtenção de empréstimos, sendo assim mais um incentivo para o GR por meio de *accruals* discricionários ser realizado.

De acordo com Watts e Zimmerman (1978, 1990), existe uma maior probabilidade de que empresas maiores, vulneráveis a consequências políticas adversas, pratiquem GR (com o objetivo de parecerem menos lucrativas) do que as empresas menores. Segundo Healy e Wahlen (1999), empresas que buscam subsídios ou proteção tarifária junto ao governo também apresentam incentivos semelhantes.

2.3 Relação entre Fusões e Aquisições e Gerenciamento de Resultados

Para Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados “ocorre quando gestores usam do julgamento na divulgação financeira e na estruturação das transações para alterar os relatórios financeiros”. Os autores expõem duas finalidades do GR: uma é “enganar alguns usuários da informação contábil sobre o desempenho econômico subjacente da companhia”, a outra seria “influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados”.

Easterwood (1998) distingue entre aquisições amigáveis e hostis e detecta GR ascendente para alvos envolvidos em aquisições hostis, mas nenhuma tática de aumento de renda em alvos sendo adquiridos em lances amigáveis. A partir desse pensamento entende-se que o GR é uma fonte de possibilidades que proporciona aos gestores evidenciar resultados que façam os acionistas da companhia concordarem com a realização da combinação, já que estes não percebem a ação oportunista daqueles.

Na opinião de Becker *et al.* (1998) os gestores possuem incentivos naturais para ajustar os resultados contábeis (GR), visando a melhorar o valor da companhia. Mas, ao fazer escolhas contábeis oportunistas, geram conflitos de interesses

nas organizações e podem trazer resultados negativos aos investidores e, conseqüentemente, ao mercado.

Dentre as motivações para a prática de GR, Mohanram (2003) nos traz alguns exemplos relacionados ao desempenho da companhia. Segundo ele, os gestores praticam o GR desejando atender às previsões do desempenho futuro; atender às expectativas dos analistas; e alcançar resultados positivos ou metas que proporcionem maiores compensações aos gestores.

Erickson e Wang (1999) observaram que em muitas fusões corporativas as empresas adquirentes usam suas ações para comprar ações ou ativos da empresa alvo. Os autores explicam que nas transações *stock-for-stock*, basicamente, quanto maior o preço da ação da empresa adquirente na data do contrato, menor será o número de ações que devem ser emitidas para comprar a empresa alvo. O que constitui um grande incentivo para a empresa adquirente tentar aumentar o preço da ação antes da fusão.

Dentre as motivações listadas pelos autores está a preferência que os gestores têm por um preço de ação mais alto para minimizar a probabilidade de diluição dos ganhos e o fato de que uma emissão de ações dilui o poder de voto e o controle de acionistas existentes, particularmente de gerentes-acionistas.

Erickson e Wang (1999) consideram que uma empresa adquirente pode aumentar os ganhos contábeis acelerando o recebimento de receitas, adiando despesas ou manipulando procedimentos contábeis (GR). E que este último pode ser particularmente atraente para uma empresa adquirente porque, dos três procedimentos, pode ser o menos dispendioso para implementar. Além disso, o gerenciamento de ganhos (GR) pode ser mais difícil para o mercado identificar e quantificar, aumentando os benefícios esperados de tais atividades na perspectiva da empresa adquirente.

Ao contrário da pouca exploração do tema no Brasil, diversos estudos já foram realizados em empresas americanas e europeias envolvidas em combinações de negócios com troca de ações. Os pesquisadores Erickson e Wang (1999) observaram que, no período de 1985 a 1990 nos Estados Unidos da América (EUA), as companhias gerenciavam ganhos maiores nos períodos anteriores à combinação de negócios.

Outra contribuição dessa pesquisa é que os autores concluíram que o GR está diretamente relacionado com o tamanho do negócio. Porque, em geral, se o tamanho da empresa alvo for relativamente pequeno em comparação com o tamanho da empresa compradora, também serão relativamente pequenos os benefícios econômicos do aumento do preço das ações via GR. Logo, não sendo o GR isento de custos, os incentivos para a empresa adquirente manipular os lucros são automaticamente reduzidos.

Já no período de 1992 e 2000, Louis (2004) encontrou forte evidência de que as empresas norte-americanas adquirentes inflavam seus lucros no trimestre anterior ao anúncio de combinação de negócios com troca de ações. O que evidencia 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 entre gerenciamento de resultado e maior valor das ações no período pré-combinação de negócios 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.

Botsari e Meeks (2008) constataram que companhias adquirentes em processos de combinação de negócios 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.

Segundo Shivakumar (2000), 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.

Na visão de Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2015, p. 322), caso “os investidores não sejam conscientes das implicações do GR, eles não serão capazes de fazer os ajustes necessários ao formar suas expectativas sobre o desempenho futuro de uma entidade”. E quando o desempenho futuro for diferente de suas expectativas, os investidores ficarão frustrados por terem alocado recursos em ativos cujos resultados foram manipulados.

3 METODOLOGIA

Com abordagem positiva, pois procura observar e explicar as razões da utilização de um procedimento ou prática contábil pelas empresas (SCHERER, 2006), esta pesquisa é do tipo descritiva por ter como objetivo principal a descrição das características de determinado fenômeno - Gerenciamento de Resultados em Fusões e Aquisições.

Quanto ao procedimento técnico aplicado, foi realizada pesquisa bibliográfica, que de acordo com o conceito de Köche (1997, p. 122) “se desenvolve tentando explicar um problema, utilizando o conhecimento disponível a partir das teorias publicadas em livros ou obras congêneres”.

Trata-se também de uma pesquisa quantitativa, baseada em dados secundários, cujo objetivo foi identificar e descrever se há impacto das F&As sobre o nível de gerenciamento de resultado das empresas envolvidas.

3.1 Coleta dos Dados

Os testes foram aplicados em empresas de capital aberto com ações na B3, que se envolveram em operações de Fusão

e Aquisição, entre os anos de 2015 e 2016. Período este que, na época da realização da pesquisa, era o mais recente com dados disponíveis. As informações acerca das Fusões e Aquisições foram obtidas no banco de dados da Bloomberg®.

Os dados foram obtidos no banco de dados Economática® e o software estatístico foi o GRETl®. A amostra consiste em todas as operações de F&As, maiores que um milhão, cuja a adquirente fosse de capital aberto.

3.2 Modelo de Estimação do Gerenciamento de Resultados (*Accruals* Discricionários)

Segundo Dechow, Sloan e Sweeney (1995), a análise do gerenciamento de resultados geralmente se concentra na utilização dos *accruals* discricionários pela administração. A realização de tal pesquisa requer um modelo que estime o componente discricionário da receita declarada. Os autores citam que os modelos existentes variam de modelos simples, nos quais acréscimos discricionários são medidos como acréscimos totais; a modelos mais sofisticados, que tentam separar a evidência total relacionada ao desempenho satisfatório desses modelos alternativos na detecção do gerenciamento de resultados.

É por meio do resultado dos *accruals* discricionários que se avalia o nível de gerenciamento de resultados (GR) seguindo a determinante que quanto mais distante de zero – podendo ser negativo ou positivo – for o coeficiente, maior é o GR (AZEVEDO; COSTA, 2012). Valores negativos sugerem gerenciamento com o objetivo de reduzir lucro; valores positivos, gerenciamento com o objetivo de aumentar o lucro e valores próximos de zero, ausência de gerenciamento.

Portando, para os procedimentos estatísticos, os *accruals* foram separados em dois grupos, de discricionários e de não discricionários. Adicionalmente, os *accruals* discricionários foram divididos em positivos e negativos.

Conforme Baptista (2009), é a magnitude e sinal dos *accruals* discricionários que constituem evidência de gerenciamento em todos os modelos de cálculo, exceto nos modelos Healy (1985) e DeAngelo (1986), que são os únicos que utilizam os *accruals* totais como medida de gerenciamento. Segundo o mesmo autor, apesar de o modelo KS ser o mais utilizado em estudos brasileiros, para os que o utilizaram conjuntamente com outro método de estimação de *accruals* ele não apresentou maior poder em relação aos outros métodos utilizados.

Agregando a isso, Paulo e Martins (2007), Formigoni, Antunes e Paulo (2007) e Haussmann et. al., (2017) encontraram melhor desempenho para o modelo Pae (2005), em comparação com o modelo de KS (1995) para uma mesma amostra de empresas brasileiras.

Neste estudo, para o cálculo dos *accruals* discricionários foi aplicado o modelo Pae (2005) que, devido ao acréscimo das variáveis que representam os fluxos de caixa operacionais, amplia o poder preditivo em relação aos *accruals*, ao mesmo tempo que faz também a reversão natural dos *accruals* anteriores. (DECHOW; DICHEV, 2002; PAE, 2005)

A seguir, conforme estudo de Pae (2005) e seguindo o estudo de Haussmann et. al., (2017), são demonstradas a

equação 1, na qual os cálculos dos *accruals* totais foram realizados conforme a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional das companhias; e as equações 2, 3 e 4 de acordo com a qual o modelo de Pae (2005) pode ser descrito.

$$TA_{it} = LL_{it} - FCO_{it} \quad (1)$$

em que:

TA_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;

LL_{it} = lucro líquido da empresa *i* no período *t*;

FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t*.

$$TA_{it} = \alpha(1/A_{it-1}) + \beta_1(\Delta R_{it}) + \beta_2(PPE_{it}) + \lambda_1(FCO_{it}) + \lambda_2(FCO_{it-1}) + \lambda_3(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

em que:

TA_{it} = *accruals* totais;

A_{it-1} = ativos totais da empresa *i* no período *t*;

ΔR_{it} = variação das receitas operacionais líquidas da empresa *i* no período *t* para o período *t-1*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

PPE_{it} = propriedade, planta e equipamento (ativo imobilizado mais ativo intangível) da empresa *i* no período *t*, ponderado pelos ativos totais no final do período *t-1*;

FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t*, ponderado pelos ativos totais no final do período *t-1*;

FCO_{it-1} = fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t-1*, ponderado pelos ativos totais no final do período *t-1*;

TA_{it-1} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t-1*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

ε_{it} = erro da regressão;

λ_1, λ_2 e λ_3 = coeficientes estimados pela regressão;

i = empresa.

Os *accruals* não-discricionários (EA_{it}) segundo Pae (2005), são calculados na equação 3 por meio da aplicação dos coeficientes obtidos na regressão (equação 2).

$$EA_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta R_{it} + \beta_2 PPE_{it} + \lambda_1 FCO_{it} + \lambda_2 FCO_{it-1} + \lambda_3 TA_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (3)$$

Para serem obtidos os *accruals* discricionários utilizou-se a equação 4 (PAE, 2005).

$$UEA_{it} = TA_{it} + EA_{it} \quad (4)$$

em que:

UEA_{it} = *accruals* discricionários;

TA_{it} = *accruals* totais;

EA_{it} = *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

3.3 Fusões e Aquisições Versus Gerenciamento de Resultados

Nesta seção é evidenciado a sintetização do modelo que foi adotado para verificar a relação entre GR e F&A. A seguir, são apresentadas as variáveis de controle, os sinais esperados, bem como a explicação da intuição da regressão que foi utilizada nesta pesquisa.

Quadro 1 – Variáveis de Controle

Variáveis de controle	Métrica	Sinal Esperado
Crescimento da empresa (Crescit)	$(AT_{it} - AT_{it-1})/AT_{it}$, em que: AT_{it} = ativo total da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ; AT_{it-1} = ativo total da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i>	Positivo (+), em relação a <i>accruals</i> discricionários positivos
Tamanho da empresa (Tam_{it})	Logaritmo natural dos ativos totais	Positivo (+), em relação a <i>accruals</i> discricionários negativos.
Variável categórica do lucro líquido da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> (LL_{it-1})	para resultado negativo no período anterior e 0 (zero) caso contrário	Positivo (+), em relação a <i>accruals</i> discricionários negativos
Retorno sobre os ativos totais (ROA_{it})	LL_{it}/AT_{it} , em que: LL_{it} = lucro líquido da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ; AT_{it} = ativo total da empresa <i>i</i> no período <i>t</i>	Positivo (+), em relação a <i>accruals</i> discricionários negativos

Fonte: Haussmann *et. al.*(2017)

Para verificar o efeito da F&A no reporte de informações contábeis no ano que ocorreu o anúncio da negociação, incluiu-se 2 variáveis independentes, a primeira uma *dummy* para ocorrência de anúncio de F&A (1 para anúncio e 0 para não anúncio) e a segunda é o ano da ocorrência do anúncio (1 para 2016 e 0 para 2015). A formulação de regressão múltipla incluindo as variáveis de controle está especificada na equação 5.

$$UEA_{it} = \beta_0 + \beta_1 F\&A + \beta_2 Crescit + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 LL_{it-1} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Ano_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Portanto, com esta equação objetiva-se verificar o nível de influência a F&A tem em relação aos *accruals* discricionários, tanto em relação aos positivos quanto aos negativos. A partir deste ponto, será analisado as possíveis motivações para tal comportamento.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após terem sido realizados os procedimentos conforme apresentados na capítulo anterior, foram separados os *accruals* discricionários positivos e negativos. Conforme Martinez (2001) os *accruals* positivos são utilizados para gerenciar o lucro de forma a aumentá-lo enquanto o negativo tem o efeito contrário. A seguir será apresentado a análise descritiva dos dados de forma a evidenciar maior entendimento sobre o comportamento das empresas envolvidas no estudo.

Tabela 1 – Análise Descritiva dos *Accruals* Discricionários

	<i>Accruals</i> Negativos		<i>Accruals</i> Positivos	
	S/ F&A	C/F&A	S/ F&A	C/F&A
Média	-0,262	-0,091	0,230	0,100
Erro padrão	0,065	0,030	0,108	0,015
Mediana	-0,088	-0,091	0,068	0,070
Desvio padrão	0,998	0,080	1,776	0,087
Soma	-62,253	-0,637	62,184	3,213
Contagem	238	7	270	32

Fonte: Elaboração Própria

Notas. *significativo a 0,1 (90%); **significativo a 0,05 (95%); ***significativo a 0,01 (99%)

Verifica-se que há um equilíbrio entre os *accruals* positivos e negativos (240 com *accruals* negativos e 302 com *accruals* positivos). Entretanto, quando se observa apenas as empresas envolvidas em F&As este equilíbrio pende-se ao lado dos *accruals* positivos. Verifica-se que na média o valor está abaixo das demais empresas, e a mediana está praticamente igual às empresas que apresentaram os *accruals* positivos (0,068 em relação a 0,070).

Seguidamente, efetuamos duas regressões, uma para os *accruals* discricionários negativos e outra para os positivos. Adicionalmente, efetuou-se o teste para verificar a existência de multicolinearidade entre as variáveis estudadas. Verificou-se através do teste VIF que não houve problemas com as variáveis, conforme evidenciado na tabela 2, pois todos as variáveis apresentam valores menores que 10 (acima deste valor sugere-se a existência de indícios de multicolinearidade).

Tabela 2 – Resultados de Teste de Multicolinearidade

Variáveis	<i>Accruals</i> Negativos		<i>Accruals</i> Positivos	
	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
F&A	1,050	0,955	1,060	0,947
Cresc _{it}	1,100	0,909	1,540	0,651
Log Ativo _{it}	1,140	0,879	1,080	0,927
Variável de lucro _{i,t-1}	1,050	0,950	1,020	0,980
ROA _{it}	1,160	0,866	1,500	0,667
Ano	1,030	0,974	1,040	0,958

Fonte: Elaboração Própria

Para verificar problemas com heterocedasticidade efetuaram-se os testes de Breusch-Pagan e White. Entretanto, ambos os testes apresentam ausência de homocedasticidade para as duas regressões. Logo, foram efetuadas regressões com erros padrão robustos, de forma a corrigir os problemas apresentados nos testes realizados.

Nas tabelas 3 e 4 são apresentados os resultados das regressões robustas referentes aos testes relatados. A tabela 3 evidencia os valores que cada uma das variáveis exerce na variável dependente (*Accruals* Discricionários Negativos).

Tabela 3 – Resultados para os *Accruals* Negativos

Variáveis	Coefficientes β	Erro padrão	Stat t	valor-P
Interseção	-0,852	0,532	-1,601	0,111
F&A	-0,014	0,058	-0,250	0,803
Crescit	0,008	0,003	2,797	0,006*
Log Ativo _{it}	0,135	0,091	1,486	0,139
Variável de lucro _{i,t-1}	-0,076	0,040	-1,876	0,062***
ROA _{it}	0,599	0,140	4,278	0,000*
Ano	-0,136	0,088	-1,554	0,121
P-Valor da regressão	0,000			
R-Quadrado	0,577			
R-quadrado ajustado	0,567			
Observações	245			

Fonte: Elaboração Própria

Notas. *significativo a 1%; **significativo a 5%; ***significativo a 10%

Pode-se observar que a variável F&A não apresentou significância estatística (P-valor 0,803), demonstrando que este evento não causou impacto na intensidade dos *accruals* negativos. Entretanto, três variáveis apresentaram coeficientes significativos, o Cresc (P-valor 0,006) Lucro (P-valor 0,062) e ROA (P-valor 0,000). Pode-se sugerir que quanto maior o crescimento que a empresa apresenta, e conseqüentemente com maior rentabilidade, mas os gestores terão uma preocupação em especial com o pagamento de impostos, pois seria uma motivação em fazer esforços para diminuir os resultados e assim pagar menos impostos, pelo menos a curto prazo.

O resultado obtido com a “Variável de Lucro” está de acordo com o previsto por Martinez (2001) e Haussmann et al (2017), indicando que empresas que apresentaram prejuízo no ano anterior mostraram-se contrários à utilização de *accruals* negativos para diminuição dos lucros.

Tabela 4 – Resultados para os *Accruals* Positivos

Regressão	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P
Interseção	0,997	0,275	3,632	0,000*
F&A	0,130	0,052	2,500	0,013**
Cresc _{it}	-0,792	0,420	-1,887	0,060***
Log Ativo _{it}	-0,111	0,039	-2,852	0,005*
Variável de lucro _{i,t-1}	-0,086	0,073	-1,169	0,243
ROA _{it}	-2,376	0,298	-7,976	0,000*
Ano	-0,033	0,055	-0,589	0,556
P-Valor da regressão	0,000			
R-Quadrado	0,914			
R-quadrado ajustado	0,912			
Observações	302			

Fonte: Elaboração Própria

Notas. *significativo a 1%; **significativo a 5%; ***significativo a 10%

Logo, após efetuada a regressão para os *accruals* discricionários positivos, observa-se que a variável F&A é significativa a 5%, ou seja, podemos sugerir que o anúncio da negociação de F&A influencia positivamente a constituição de *accruals* que visam aumentar o resultado da companhia listada na B3. Este resultado vai ao encontro aos encontrados por Erickson e Wang (1999), que constataram que nos trimestres anteriores à fusão as empresas adquirentes gerenciavam positivamente seus lucros.

Ademais, vai ao encontro do estudo de Louis (2004) que encontrou nos EUA forte evidência de que as empresas norte-americanas adquirentes inflavam seus lucros no trimestre anterior ao anúncio de combinação de negócios com troca de ações. Porém, foi observado que menos de 10% das operações analisadas neste estudo utilizaram ações na negociação.

Por outro lado, Jensen (1986) suscita a questão de que empresas com grandes fluxos de caixa livre tendem a apresentar problemas de agências. Portanto, os gestores têm incentivos para fazer com que suas empresas cresçam além do tamanho ideal, incorrendo em F&As, incluindo as que geram rentabilidade abaixo do custo de capital, ou desperdiçando-o nas ineficiências da organização em vez de desembolsar em forma de dividendos para os acionistas.

Por sua vez, ao analisar as variáveis de controle Cresc, Log Ativo e ROA, observa-se que são significativas a 10%, 1% e 1%, respectivamente. Os coeficientes negativos estão em linha com os resultados encontrados com os *accruals* negativos, ou seja, quanto maior o Cresc, Log Ativo ou ROA menor a propensão em constituir *accruals* positivos.

Desta forma, este resultado corrobora o estudo de Watts e Zimmerman (1978, 1990), em que eles afirmam que existe uma maior probabilidade de que empresas maiores, vulneráveis a consequências políticas adversas, pratiquem GR (com o objetivo de parecer menos lucrativas) com maior frequência do que as empresas menores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo verificar os impactos que anúncios das operações de F&As causaram no nível de gerenciamento de resultado das empresas adquirentes. Para isso, estimou-se o gerenciamento de resultados com a utilização do modelo Pae (2005), considerado o mais adequado conforme a revisão de literatura desta pesquisa, para calcular os *accruals* discricionários.

Baseado nas afirmações contidas na revisão de literatura ao longo do artigo, o resultado esperado seria que as companhias envolvidas em F&As apresentem maior nível de gerenciamento de resultados. Esta expectativa foi atendida com os resultados das regressões efetuadas. De forma a deixar mais evidente a influência das F&As no gerenciamento de resultados foram utilizadas as seguintes variáveis de controle: Cresc. Ativo, Variável de Lucro, ROA e ano.

Conforme Jensen (1988) empresas com elevado fluxo de caixa livre, tendem custos de agência do fluxo de caixa livre. Assim, os gerentes têm incentivos para fazer com

que suas empresas cresçam além do tamanho ideal com o intuito de aumentar os recursos sob seu controle. Sugere-se que este caso possa explicar os resultados desta pesquisa, visto que mais de 90% das operações foram financiadas via caixa.

Entretanto, Jensen (1988) afirma que “embora os acionistas adquirentes tenham perdas nessas aquisições, as compras geraram benefícios sociais na medida em que desviaram dinheiro para os acionistas (embora sejam para os acionistas da adquirida) que, de outra forma, teriam sido desperdiçados em projetos de investimento reais não rentáveis.”

Desta forma, os gestores que se envolvem em projetos não econômicos, como por exemplo fusões por conglomerado visando diversificação de risco, podem ser vistos como problema de agência. Pois segundo Amihud e Lev (1982) os gestores não estariam agindo de acordo com os interesses dos acionistas, uma vez que a redução de risco almejado por meio deste tipo de operação pode ser alcançada pela diversificação da carteira de ativos. O resultado encontrado está em linha com estudos relevantes como o de Healy e Wahlen (1999), nos quais os autores afirmam que o gerenciamento de resultados “ocorre quando gestores usam do julgamento na divulgação financeira e na estruturação das transações para alterar os relatórios financeiros”.

De acordo com Mohanram (2003), visando utilizar de estratégias para aumentar sua utilidade, os gestores seriam motivados a realizarem GR tendo como objetivo evidenciar resultados de forma a persuadir os acionistas da companhia a concordarem com suas decisões estratégicas, neste caso realizar uma F&A.

Adicionalmente, pode-se sugerir que o resultado desta pesquisa também alinhou-se com a pesquisa de Becker et al. (1998), pois o autor diz que os gestores têm incentivos naturais para ajustar os resultados contábeis (GR), visando melhorar o valor da companhia. Mas, ao fazer escolhas contábeis oportunistas, geram conflitos de interesses nas organizações e podem trazer resultados negativos aos investidores e, conseqüentemente, ao mercado.

Portanto, a pesquisa alcançou o objetivo proposto ao verificar a relação entre a F&A e o GM; ademais, acerca das variáveis de controle, chegou-se a de conclusão que quanto maior o Cresc, Log Ativo ou ROA menor a propensão em constituir *accruals* positivos. Visto a importância deste tema, almeja-se fomentar pesquisas que abordem a confiabilidade de informações divulgadas ao redor de anúncios de reestruturações societárias relevantes no mercado brasileiro.

Desta forma, pretende-se contribuir no desenvolvimento de mecanismos que propicie um ambiente com menor assimetria de informações, com condições de negociação mais justo. Para pesquisas posteriores, sugere-se a adoção de uma amostra maior, abrangendo períodos maiores, até a atualidade, e utilização de outros modelos de mensuração de *accruals* discricionários. Sendo assim, aconselha-se a aplicação dos modelos mais comuns nos estudos brasileiros com temas relacionados, que são o Jones Modificado e o KS, para fins comparativos.

6. REFERÊNCIAS

- AMBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). *Boletim de Fusões e Aquisições*. Ano XII -Nº26 - março/2017. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-fusoes-e-aquisicoes/operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes-somam-r-179-2-bilhoes-em-2016.htm. Acesso em 23 de maio de 2018.
- ANAGNOSTOPOULOU, Seraina C.; TSEKREKOS, Andrianos E. *Earnings management in firms seeking to be acquired*. The British Accounting Review, v. 47, n. 4, p. 351-375, 2015.
- BAPTISTA, Evelyn Maria Boia. *Teoria em gerenciamento de resultados*. Revista de Contabilidade da UFBA, v. 3, n. 2, p. 5-20, 2010.
- BECKER, Connie L. *The effect of audit quality on earnings management*. Contemporary accounting research, v. 15, n. 1, p. 1-24, 1998.
- BISPO, Oscar Neto de Almeida.; MAIA, Saulo Cardoso; BARROS, Leandro Eduardo Vieira; CARVALHO, Francisval de Melo. *Fusões, Aquisições e Gerenciamento de Resultados: uma revisão sistemática envolvendo diferentes categorias analíticas*. Revista Organizações em Contexto, v. 13, n. 25, p. 51-98.
- BUONO, Anthony F.; BOWDITCH, James L. *The human side of mergers and acquisitions: Managing collisions between people, cultures, and organizations*. Beard Books, 2003.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. *Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999*. REGE Revista de Gestão, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.
- COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. Pearson Makron Books, 2006.
- CUPERTINO, César Medeiros; COSTA JR, N. C. A.; MARTINEZ, A. L. *Anomalia dos accruals no mercado brasileiro de capitais*. 2010. Tese de Doutorado. Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico, Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Florianópolis.
- DAL-RI MURCIA, Fernando; WUERGES, Artur. *Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados*. Revista Universo Contábil, v. 7, n. 2, 2011.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. *Detecting earnings management*. The Accounting Review, Sarasota, v. 70, n. 2, p. 193-225, apr. 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
- HAUSSMANN, Darclê Costa Silva; SAVARIZ, Carline Rakowski; BIZATTO, Luana Sara; KLANN, Roberto Carlos. *Gerenciamento de Resultados em Empresas de Construção Civil Envolvidas na Operação Lava Jato*. In: VIII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2017. 2017.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, Michael C. *Takeovers: Their causes and consequences*. Journal of Economic Perspectives, v. 2, n. 1, p. 21-48, 1988.
- KÖCHE, José Carlos. *Fundamentos de metodologia científica*. Petrópolis: Vozes, p. 45, 1997.
- LOPO MARTINEZ, Antonio. *Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura*. BBR-Brazilian Business Review, v. 10, n. 4, 2013.
- MARTINEZ, Antonio Lopo. *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. 2001. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- MOHANRAM, Partha S. *How to manage earnings management*. Accounting World, v. 10, n. 1, p. 1-12, 2003.
- OLIVEIRA, Natália Garcia. *Fusões e Aquisições de companhias brasileiras em anos recentes: um estudo dos fatores determinantes sob a ótica da empresa adquirente*. Belo Horizonte, 2016.
- 148 f. *Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)*. Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2016.
- PAE, J. *Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals*. Review of Quantitative Finance and Accounting, v. 24, n. 1, p. 5-22, 2005.
- PIMENTA, Márcio Marvila; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva. *Retornos Anormais Versus Criação de Valor e Sinergias Operacionais de Firms Brasileiras Envolvidas em Combinações de Negócios*. Pensar Contábil, v. 17, n. 64, 2016.
- PLANALTO. *Lei nº6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em 02 de abril de 2018.
- SCHERER, L. M. *Valor adicionado: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado*. Tese de Doutorado – Universidade de São Paulo – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo, 2006
- TOIGO, Leandro Augusto; CHIARELLO, Tânia Cristina; KLANN, Roberto Carlos. *Accruals discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações*. Revista Contemporânea de Contabilidade, vol. 11, núm. 24, pp. 65-84, 2014.
- WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. *Positive accounting theory: a ten year perspective*. Accounting review, p. 131-156, 1990.