

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
ESCOLA DE NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (PPAD)
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO

ALEXANDRE ESTEVES

O PAPEL DO SENTIMENTO DO INVESTIDOR NO GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS DE EMPRESAS ADQUIRENTES
EM TRANSAÇÕES *STOCK-FOR-STOCK*

CURITIBA

2024

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
ESCOLA DE NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (PPAD)
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO

ALEXANDRE ESTEVES

**O PAPEL DO SENTIMENTO DO INVESTIDOR NO GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS DE EMPRESAS ADQUIRENTES
EM TRANSAÇÕES *STOCK-FOR-STOCK***

Tese apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração, da Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC-PR), como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Administração. Área de Concentração: Finanças Estratégicas.

Orientador: Prof. Dr. Pedro Guilherme Ribeiro Piccoli

CURITIBA

2024

Dados da Catalogação na Publicação
Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR
Biblioteca Central
Gisele Alves – CRB 9/1578

E79p 2024	Esteves, Alexandre O papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados de empresas adquirentes em transações Stock-for-Stock / Alexandre Esteves ; orientador: Pedro Guilherme Ribeiro Piccoli. – 2024. 77 f. ; il. : 30 cm Tese (doutorado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2024 Bibliografia: f. 69-76 1. Ações (Finanças). 2. Empresas – Fusão e incorporação. 3. Investidores (Finanças). I. Piccoli, Pedro Guilherme Ribeiro. II. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título. CDD. 20. ed. – 658
--------------	---



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ

ESCOLA DE NEGÓCIOS

Programa de Pós-Graduação em Administração - PPAD

TERMO DE APROVAÇÃO

**O PAPEL DO SENTIMENTO DO INVESTIDOR NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
DE EMPRESAS ADQUIRENTES EM TRANSAÇÕES STOCK-FOR-STOCK**

Por

ALEXANDRE ESTEVES

Tese aprovada em **06 de dezembro de 2024** como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor no Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Administração Estratégica, da Escola de Negócios da Pontifícia Universidade Católica do Paraná.

Angela Cristiane Santos Póvoa

Profa. Dra. Angela Cristiane Santos Póvoa
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração

Prof. Dr. Pedro Guilherme Ribeiro Piccoli
Orientador

Angela Cristiane Santos Póvoa

Profa. Dra. Angela Cristiane Santos Póvoa
Examinadora



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
ESCOLA DE NEGÓCIOS

Programa de Pós-Graduação em Administração - PPAD

Prof. Dr. Newton Carneiro Affonso da Costa Junior
Examinador

Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca
Examinador

Prof. Dr. Renê Coppe Pimentel
Examinador

*A verdadeira viagem de descobrimento não consiste em procurar novas paisagens,
mas em ter novos olhos.*

Marcel Proust

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, nosso Pai Criador, pelo dom da vida e pelas inúmeras dádivas que iluminaram meu caminho e me fortaleceram a cada desafio enfrentado nesta jornada.

À minha família, minha esposa Fabiane e meu filho Murilo, expresso minha eterna gratidão pelo apoio constante e incondicional. A paciência e compreensão de vocês, especialmente nos momentos em que precisei me ausentar para me dedicar aos estudos e à pesquisa, foram essenciais para minha realização.

Ao meu orientador, Professor Doutor Pedro Piccoli, sou profundamente grato pelo suporte inestimável durante toda minha trajetória no programa stricto sensu. Seus ensinamentos, orientações firmes e as valiosas oportunidades que me proporcionou foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho e para o meu crescimento acadêmico e pessoal.

Agradeço também à Professora Doutora Ângela Póvoa, pela constante disponibilidade, pela atenção e pelas ideias compartilhadas, que enriqueceram esta pesquisa. Meu agradecimento se estende ao Professor Doutor Alceu Souza, ao Professor Eduardo Damião e a todos os demais professores do programa, cujas contribuições, de diferentes formas, foram essenciais para a construção deste trabalho.

Sou grato aos Professores Renê Coppe e Fernando Murcia, do PPGCC da FEA-USP, pelo conhecimento compartilhado e pelos feedbacks construtivos, que ajudaram a aprimorar diversos aspectos desta pesquisa.

Aos membros da banca examinadora, agradeço sinceramente pela disponibilidade, pela leitura atenta e pelas valiosas contribuições que aprimoraram esta pesquisa.

Agradeço, ainda, à equipe da secretaria do PPAD e a todos os profissionais envolvidos no programa stricto sensu da PUC-PR, pelo suporte prestado ao longo do curso. Minha gratidão também se estende aos colegas de turma, com quem compartilhei momentos de aprendizado, amizade e cooperação, tornando essa caminhada ainda mais enriquecedora.

Por fim, deixo meu agradecimento especial a todos que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho. A cada um de vocês, minha mais profunda gratidão.

RESUMO

A presente pesquisa investiga a relação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados por *accruals* em empresas adquirentes dos Estados Unidos, especificamente na modalidade *Stock-for-Stock* (troca de ações), durante os quatro trimestres que antecedem o anúncio de aquisição. O gerenciamento de resultados por *accruals* pode ser entendido como a prática de intervir de forma proposital no processo de reporte de informações financeiras, com o intuito de obtenção de ganhos particulares a um grupo de interesses (especialmente gestores e acionistas majoritários). O gerenciamento de resultados é amplamente documentado na literatura como uma prática utilizada por empresas adquirentes *Stock-for-Stock* para supervalorizar suas ações, visando reduzir o valor relativo a ser pago na aquisição da empresa-alvo. No entanto, a influência do sentimento do investidor neste contexto ainda não havia sido explorada. A metodologia adotada associa *accruals* anormais com o índice de sentimento do investidor de Baker e Wurgler (2006, 2007), o que permite examinar como o sentimento do mercado no trimestre anterior pode influenciar as decisões empresariais sobre o gerenciamento de resultados nessas operações de aquisição. As evidências obtidas demonstram uma associação significativa entre o sentimento do investidor e os *accruals* anormais nos períodos de baixo sentimento (ou seja, em um mercado pessimista), e sem significância nos períodos mais otimistas. De forma geral, conclui-se que o gerenciamento de resultados contábeis de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* são condicionados aos períodos de baixo sentimento. Tais achados são sustentados pela Teoria do Prospecto, sugerindo que em contextos de incerteza e perdas reconhecidas, os gestores tendem a assumir riscos (tais como o de se gerenciar resultados) para mitigar a percepção negativa dos acionistas sobre suas empresas.

Palavras-chave: gerenciamento de resultados, atividades de M&A, sentimento do investidor, transações *Stock-for-Stock*

ABSTRACT

This research investigates the relationship between investor sentiment and earnings management through accruals in acquiring companies in the United States, specifically in Stock-for-Stock deals, during the four quarters preceding the acquisition announcement. Earnings management through accruals can be understood as the deliberate intervention in the financial reporting process to achieve gains for a particular group of interests (especially managers and majority shareholders). Earnings management is extensively documented in the literature as a practice used by Stock-for-Stock acquiring companies to overvalue their shares, aiming to reduce the relative amount to be paid for the target company. However, the influence of investor sentiment in this context has yet to be explored. The methodology adopted associates abnormal accruals with the investor sentiment index developed by Baker and Wurgler (2006, 2007), allowing an examination of how market sentiment in the previous quarter can influence earnings management decisions. The evidence obtained demonstrates a significant association between investor sentiment and abnormal accruals during periods of low sentiment (pessimistic market), while showing no significance in more optimistic periods. Overall, it is concluded that the earnings management of Stock-for-Stock acquiring companies is conditioned by periods of low sentiment. These findings are supported by Prospect Theory, suggesting that in contexts of uncertainty and recognized losses, managers tend to take risks (such as engaging in earnings management) to mitigate shareholders' negative perceptions of their companies.

Keywords: earnings management, M&A activities, investor sentiment, Stock-for-Stock deals

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Série Histórica do Índice de Sentimento do Investidor de Baker & Wurgler (1965 até 2023).....	39
Figura 2 - Série Histórica do Índice de Sentimento do Investidor de Baker & Wurgler (2001 até 2023).....	40
Figura 3 - <i>Accruals</i> anormais de empresas adquirentes nos trimestres que antecedem ao anúncio de aquisição.....	48
Figura 4 - Índice de Confiança do Consumidor nos EUA (ICS) - Universidade Michigan.....	59

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo Metodológico da Pesquisa.....	42
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quantidade de acordos de aquisição <i>Stock-for-Stock</i> utilizados na pesquisa (por setor de atividade TRBC e ano).....	35
Tabela 2 - Estatística Descritiva da variável $ABACC_{it}$ e seus componentes, considerando a amostra total utilizada no cálculo dos accruals (2002 a 2023).....	45
Tabela 3 - Estatística Descritiva da variável $ABACC_{it}$ da amostra das empresas adquirentes em períodos pré-anúncio de aquisição (2002-2023).....	46
Tabela 4 - Resultados do Teste "t" de amostra única para o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i>	48
Tabela 5 - Resultados do Teste "t" de amostra única para o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes <i>Cash</i>	50
Tabela 6 - Resultados do Teste "t" de amostra única para o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i> , nos períodos de alto sentimento e baixo sentimento...	52
Tabela 7 - Resultados da regressão linear múltipla <i>POLS</i> entre $ABACC_{it}$ e $SENT_{t-1}$ de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i>	57
Tabela 8 - Resultados do Teste "t" de amostra única para o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i> , em períodos de alto e baixo sentimento, de acordo com o ICS.....	60

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	14
1.2 OBJETIVO GERAL.....	14
1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	14
1.4 JUSTIFICATIVAS TEÓRICO-PRÁTICAS	15
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	18
2.1 O CONTEXTO GERAL DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	18
2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DE EMPRESAS ADQUIRENTES	21
2.2.1 Gerenciamento de resultados de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i>	22
2.2.2 Gerenciamento de resultados de adquirentes sem especificação do pagamento	25
2.3 O SENTIMENTO DO INVESTIDOR E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	28
2.4 DECLARAÇÃO DE TESE E HIPÓTESE DE PESQUISA.....	31
3 METODOLOGIA	34
3.1 AMOSTRA.....	34
3.2 DEFINIÇÃO E ESTIMAÇÃO DAS VARIÁVEIS	37
3.2.1 Gerenciamento de Resultados	37
3.2.2 Sentimento do Investidor.....	39
3.3 MODELAGEM DOS DADOS	42
3.4 QUADRO RESUMO METODOLÓGICO.....	43
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	47
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	47
4.2 ASSOCIAÇÃO ENTRE O SENTIMENTO DO INVESTIDOR E OS <i>ACCRUALS</i> ANORMAIS	49
4.3 TESTES DE ROBUSTEZ	57
4.3.1 Análise de resultados através de modelo de regressão	58
4.3.2 Utilização do Índice de Confiança do Consumidor	60
5 CONCLUSÃO.....	65
REFERÊNCIAS.....	69
APÊNDICE: GLOSSÁRIO DE M&A	77

1 INTRODUÇÃO

A presente pesquisa analisa o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados por *accruals*, de empresas adquirentes na modalidade *Stock-for-Stock*, com sede nos Estados Unidos e listadas na bolsa de valores NYSE e NASDAQ¹, nos períodos que antecedem ao anúncio de aquisição. Após a apuração dos resultados, verificou-se uma contribuição à literatura, baseada na evidência de que as empresas adquirentes *Stock-for-Stock* gerenciam seus resultados através de *accruals* somente nos períodos em que o sentimento do investidor é baixo (pessimista), não havendo evidências significantes de que no alto sentimento exista tal manipulação de resultados. Tal contribuição se torna mais relevante ao se verificar que o sentimento do investidor, mais do que mediador ou potencializador de decisões sobre o gerenciamento de resultados nestas circunstâncias, atua como um condicionante.

Os primeiros estudos sobre o gerenciamento de resultados remontam a meados da década de 80 (HEALY, 1985; DEANGELO, 1986; SCHIPPER, 1989). Contudo, até os dias atuais é considerado um tema amplamente estudado e debatido na pesquisa contábil e financeira. O banco de dados *Scopus*® informa a existência de mais de 5.600 artigos sobre este tópico, sendo que há aproximadamente 10% deles publicados em 2022, e outros 10% no ano de 2023.

Originalmente, o gerenciamento de resultados pode ser definido como a prática de intervir de forma proposital nas atividades de reporte de informações financeiras, com o objetivo de obtenção de ganhos particulares aos gestores das companhias (SCHIPPER, 1989).

Mais recentemente, com o advento da pesquisa que aborda a manipulação de resultados através de atividades operacionais (GUNNY, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006), o conceito do gerenciamento de resultados passou a ser entendido de forma mais ampla. De acordo com Scott (2015), o gerenciamento de resultados é um conjunto de escolhas promovidas pelos gestores, tanto de práticas e políticas contábeis como de decisões sobre as atividades reais, as quais afetam intencionalmente os resultados da empresa, para se atingir determinados objetivos (SCOTT, 2015). Apesar do conceito mais amplo e atual, a questão da intencionalidade e das motivações concernentes ao gerenciamento de resultados persistem.

A pesquisa acadêmica reconhece um amplo espectro de motivações acerca deste fenômeno, sendo algumas de caráter contínuo e outras, eventual; algumas relacionadas às

¹ NYSE = New York Stock Exchange, e NASDAQ = National Association of Securities Dealers Automated Quotations, ambas bolsas de valores dos Estados Unidos

expectativas dos investidores e acionistas e outras tantas relacionadas a aspectos contratuais, como por exemplo financiamentos de terceiros ou bônus executivos atrelados aos lucros. Características das empresas e de seus agentes, bem como dos ambientes onde estão inseridas, também representam motivações peculiares ao gerenciamento de resultados (SCOTT, 2015; CALLAO, JARNE & WROBLEWSKI, 2021).

As atividades de fusões aquisições de companhias (também conhecidas por atividades de *M&A – Mergers & Acquisitions*) configuram-se como um conjunto de circunstâncias especiais para a ocorrência do gerenciamento de resultados; ou seja, trazem motivações específicas para que os gestores das companhias adquiridas e adquirentes manipulem seus resultados contábeis. Contudo, a característica da manipulação contábil pode se alterar em função do papel da empresa que participa de uma transação de M&A (se empresa adquirente, ou empresa-alvo), ou de acordo com os tipos e características de cada transação (por exemplo: *MBO – Managerial Buyout*²; *LBO – Leveraged Buyout*³; transações pagas majoritariamente com ações ou com dinheiro etc.).

Para ilustrar como o gerenciamento de resultados pode ocorrer em situações como essa, a seguir é relato um exemplo, de forma anedótica. Os gestores podem ajustar estimativas contábeis manipulando temporariamente contas que exigem discricionariedade e subjetividade na decisão de reconhecimento de valores. Exemplos típicos incluem ajustes nas provisões para devedores duvidosos (*accruals* redutores do ativo) ou nas contingências judiciais (*accruals* que aumentam o passivo circulante ou o não-circulante). Reduzir essas provisões diminui o reconhecimento de despesas no período, o que resulta em um aumento no lucro contábil reportado, influenciando diretamente a percepção dos *stakeholders* sobre o desempenho financeiro da companhia. Embora a empresa justifique essas decisões com documentação apropriada e uma narrativa plausível, a intenção real por trás desses ajustes muitas vezes permanece oculta. No contexto de anúncios de M&A, tais práticas podem ser particularmente significativas, já que resultados financeiros ajustados de forma estratégica podem moldar a percepção do mercado sobre a capacidade da empresa de conduzir a transação com sucesso, transmitindo uma imagem de solidez financeira e, assim, aumentando a confiança dos investidores e reduzindo incertezas. Após o anúncio de M&A, ou ainda após a conclusão da integração das empresas, tais ajustes podem ser revertidos, pois, uma vez atingidos os objetivos relativos ao período pré-anúncio da aquisição, o impacto desses ajustes sobre os resultados

² *MBO – Managerial Buyout: aquisição de empresa realizada por ex-funcionários*

³ *LBO – Leveraged Buyout: aquisição de empresa realizada com dívida (capital de terceiros)*

financeiros já não será mais relevante (a menos que a companhia tenha motivações novas envolvendo estes *accruals*).

A literatura que aborda o tema do gerenciamento de resultados em torno das atividades de M&A evidencia sobremaneira o gerenciamento de resultados por *accruals* nas empresas adquirentes que adotam o método de pagamento *Stock-for-Stock* (ERICKSON & WANG, 1999; LOUIS, 2004; GONG, LOUIS & SUN, 2008; HIGGINS, 2013; KARIM, SARKAR & ZHANG, 2016; BOTSARI & MEEKS, 2008). Nas transações *Stock-for-Stock*, o adquirente realiza o pagamento da empresa-alvo majoritariamente com suas ações. Portanto, a motivação para o gerenciamento de resultados em torno destas atividades é a busca pela valorização das ações no mercado de capitais, através da publicação de resultados melhorados nos períodos que antecedem o anúncio de aquisição. Desta forma, com o preço da ação sobrevalorizado, a empresa adquirente poderia trocar menor quantidade de ações no acordo de aquisição, reduzindo o preço relativo que pagaria por uma empresa-alvo.

Pesquisas sobre a manipulação de resultados de companhias adquirentes que não destacam o meio de pagamento utilizado na transação apresentam conclusões contraditórias. Enquanto algumas mesclam a amostra com empresas que adotaram diferentes métodos de pagamento do M&A, não identificando práticas de gerenciamento de resultados (EDDEY & TAYLOR, 1999; HERON & LIE, 2002; KOUMANAKOS, SIRIOPOULOS & GEORGOPOULOS, 2005), outras evidenciam a manipulação por *accruals* nestas circunstâncias (HAMZA & LAKHAL, 2010; PUNGALYIA & VIJH, 2009; CHEN, LIU & CHEN, 2014). Além disto, menciona-se que não há associação entre o gerenciamento de resultados e as aquisições que se utilizam do pagamento majoritário em *cash* (valores monetários), de acordo com as pesquisas que endereçaram especificamente este tipo de transação (ERICKSON & WANG, 1999; BOTSARI & MEEKS, 2008; ALSHARAIRI, DIXON & AL-HAMADEEN, 2017).

A pesquisa sobre o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* começou a ganhar contornos mais variados e específicos em meados da segunda metade da década de 2000, buscando um aprofundamento na compreensão do fenômeno. Neste maior delineamento, destacam-se os estudos sobre os incentivos que podem potencializar o gerenciamento de resultados em aquisições *Stock-for-Stock*, como é o caso da pesquisa de Baik, Kang e Morton (2007) sobre a influência das características das empresas-alvo, de Alsharairi e Salama (2011) sobre o papel da alavancagem financeira das adquirentes neste contexto, e de Baik *et al.* (2015) sobre o papel dos aspectos culturais das empresas-alvo.

Buscando maior entendimento para o fenômeno do gerenciamento de resultados das empresas adquirentes *Stock-for-Stock* em períodos que antecedem ao anúncio de aquisição, o presente estudo associa as expectativas dos investidores à manipulação dos resultados nestas situações. Embora as expectativas dos investidores possam ser representadas de múltiplas formas (supervalorização das ações, atenção do investidor etc.), a presente pesquisa adotou o sentimento do investidor como o construto mais adequado para se promover o aprofundamento almejado.

De acordo com Baker e Wurgler (2006, 2007), o sentimento do investidor pode ser entendido como a crença nos fluxos de caixa futuros e nos riscos dos investimentos, os quais não são explicados por fatos conhecidos. O sentimento do investidor varia entre patamares mais altos (otimistas) e mais baixos (pessimistas). Quando o sentimento se refere ao mercado em geral, denomina-se *market-wide investor sentiment*, sendo o tipo de sentimento mais conhecido e utilizado na pesquisa científica. Quando se refere a uma empresa em específico, pode ser denominado *firm-specific investor sentiment*.

O sentimento do investidor é associado de forma recorrente, significativa e positiva ao gerenciamento de resultados por *accruals* (ALI & GURUN, 2009; SIMPSON, 2013). Isto significa que quanto maior o sentimento (mais otimista), maiores são os patamares de gerenciamento por *accruals* verificados. Tanto a pesquisa de Ali e Gurun (2009), como a de Simpson (2013), explicam esta relação pelo fato do otimismo estar associado a um menor escrutínio e auditoria por parte dos investidores, viabilizando o maior gerenciamento.

Da mesma forma que o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* está associado a determinados incentivos que os potencializam, como abordado anteriormente; no presente estudo, sugere-se que o sentimento do investidor pode também agir como um incentivo adicional à manipulação de resultados nestas circunstâncias.

Visando contribuir com a literatura que trata do gerenciamento de resultados em torno de atividades de M&A, e com uma melhor compreensão sobre os aspectos diversos que envolvem as decisões sobre as fusões e aquisições de empresas, o presente estudo visa investigar sobre qual o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados das empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, listadas na bolsa de valores dos Estados Unidos (NYSE e NASDAQ), nos períodos que antecedem ao anúncio de aquisição.

A escolha pela investigação do mercado norte-americano se deve ao fato do tópico apresentar ineditismo inclusive neste ambiente de negócios, que é o mais evidenciado nas pesquisas sobre o tema. Além disto, o mercado norte-americano é considerado o maior do mundo. De acordo com dados de 2023, dos US\$ 2,49 trilhões transacionados em atividades de

M&A no planeta, os Estados Unidos representam o total de US\$ 1,48 trilhões em transações desta natureza⁴.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Com base no exposto acima, o presente estudo visa responder à seguinte pergunta: “Qual é o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados por *accruals* de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, listadas na bolsa de valores, em períodos antecedentes ao anúncio de aquisição?”

1.2 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral do presente estudo é o de investigar o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados por *accruals* de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, listadas na bolsa de valores, em períodos que precedem o anúncio de aquisição.

1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

A partir do objetivo geral acima definido, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- (I) analisar as características das operações de M&A no mercado americano, entre os anos de 2002 e 2023, para a formação da amostra da pesquisa;
- (II) estimar os *accruals* anormais das companhias abertas dos Estados Unidos, entre os anos de 2002 e 2023, através de modelagem especificada na Seção 3; os quais servirão como *proxy* do gerenciamento de resultados.

⁴ Informações obtidos on-line nas fontes:

<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>, e
<https://www.statista.com/statistics/520772/value-of-manda-transactions-by-target-country/>

(III) testar o gerenciamento de resultados por *accruals* das empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, participantes do mercado, em períodos que antecedem ao anúncio de aquisição, conforme evidenciado em grande parte da literatura sobre o tema.

(IV) investigar a associação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados por *accruals* nas companhias supracitadas, nos períodos antecedentes ao anúncio de aquisição.

1.4 JUSTIFICATIVAS TEÓRICO-PRÁTICAS

O mercado de fusões e aquisições tem grande representatividade na economia global, tendo movimentado no ano 2023 o valor de US\$ 2,49 trilhões em transações (fonte anteriormente citada). As pesquisas que endereçam o gerenciamento de resultados em torno das atividades de M&A auxiliam a compreender algo mais sobre as motivações destas transações, sobre seu processo de formação dos preços nos acordos de aquisição, e ainda sobre fatores que influenciam o valor das companhias durante e após o processo de M&A.

Uma vez que a literatura já fundamentou de forma robusta a evidência do gerenciamento de resultados entre empresas adquirentes, especialmente quando o pagamento ocorre na modalidade *Stock-for-Stock* (ERICKSON & WANG, 1999; LOUIS, 2004; GONG, LOUIS, SUN, 2008; HIGGINS, 2013; KARIM, SARKAR & ZHANG, 2016; BOTSARI & MEEKS, 2018), a fronteira do conhecimento avança para a compreensão mais profunda dos fatores que incentivam ou limitam esse fenômeno. Entre os fatores que potencializam o gerenciamento de resultados nessas condições, destacam-se a localização da empresa-alvo em um país com grandes diferenças institucionais em relação ao país da adquirente (BAIK *et al.*, 2015) e o excesso de confiança dos CEOs (KHLIFI & ZOUARI, 2021). Por outro lado, fatores limitadores incluem aspectos regulatórios (ALSHARAI, DIXON & AL-HAMADEEN, 2017; KASSAMANY, IBRAHIM & ARCHBOLD, 2017) e a qualidade dos instrumentos de governança corporativa (BOTSARI, 2020; RAMALINGEGOWDA, UTKE & YU, 2021).

Entretanto, é escassa a literatura que relaciona os estímulos do mercado de capitais no gerenciamento de resultados sob as circunstâncias descritas. Neste aspecto, destacam-se as pesquisas de Louis e Sun (2016), que evidenciam a preferência das empresas adquirentes gerenciadoras de resultado pelos anúncios às sextas-feiras; e os estudos de Botsari e Meeks

(2018), que demonstram maior manipulação de resultados por *accruals* nos períodos em que o retorno anormal das ações é mais pronunciado.

Contudo, não há estudos conhecidos sobre o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, em períodos que antecedem ao anúncio de aquisição, constituindo este o *gap* teórico explorado de forma inédita na presente pesquisa.

Além do ineditismo destacado, algumas evidências empíricas indicam a necessidade de aprofundamento na compreensão do papel do sentimento do investidor nesse contexto. Primeiramente, é sabido que, em situações recorrentes, o sentimento do investidor influencia positivamente o gerenciamento de resultados por *accruals* (ALI & GURUN, 2009; SIMPSON, 2013). Todavia, a atividade de M&A não é considerada recorrente; trata-se de um evento peculiar no ciclo de vida da empresa, com potencial para alterar substancialmente seus negócios, estrutura e desempenho (TRAVLOS, 1987; CALLAO, JARNE, WROBLEWSKI, 2021). Ademais, frequentemente os investidores têm uma preocupação elevada com a seleção adversa associada a atividades de M&A, reagindo negativamente a anúncios de aquisição (TRAVLOS, 1987; SERVAES, 1991; SMITH & KIM, 1994), sobretudo se a transação for caracterizada como troca de ações (ASQUITH, BRUNER & MULLINS, 1990; EMERY & SWITZER, 1999).

Com base nessas evidências, diferentes alternativas são sugeridas para o papel do sentimento do investidor nas decisões de gerenciamento de resultados em empresas adquirentes na modalidade *Stock-for-Stock*. O sentimento poderia atuar como um potencializador da manipulação por *accruals* em períodos de maior otimismo, como ocorre em situações recorrentes. Alternativamente, ele poderia ser mais determinante em períodos de maior pessimismo, uma vez que o gerenciamento de resultados pode se intensificar quando os investidores se mostram mais apreensivos. Além dessas possibilidades, existe a hipótese de que o sentimento do investidor não exerça influência significativa sobre o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes em transações *Stock-for-Stock*.

Além das contribuições específicas destacadas anteriormente, o presente estudo também contribui de forma geral para a literatura de fusões e aquisições, tanto no que concerne às decisões sobre atividades de M&A, como sobre aspectos contábeis e financeiros próprios destas transações; bem como para a literatura sobre o sentimento do investidor, especialmente no capítulo específico da influência que as expectativas dos acionistas podem exercer sobre as decisões empresariais.

Do ponto de vista prático, o presente estudo contribui para o melhor entendimento dos processos de M&A e de formação dos valores das transações por parte dos diversos participantes do mercado. Com esse novo conhecimento, as instituições reguladoras podem desenvolver ou ajustar políticas que incentivem maior transparência contábil, limitando manipulações que distorçam a percepção do valor em aquisições com pagamento via troca de ações. Auditores e representantes dos acionistas da empresa-alvo ganham maior clareza para identificar situações de maior pressão para a manipulação de resultados, permitindo que atuem com mais eficácia na detecção de possíveis distorções no valor do acordo. Investidores do mercado, por sua vez, se beneficiam ao compreender melhor as tendências de gerenciamento de resultados por parte de companhias adquirentes antes do anúncio de uma aquisição, tornando-se mais conscientes de eventuais oscilações nos preços das ações. Para os gestores das companhias adquirentes, este estudo oferece um alerta sobre os riscos e as consequências de práticas de gerenciamento de resultados, especialmente em aquisições do tipo *Stock-for-Stock*. Ao revelar como o sentimento dos investidores pode influenciar tais decisões, a pesquisa promove uma consciência mais clara da importância da integridade e da transparência ao longo de todo o processo de M&A.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 O CONTEXTO GERAL DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

De acordo com Schipper (1989), gerenciamento de resultados é a prática de intervir de forma proposital no processo de reporte de informações financeiras, com o intuito de obtenção de ganhos particulares aos gestores. Modernamente, o gerenciamento de resultados é entendido como o conjunto de escolhas promovidas pelos gestores, tanto de políticas contábeis como de atividades reais⁵, as quais afetam os resultados da empresa de forma intencional, para se atingir determinados objetivos (SCOTT, 2015). O conceito descrito por Scott (2015) é semelhante ao de Schipper (1989) no que tange à interferência dos gestores e à sua intencionalidade; contudo, pode ser considerado mais amplo que o primeiro, por admitir práticas que vão além do processo de elaboração e reporte das demonstrações financeiras: contemplam também as atividades reais da empresa, conforme é evidenciado por Gunny (2005), Roychowdhury (2006), e Cohen, Dey e Lys (2008).

A pesquisa no campo do gerenciamento de resultados começa a ganhar maior expressão a partir da segunda metade da década de 1980, com destaque aos estudos considerados seminais. Healy (1985) indica manipulação de resultados associado à motivação de incremento de bônus executivos. De Angelo (1986) evidencia gerenciamento para redução de lucros, beneficiando gestores que posteriormente concretizaram a aquisição parcial ou total das empresas em que atuavam. McNichols e Wilson (1988) detectam gerenciamento de resultados nas contas de provisão para devedores duvidosos de diversas empresas. Dye (1988) verificou que os gestores influenciam a percepção dos investidores através da divulgação de resultados previamente gerenciados. E finalmente, Schipper (1989) publicou um *framework* conceitual baseado nos achados pregressos, conceituando melhor o gerenciamento de resultados e suas motivações, bem como delineando possíveis caminhos para detecção dos *accruals* anormais.

A partir da década de 1990, o tema passa a ser amplamente explorado, tanto nas questões relativas à sua detecção (JONES, 1991; DECHOW, SLOAN & SWEENEY, 1995; BURGSTHALER & DICHEV, 1997; KOTHARI, LEONE & WASLEY, 2005), como nos aspectos relativos aos seus estímulos (DE FOND & JIAMBALVO, 1994; TEOH, WELCH & WONG, 1998; BERGSTRASSER & PHILIPPON, 2006), e também aos seus limitantes e

⁵ No Brasil, alguns autores adotaram a tradução de *Real Earnings Management* como “gerenciamento de resultados por decisões operacionais”. No presente texto, utiliza-se a expressão “gerenciamento de resultados por atividades reais”.

atenuantes (BECKER *et al.*, 1998; LEUZ, NANDA & WYSOCKI, 2003; XIE, DAVIDSON III, DADALT, 2003).

Ainda nos dias atuais, o gerenciamento de resultados ocupa espaços importantes dentro da pesquisa científica de Finanças, Contabilidade e Administração. O banco de dados *Scopus*® lista mais de 5.600 artigos sobre o tema, com aproximadamente 10% publicados em 2022 e outros 10% em 2023.

Desta forma, a manipulação que ocorre diretamente nas demonstrações financeiras reportadas pode ser efetivada através dos *accruals* discricionários (por exemplo, menos despesas, em contrapartida de maior acumulação nas contas patrimoniais de provisões para contingências judiciais e regulatórias); ou através de escolhas de políticas contábeis, que ao menos temporariamente, promoverão efeitos nos resultados (por exemplo, depreciação linear *versus* depreciação dos saldos decrescentes) (SCHIPPER, 1989; SCOTT, 2015). Já o gerenciamento que ocorre através de atividades reais pode se dar através da postergação de despesas que geram benefícios em prazos mais longos (como exemplos, gastos com pesquisa e desenvolvimento – P&D, e propaganda e publicidade), postergação de investimentos em ativos imobilizados e intangíveis (e consequente postergação dos seus gastos de depreciação e de amortização), venda de ativo imobilizado (contabilização de receitas extemporâneas), volumes de superprodução destinados aos estoques (para que os custos indiretos sejam apropriados em maior proporção aos estoques e menor proporção aos resultados), entre outras ações possíveis (GUNNY, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN, DEY & LYS, 2008).

Grande parte das pesquisas sobre as motivações para o gerenciamento de resultados tem como objeto a evidenciação do gerenciamento para o aumento dos resultados (DE FOND & JIAMBALVO, 1994; BURGSTHALER & DICHEV, 1997; CHENG & WARFIELD, 2005). Contudo, podem ocorrer estímulos ao gerenciamento para a redução dos resultados; como por exemplo, as investigações conduzidas por Jones (1991), que detectou a manipulação por *accruals* nas empresas que estavam sob investigação do órgão de regulação fiscal de importações nos EUA, e haviam sido previamente beneficiadas de forma ilícita. Desta forma, o gerenciamento para a piora dos resultados nestas empresas sugeriu aos agentes de investigação do governo que a empresa não havia sido beneficiada, já que reportara queda nos lucros, ou até mesmo prejuízos (JONES, 1991). Também é destacada a prática de suavização de resultados, caracterizada pela linearização intencional dos resultados em determinado período.(BARTOV, 1993). E por fim, o *big bath accounting* ocorre em momentos de *stress* econômico ou reestruturações, quando gestores aproveitam esta oportunidade de reportar

prejuízos excepcionais, para incluir perdas adicionais, como por exemplo, reversões de *accruals* anormais constituídos anteriormente (JORDAN & CLARK, 2004).

A literatura sobre o gerenciamento de resultados é extensiva na abordagem sobre as motivações do fenômeno; e em especial, as motivações relacionadas ao mercado de capitais e aos investidores, constituem o escopo de grande parte das pesquisas existentes (CALLAO, JARNE & WROBLEWSKI, 2021). A ideia geral por trás das motivações do mercado é a de que o gerenciamento de resultados busca oportunisticamente apresentar lucros maiores que os retratados pela situação econômica real da companhia, para atender ou superar as expectativas dos investidores (SCOTT, 2015). Neste contexto, é possível destacar dois grandes grupos de motivações do mercado, sendo eles: o gerenciamento de resultados relacionado a eventos específicos do mercado, e o gerenciamento de resultados relacionado a eventos contínuos.

No caso do gerenciamento de resultados relacionado a eventos específicos do mercado de capitais, destaca-se a pesquisa de Rangan (1998), que associa o fenômeno às ofertas secundárias de ações. O estudo evidencia que o fraco desempenho das ações e dos lucros das companhias no ano posterior à realização da oferta de ações está associado aos lucros melhorados através da manipulação por *accruals* no período antecedente à oferta. A motivação para o gerenciamento que aumenta os resultados reside na melhora da avaliação da empresa pelos investidores, o que tem por consequência, uma captação de recursos em volumes excepcionalmente altos. Estas evidências são complementadas pelos estudos de Teoh, Welch e Wong (1998), que demonstram a associação do gerenciamento de resultados com as ofertas públicas iniciais (IPO's); e mais tarde, por Cohen e Zarowin (2010), que comprovam o fenômeno acerca das ofertas públicas com instrumentos de manipulação através de atividades reais. Também estão no grupo das motivações do mercado relacionadas a eventos específicos, as atividades de M&A. Contudo, sendo este o objeto do estudo da presente pesquisa, tais motivações serão melhor abordadas na subseção 2.2.

No que se refere ao gerenciamento de resultados relacionado a eventos contínuos do mercado de capitais, destacam-se os estudos de Bergman e Roychowdhury (2008), que evidenciam um comportamento de gerenciamento de lucros das companhias, de forma a atingirem ou superarem sensivelmente o *forecast* publicado pelos analistas do mercado. Neste mesmo capítulo, Skinner e Sloan (2002) evidenciaram que o mercado reage de forma negativa às notícias de resultados que não atingem a previsão de *forecast*, e positivamente quando ocorre o contrário, mesmo que estes resultados sejam forjados por *accruals* anormais. Também são destacadas as pesquisas que associam o sentimento do investidor com gerenciamento de

resultados (ALI & GURUN, 2009; BROWN *et al.*, 2012; SIMPSON, 2013). Contudo, estes últimos serão mais bem explorados na subseção 2.3).

Nota-se que o presente estudo tem por tema abrangente “o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes”. Trata-se, portanto, de uma pesquisa sobre os incentivos relacionados a eventos específicos do mercado de capitais, no caso, as atividades de M&A (Mergers & Acquisitions, ou Fusões e Aquisições). De forma específica, o presente estudo contempla o papel moderador do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados de empresas adquirentes em períodos antecedentes ao anúncio de aquisição. Contudo, conforme descrito na seção 1, não se tem notícias de estudos anteriores que abordam o papel moderador do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados acerca das atividades de M&A, o que caracteriza o ineditismo da presente pesquisa.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DE EMPRESAS ADQUIRENTES

Embora o gerenciamento de resultados acerca das atividades de M&A se manifeste de múltiplas formas, os mecanismos variam. Por exemplo, empresas adquirentes frequentemente se envolvem em gerenciamento de resultados antes dos anúncios de aquisição, especialmente em negócios baseados em ações, para reduzir o valor aparente da transação (ERICKSON & WANG, 1999; LOUIS, 2004; BOTSARI & MEEKS, 2008). Por outro lado, as empresas-alvo podem inflar os lucros para atrair compradores e garantir bônus executivos (CHRISTIE & ZIMMERMAN, 1994; EASTERWOOD, 1998; ANAGNOSTOPOULOU & TSEKREKOS, 2015), enquanto as transações conhecidas como *Managerial Buyouts* (MBOs) geralmente envolvem a redução dos lucros para facilitar a aquisição da empresa pela gestão atual (PERRY & WILLIAMS, 1994; MAO & RENNEBOOG, 2015).

Além disto, outros fatores podem atuar como potencializadores ou mediadores no gerenciamento de resultados em torno de atividades de M&A, como é o caso do tipo de método de pagamento empregado, características das empresas envolvidas, características específicas das transações, aspectos econômicos e mercadológicos, e outros.

Devido a esta variedade de situações em que o tema está inserido, e à necessidade de se estabelecer conexões mais específicas com o tema proposto, priorizou-se nesta seção a abordagem da literatura do gerenciamento de resultados de empresas adquirentes. Para efeitos de organização do tópico, buscou-se a subdivisão desta seção em duas partes. A primeira subseção discorre sobre o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes em transações

Stock-for-Stock, cujas pesquisas trazem evidenciação e motivações mais claras. A segunda subseção apresenta os estudos que não especificam o método de pagamento em sua abordagem, e são caracterizados por maior variabilidade em relação à abordagem e aos resultados obtidos.

Ressalta-se que não estão aqui endereçados os estudos sobre o gerenciamento de resultados em *MBOs* (*Managerial Buyouts*) e *LBOs* (*Leverage Buyouts*), pois representam motivações muito específicas no espectro das empresas adquirentes, e não são alvo da presente pesquisa.

2.2.1 Gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*

Uma parte considerável da literatura sobre gerenciamento de resultados de empresas adquirentes endereça investigações sobre os processos de M&A *Stock-for-Stock*, eventualmente também chamados de *Stock Swap*. De forma geral, o gerenciamento de resultados *Stock-for-Stock* tem a motivação do adquirente em aumentar o preço das suas ações através da reação provocada pelos lucros melhores, para que a aquisição da empresa-alvo se torne menos custosa (ERICKSON & WANG, 1999; LOUIS, 2004; GONG, LOUIS, SUN, 2008; HIGGINS, 2013; KARIM, SARKAR & ZHANG, 2016; BOTSARI & MEEKS, 2018).

O estudo de Erickson e Wang (1999) é seminal nesse tópico, sendo o primeiro a demonstrar que as empresas envolvidas em transações de M&A com troca de ações manipularam seus resultados por meio de *accruals* nos períodos anteriores às aquisições, resultando no aumento dos preços de suas ações. Além disso, os autores descobriram que o grau de gerenciamento de resultados para aumento de lucros está positivamente relacionado ao tamanho relativo da aquisição. Os autores analisaram 55 transações de M&A com troca de ações entre 1985 e 1990 e estimaram os *accruals*. Muitos estudos subsequentes utilizaram os métodos de pesquisa de Erickson e Wang (1999), aplicando-os a diferentes amostras e contextos.

Louis (2004), em um estudo mais amplo, não apenas demonstrou que o gerenciamento de resultados ocorre antes de eventos de M&A com troca de ações, mas também que os *accruals* se reverteram após a conclusão da aquisição, levando a quedas nos preços das ações. Assim, a pesquisa de Louis (2004) não apenas confirma a existência de gerenciamento de resultados nas circunstâncias descritas, mas também foi uma das primeiras a destacar as consequências desse fenômeno.

Botsari e Meeks (2008) replicaram os estudos conduzidos por Erickson e Wang (1999) no mercado do Reino Unido (UK), examinando transações de fusões e aquisições (M&A) entre

1997 e 2001. Grande parte dessas transações foi financiada por meio de arranjos de troca de ações. Os resultados mostraram que as empresas adquirentes gerenciaram seus resultados até um ano antes do anúncio da aquisição. Semelhante a outros estudos, os resultados também foram associados ao aumento dos preços das ações das empresas adquirentes.

As descobertas de Erickson e Wang (1999) e Botsari e Meeks (2008) foram corroboradas na dimensão setorial por Lee *et al.* (2008), que examinaram o gerenciamento de resultados em torno de transações com troca de ações no setor de telecomunicações entre 1990 e 2006, evidenciando resultados notavelmente semelhantes aos dos autores anteriores.

Em relação aos mercados internacionais, Higgins (2013) descobriu que adquirentes japoneses, entre 1990 e 2004, reduziram os custos de aquisição por meio de gerenciamento de resultados em negócios de troca de ações. De maneira similar, Lennox, Wang e Wu (2018) observaram manipulações detectáveis por parte de adquirentes chineses, com ajustes significativos realizados pelos auditores após as aquisições. Francoeur, Ben-Amar e Rakoto (2012) identificaram o gerenciamento de resultados em transações de troca de ações no Canadá. Na Europa, Alsharairi, Black e Hofer (2015) confirmaram padrões semelhantes, e Kim, Lee e Park (2022) mostraram que empresas controladas por famílias na Coreia gerenciam seus resultados em transações com troca de ações, embora a supervisão dos credores possa mitigar esse comportamento.

Karim, Sarkar e Zhang (2016) conduziram um estudo comparativo sobre transações de M&A em trinta países entre 2004 e 2015. Eles identificaram um gerenciamento de resultados significativo baseado em *accruals* no trimestre anterior e no trimestre do acordo. O estudo destacou que a proteção mais fraca ao investidor estava correlacionada com um maior nível de gerenciamento de resultados.

À medida que os achados de Erickson e Wang (1999) foram avaliados globalmente, a pesquisa sobre o gerenciamento de resultados em atividades de M&A com troca de ações se expandiu, oferecendo insights mais profundos. Gong, Louis e Sun (2008) exploraram os impactos do gerenciamento de resultados antes de aquisições com troca de ações, revelando que tais práticas estão associadas a ações judiciais de investidores após a aquisição, o que se relaciona com o desempenho fraco após o anúncio. Além disso, foi identificada uma relação negativa entre o preço das ações da empresa adquirente no momento do anúncio e a probabilidade de ações judiciais.

Alsharairi e Salama (2012) também examinaram o gerenciamento de resultados por meio de *accruals* para melhoria de desempenho durante os períodos anteriores ao anúncio de aquisições com troca de ações. No entanto, eles descobriram que esse comportamento é mais

acentuado em empresas com menor alavancagem. Empresas adquirentes altamente alavancadas se envolvem menos frequentemente em gerenciamento de resultados do que outras empresas.

Zhu e Lu (2013) apresentaram evidências de gerenciamento de resultados por meio de atividades reais em empresas adquirentes que utilizam troca de ações, com foco especial em empresas maiores, e em práticas de vendas e superprodução. Esse estudo utilizou uma amostra de 12.899 empresas distribuídas em 386 setores industriais específicos, abrangendo o período de 1987 a 2005. Esses achados foram recentemente corroborados por Chang e Pan (2020), que descobriram que os gestores se envolvem em gerenciamento de resultados reais durante o período anterior ao anúncio de aquisições com troca de ações, particularmente por meio de vendas a crédito e superprodução, e por Fasipe e Sun (2020), que evidenciaram que o gerenciamento de resultados reais também ocorre por meio da redução de *accruals* discricionários.

Botsari (2020) examinou os mecanismos de governança corporativa como restrições ao gerenciamento de resultados em fusões e aquisições com troca de ações, utilizando uma amostra de empresas adquirentes da Bolsa de Valores de Londres. O estudo descobriu que empresas onde o CEO também atua como presidente do conselho exibem maior gerenciamento de resultados. No entanto, a presença de gestores não-executivos e a qualidade da auditoria não foram identificadas como restrições significativas.

Como uma extensão do tema dos fatores limitantes do gerenciamento de resultados em torno das atividades de M&A com troca de ações, Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen (2017) investigaram a associação antes e depois da implementação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) nos Estados Unidos, em 2002. Os autores descobriram que empresas adquirentes não monetárias começaram a gerenciar seus resultados um trimestre antes do habitual no período pós-SOX. Os adquirentes em dinheiro, por outro lado, mostraram pouca mudança em seu comportamento. Quanto às empresas-alvo, elas começaram a gerenciar seus resultados com mais frequência após a implementação da SOX.

De maneira semelhante, Kassamany, Ibrahim e Archbold (2017) estudaram o impacto do Relatório Higgs⁶ de 2002 no mercado do Reino Unido, com foco em processos de M&A que envolvem pagamentos com troca de ações e em dinheiro, e no gerenciamento de resultados por meio de *accruals* e atividades reais. Eles descobriram que o gerenciamento de resultados baseado em *accruals* era comum entre os adquirentes que utilizavam troca de ações, e que o

⁶ O Relatório Higgs, publicado em 2009 no Reino Unido, aborda a governança corporativa das empresas, recomendando melhorias nas práticas de transparência ao mercado, e impondo maior grau de responsabilização das companhias. É considerado equivalente ao SOX (dos EUA), para as empresas do Reino Unido.

Relatório Higgs não abordava essa questão. Em relação às atividades reais, as empresas que pagavam em dinheiro eram mais propensas a se envolver em práticas como a postergação de despesas para aumentar os recursos em caixa para aquisições.

Louis (2013) comparou aquisições de empresas-alvo listadas e não listadas na bolsa de valores dos Estados Unidos e descobriu que as empresas-alvo não listadas tendem a ser adquiridas com ações sobreavaliadas em maior medida do que as empresas listadas. Segundo o autor, as empresas listadas provavelmente possuem conhecimento sobre o mercado de capitais e mecanismos de controle que mitigam parcialmente a sobrevalorização das ações do adquirente nos períodos que cercam o anúncio. Resultados semelhantes foram obtidos no mercado europeu por Alsharairi *et al.* (2015).

Louis e Sun (2016) descobriram que os adquirentes que se envolvem em gerenciamento de resultados tendem a anunciar aquisições com troca de ações nas sextas-feiras e a concluir os negócios mais rapidamente do que outras empresas.

Mais recentemente, Botsari e Meeks (2018) evidenciaram um comportamento distinto dos *accruals* de empresas adquirentes em períodos de pré-anúncio, levando em conta o que foi denominado “mercados aquecidos” e “mercados frios”. Foi constatado que o gerenciamento de resultados é mais pronunciado em mercados aquecidos; ou seja, nos períodos caracterizados pelo maior retorno anormal das ações das empresas adquirentes.

2.2.2 Gerenciamento de resultados de adquirentes sem especificação do pagamento

Como destacado anteriormente, esta subseção apresenta os estudos sobre gerenciamento de resultados de companhias adquirentes que não fazem distinção entre os métodos de pagamento. Como pode ser notado ao longo do texto, algumas pesquisas não conseguem evidenciar a associação entre a manipulação de resultados e o evento da aquisição de outra empresa; ao passo em que outras, conseguem evidenciar não somente esta relação, como também nuances e características específicas deste fenômeno.

Um dos estudos mais antigos nesta categoria é a pesquisa de Eddey e Taylor (1999), que abordou o gerenciamento de resultados nas atividades de M&A na Austrália, independentemente do meio de pagamento, entre 1986 e 1991. No entanto, eles não encontraram evidências estatisticamente significativas. Logo após, Heron e Lie (2002) investigaram a existência de gerenciamento de resultados em empresas com ações negociadas em bolsas de valores dos EUA, participantes de processos de M&A, seja como adquirentes ou

alvos, e independentemente do método de pagamento, entre os anos de 1985 e 1997. Eles também não encontraram evidências de gerenciamento de resultados pelos métodos empregados; e não encontraram nenhuma evidência de relação entre o desempenho futuro das ações e o método de pagamento para aquisições de empresas.

Pesquisas semelhantes foram realizadas por Koumanakos, Siriopoulos e Georgopoulos (2005), em uma amostra de 42 empresas adquirentes entre 2001 e 2003. Assim como Heron e Lie (2002), os pesquisadores não encontraram evidências sustentáveis. Os autores mencionaram várias limitações da pesquisa, incluindo o uso de um único modelo de detecção de *accruals*, e a amostra limitada.

Gonçalves e Coelho (2019) analisaram 409 empresas adquirentes na Europa de 2009 a 2016 e não encontraram evidências de gerenciamento de resultados em torno das atividades de M&A. Eles notaram limitações, incluindo o fato de que 71% da amostra utilizou pagamentos em dinheiro, os quais são menos associados ao gerenciamento de resultados; e também questões relacionadas ao modelo empregado na detecção de *accruals*.

Hamza e Lakhali (2010) parecem contrariar esse resultado. Eles analisaram o gerenciamento de resultados das empresas adquirentes francesas em todas as formas de pagamento, usando uma amostra de 60 empresas de 1998 a 2008. O estudo encontrou tanto gerenciamento de resultados ascendente quanto descendente no período pré-anúncio. O gerenciamento ascendente foi observado quando a adquirente visava uma empresa com alto desempenho, enquanto o gerenciamento descendente ocorreu em casos com concentração de capital (membros da família, institucionais ou grandes acionistas individuais). Os autores sugerem que o gerenciamento de resultados pode facilitar a transferência de riqueza da empresa-alvo para as adquirentes.

Outras pesquisas que abordam o gerenciamento de resultados das adquirentes, sem especificar o método de pagamento, revelaram características específicas do fenômeno. Neffati, Fredj e Schalck (2011) estudaram 54 aquisições bancárias nos EUA de 1998 a 2004, utilizando o desempenho bancário como variável mediadora, medido pelo método da fronteira de eficiência. Eles concluíram que o gerenciamento de resultados é mais predominante em bancos menos eficientes envolvidos em processos de M&A.

Fakhfakh e Nasfi (2012) associaram o gerenciamento de resultados baseado em *accruals* nas atividades de M&A a um aumento no valor da transação, independentemente do método de pagamento. Por meio da análise dos acordos de empresas francesas entre 1998 e 2008, os autores concluíram que as empresas adquirentes manipulam os resultados para aumentar o valor da transação; e quanto maior a empresa, maior o nível de *accruals* discricionários.

Baik *et al.* (2015) descobriram que o gerenciamento de resultados é mais pronunciado nas empresas adquirentes da América do Norte quando o alvo é de um país com diferenças institucionais significativas (por exemplo, governo, cultura, ou religião predominante). Seu estudo, que analisou 853 empresas de 1984 a 2012, concluiu que o método de pagamento não influencia as diferenças institucionais, e o gerenciamento de resultados ajuda a mitigar a incerteza da transação devido a essas diferenças.

Zhu *et al.* (2015) relataram altos níveis de gerenciamento de resultados em fusões reversas, em que empresas listadas nos EUA foram adquiridas por empresas chinesas de capital fechado, que mais tarde se tornaram listadas nas bolsas dos EUA. Analisando 132 adquirentes chineses entre 1990 e 2011, eles descobriram que os adquirentes chineses de fusões reversas se envolveram em mais gerenciamento de resultados, tanto por meio de *accruals* quanto por atividades reais, em comparação com outros grupos de controle.

Farooqi, Ngo e Jory (2017) abordaram o gerenciamento de resultados por atividades reais de 5.857 empresas adquirentes com diferentes métodos de pagamento (apenas em dinheiro, troca de ações e pagamento misto) entre 1980 e 2011, e evidenciaram uma queda no desempenho das ações no longo prazo. Os autores associaram esses achados ao menor escrutínio dos investidores no curto prazo, especialmente próximo à data do evento; mas um escrutínio mais rigoroso por parte deles após a aquisição.

Dai *et al.* (2017) investigaram o gerenciamento de resultados nas atividades de M&A de *blockholders* corporativos, ou aquisições de blocos. Estas são transações nas quais o adquirente compra a maioria ou todas as ações de outra empresa listada. Verificou-se, por meio da análise de 892 aquisições de blocos em 42 países, entre 1990 e 2008, que as práticas de gerenciamento de resultados são transferidas do adquirente para a empresa-alvo após o evento de aquisição. Mais recentemente, Ramalingegowda, Utke e Yu (2021) mostraram que as propriedades comuns dos *blockholders* corporativos que participam do mesmo segmento de atividade aumentam consideravelmente a qualidade da governança corporativa, e essa configuração atua como um fator limitante no gerenciamento de resultados. A investigação foi conduzida em empresas localizadas nos Estados Unidos, com a amostra de transações de M&A compreendendo os anos de 1989 a 2015.

Purayil e Lukose (2022) estudaram o gerenciamento de resultados em transações de M&A transfronteiriças na Índia. Analisando 293 transações, eles descobriram que as empresas adquirentes se envolveram em menos gerenciamento de resultados, especialmente quando o país da empresa-alvo apresentava melhores padrões de governança corporativa do que a Índia.

Evidências simultâneas de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* e

atividades reais em processos de M&A foram fornecidas por Huang, Goodell e Zhang (2019), que analisaram 1.680 aquisições de 1.208 empresas chinesas listadas. Eles descobriram que as empresas adquirentes manipularam ambas as formas de gerenciamento de resultados no período pré-aquisição, aumentando os valores das ações no anúncio, mas levando a uma queda no desempenho a longo prazo. A evidência mais forte é traduzida pelas transações *Stock-for-Stock*. De maneira similar, Fuad e Jatmiko (2022) demonstram que, em empresas indonésias entre 2006 e 2017, o gerenciamento baseado em *accruals* e a superprodução impactaram positivamente o desempenho pós-aquisição, enquanto a manipulação por meio de vendas e despesas discricionárias não foi significativa.

Mais recentemente, Khlifi e Zouari (2021) examinaram os efeitos da autoconfiança dos CEOs no gerenciamento de resultados por meio de atividades reais em torno de transações de M&A em empresas dos EUA, e concluíram que tanto as empresas adquirentes quanto as empresas-alvo mostram influência da autoconfiança dos CEOs na prática de gerenciamento de resultados por meio de atividades reais, independentemente do método de pagamento envolvido no processo de M&A.

2.3 O SENTIMENTO DO INVESTIDOR E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Para se compreender melhor o sentimento do investidor, é necessário fazer menção à Hipótese dos Mercados Eficientes em sua forma semiforte, a qual preconiza que os preços das ações das empresas (em realidade, de todos os títulos de investimentos) refletem todas as informações públicas sobre elas (FAMA, 1970). Neste contexto, o sentimento do investidor é entendido como a crença nos fluxos de caixa futuros e nos riscos dos investimentos, os quais não são explicados por fatos conhecidos. Desta forma, ao se admitir o fenômeno do sentimento do investidor, necessariamente deve-se considerar que os preços das ações trazem componentes adicionais, não explicitados pelos fatos de conhecimento público (BAKER & WURGLER, 2006, 2007).

O sentimento do investidor normalmente é atribuído aos investidores individuais; e mais especificamente aos *noise traders* - indivíduos que geram um risco adicional ao mercado, uma vez que a sua inaptidão e inexperiência na condução de transações racionais acabam por gerar apenas movimentos randômicos, ou no mínimo, distantes dos fundamentos (DELONG *et al.*, 1990). Só mais recentemente é que puderam ser verificados estudos que associam o sentimento

do investidor com o comportamento de investidores institucionais (KLING & GAO, 2008; FREYBOTE & SEAGRAVES, 2016)

De forma geral, quando o sentimento do investidor é otimista, é denominado “alto”; e quando é pessimista, é considerado “baixo”. Contudo, não se trata de uma métrica binária: diversos autores estabeleceram escalas próprias para mensuração do sentimento, dentro de dois diferentes tipos de sentimento do investidor: (a) o *market-wide investor sentiment* e o (b) *firm-specific investor sentiment*.

O *market-wide investor sentiment* compreende o sentimento do investidor em relação ao agregado do mercado de capitais, à economia, e ao desempenho das empresas como um todo. Baker e Wurgler (2006, 2007) apresentaram uma forma própria de detecção do *market-wide investor sentiment*, além de trazerem contribuições significativas para a definição do fenômeno, para a evidenciação de como ele participa na precificação das ações, e para a delineação do conceito de ciclos de sentimento (altas e baixas do mercado). O índice de Baker e Wurgler é formado pela modelagem fatorial de seis variáveis: (a) descontos de fundos mútuos; (b) quantidade de IPO's (*Initial Public Offerings*), (c) o retorno médio do 1º dia dos IPO's; (d) prêmio de dividendos; (e) *turnover* do mercado; e (f) a proporção de emissões de ações em relação às emissões totais. Pode-se dizer que o índice de Baker e Wurgler (2007) é um dos mais utilizados para detecção do fenômeno neste campo de conhecimento.

Uma outra forma de detecção bastante utilizada é o emprego de *proxies* relacionadas ao índice de confiança do consumidor (QIU & WELCH, 2004; BERGMAN & ROYCHOWDHURY, 2008). Mais recentemente, buscas textuais passaram a ser destacadas como *proxies* do *market-wide investor sentiment* (DA, ENGELBERG & GAO, 2015; BEHRENDT & SCHMIDT, 2018).

O *firm-specific investor sentiment* é um fenômeno menos desenvolvido neste âmbito, dada a sua contemporaneidade. Refere-se ao sentimento do investidor em relação a empresas específicas, independentemente de suas expectativas em relação ao mercado como um todo. Entre as formas de detecção conhecida estão o *overnight return*, representado pelas variações de preços *close-to-open* das ações (ABOODY *et al.*, 2018), e o índice de Yang & Zhou (2016), composto por informações específicas de cada ação, tais como suas variações de preços, períodos de alta consecutiva etc. Uma linha recente de artigos utiliza informações textuais obtidas em redes sociais e fóruns de discussão para construir índices específicos de sentimento (ANAND & PATHAK, 2022; LONG *et al.*, 2023; ALLEN *et al.*, 2024). Nesse sentido, vale destacar o recente fenômeno das *Memestocks* como um exemplo concreto de otimismo para com empresas em específico e ortogonal ao sentimento do mercado como um todo.

Foram diversos os estudos que relacionaram o sentimento do investidor, suas expectativas e reações com o desempenho dos ativos financeiros e com aspectos diversos do mercado de capitais. Contudo, existem poucos estudos sobre a influência do sentimento do mercado nas decisões empresariais. Neste contexto destacam-se as abordagens da *Catering Theory* dos Dividendos e de *Market Timing*, sendo que ambas encontram seus fundamentos em estudos de Baker e Wurgler (2002, 2004).

De forma resumida, pode-se afirmar que a *Catering Theory* dos Dividendos (BAKER & WURGLER, 2002), propõe que as empresas ajustam sua política de dividendos conforme as preferências dos investidores. Quando o mercado valoriza ações de empresas que pagam dividendos, essas tendem a distribuí-los; caso contrário, optam por reter lucros. Assim, a decisão de pagar dividendos visa atender preferencialmente à demanda imediata dos investidores. Já a teoria do *Market Timing* (BAKER & WURGLER, 2004) sugere que as empresas escolhem entre emitir ações ou dívidas com base nas condições de mercado. Quando o preço das ações está elevado, optam por emitir ações; quando está baixo, preferem emitir dívidas.

Também se destacam as pesquisas que associam o sentimento do investidor com o gerenciamento de resultados. Rajgopal, Shivakumar e Simpson (2007) evidenciam o fenômeno que eles denominam *Catering Theory of Earnings Management*, fundamentada na ideia de que o gerenciamento de resultados via *accruals* é influenciado pela demanda dos investidores por surpresas. Ou seja, os gestores “servem” bons resultados quando o mercado demanda tais perspectivas. Os autores utilizam diversos *proxies* para o sentimento do investidor, tais como os descontos de fundos mútuos, as proporções de emissões de ações em relação às emissões totais, e até mesmo o *Michigan Consumer Sentiment Index*.

Ali e Gurun (2009) também conduziram investigações sobre a relação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados. Foi evidenciado que os *accruals* são incrementados em períodos de alto sentimento (otimista), e são reduzidos ou mantidos em níveis mais baixos em períodos de baixo sentimento (pessimista). De acordo com os autores, esta relação pode ser explicada pelo fato de que em períodos mais otimistas, os investidores exercem menos monitoramento e escrutínio das demonstrações financeiras das companhias. Estes efeitos foram observados principalmente em ações de empresas menores (*small caps*). Sobre esta consideração, os autores relatam o papel da atenção limitada dos investidores, que sugere que façam escolhas sobre quais ações devem ser acompanhadas, e os mesmos acompanham preferencialmente as *small caps*. Nesta pesquisa, o *market-wide investor sentiment* é representado pelo índice de Baker e Wurgler (2007).

Simpson (2013) realiza pesquisa semelhante sobre a influência do *market-wide investor sentiment* e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Contudo, Simpson (2013) utiliza o *Michigan Consumer Sentiment Index* como *proxy* do sentimento. Os resultados corroboram os achados de Ali e Gurun (2009), e se apoiam praticamente nas mesmas explicações; ou seja, ocorre mais gerenciamento de resultados em períodos de otimismo porque o investidor exerce menos monitoramento e escrutínio.

Há outras pesquisas que abordam a associação entre o sentimento do investidor e algumas práticas dos gestores no que concerne à sua relação com o mercado de capitais. Tais pesquisas não abordam diretamente o gerenciamento de resultados, mas podem ser consideradas relevantes neste contexto, porque revelam o comportamento dos gestores no tratamento das informações ao mercado, a partir do sentimento do investidor.

Como exemplo, Bergman e Roychowdhury (2008) evidenciam a influência do sentimento do investidor nas decisões de reporte de informações financeiras ao mercado. Utilizando o *Michigan Consumer Sentiment Index* para o *market-wide investor sentiment*, os autores verificam que nos períodos de sentimento mais pessimista (baixo), os gestores incrementam suas previsões de *forecast* de lucros. Quando o sentimento é otimista (alto), os gestores reduzem suas previsões de lucro nas publicações de *forecast*.

Um outro exemplo é a pesquisa de Brown *et al.* (2012), que analisa como o sentimento do investidor afeta a divulgação dos resultados *pro forma*, um dispositivo muito utilizado pelas companhias abertas, embora esta prática de *disclosure* por si só não venha a ser caracterizada pela manipulação dos relatórios financeiros oficiais; e sim, pela simples apresentação de relatórios ou de métricas alternativas.

Ainda sobre as associações entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados, faz-se necessário mencionar que não há estudos conhecidos sobre o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados em torno de atividades de M&A.

2.4 DECLARAÇÃO DE TESE E HIPÓTESE DE PESQUISA

A partir da fundamentação teórica desenvolvida nesta seção, verificam-se as seguintes premissas para a elaboração das hipóteses:

- Há grande número de evidências na literatura sobre o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes, nos períodos que precedem o anúncio de aquisição, em até 4

(quatro) trimestres. As transações com pagamento do tipo *Stock-for-Stock* (troca de ações) são as que mais apresentam evidências significativas de associação com o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes, dada a sua motivação subjacente de redução do custo relativo de aquisição, a partir da sobrevalorização das ações no mercado. (ERICKSON & WANG, 1999; LOUIS, 2004; GONG, LOUIS & SUN, 2008; HIGGINS, 2013; KARIM, SARKAR & ZHANG, 2016; BOTSARI & MEEKS, 2008).

- As pesquisas que contemplam transações de outros tipos que não o pagamento do acordo com troca de ações; ou que não subdividem a amostra segundo o tipo de pagamento envolvido, apresentam conclusões diversas e contraditórias sobre o gerenciamento de resultados nestas circunstâncias (EDDEY & TAYLOR, 1999; HERON & LIE, 2002; PUNGALYIA & VIJH, 2009; HAMZA & LAKHAL, 2010).
- Na literatura sobre o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes, o maior volume de evidências se concentra na manipulação por *accruals*, e não por atividades reais, embora estas existam, em menor número (HUANG, GOODELL & ZHANG, 2019; KHLIFI & ZOUARI, 2021). Contudo, pelo menos uma parte das atividades reais sugeridas na literatura sobre o gerenciamento de resultados (ROYCHOWDHURY, 2006), como por exemplo, a postergação das despesas e dos investimentos, podem ser motivadas tão somente por decisões que acumulem recursos adicionais no caixa (disponível) das companhias, para que isto auxilie na viabilização da oferta de aquisição.
- Há evidências na literatura sobre a influência do sentimento do investidor (*market-wide sentiment*) no gerenciamento de resultados por *accruals*, nas atividades recorrentes (contínuas) da empresa. Tal relação é positiva e significativa (ALI & GURUN, 2009; SIMPSON, 2013). Porém, não há evidências sobre a influência do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados, em situações específicas ou extemporâneas, como é o caso de ofertas e ações e atividades de M&A.
- Com base nas notas apresentadas, pode-se sugerir que as empresas adquirentes na modalidade *Stock-for-Stock*, que gerenciam seus resultados elevando os *accruals* antes do anúncio de aquisição, possivelmente o fazem em correlação com o sentimento do investidor, uma vez que os gestores tendem a monitorar o humor do mercado ao tomar diversas decisões.

Desta forma, a partir das premissas anteriormente enunciadas, considera-se a seguinte declaração de tese para o presente estudo:

“O sentimento do investidor exerce influência no gerenciamento de resultados por *accruals*, de empresas adquirentes na modalidade de pagamento *Stock-for-Stock*, em períodos precedentes ao anúncio de aquisição.”

Por sua vez, a declaração de tese pode ser mais bem especificada na seguinte hipótese de pesquisa:

H1: O sentimento do investidor está associado de forma significativa ao gerenciamento de resultados por *accruals* de empresas adquirentes na modalidade *Stock-for-Stock*, em períodos precedentes ao anúncio de aquisição.

3 METODOLOGIA

Nessa seção são abordados os principais aspectos metodológicos empregados no presente estudo, os quais foram baseados na literatura sobre o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes, no mercado norte-americano (LOUIS, 2004; BAIK *et al.*, 2015; LOUIS & SUN, 2016; ALSHARAI, DIXON & AL-HAMADEEN, 2017), e eventualmente complementados por pesquisas que se baseiam em empresas adquirentes de outros países (BOTSARI & MEEKS, 2008; KASSAMANY, IBRAHIM & ARCHBOLD, 2017).

Ressalta-se que, quanto à sua natureza, a presente pesquisa é aplicada; quanto aos seus objetivos, é explicativa; quanto aos procedimentos de análise, é quantitativa; e quanto ao aspecto temporal, é considerada uma pesquisa *cross-section*. Por se tratar de uma investigação que envolve as atividades de M&A e suas interações com o mercado de capitais e o gerenciamento de resultados, pode-se entender que adotará as técnicas de Estudo de Eventos.

3.1 AMOSTRA

As informações utilizadas no presente estudo foram acessadas na plataforma *Eikon Refinitiv – Thomson Reuters*[®], em duas bases de dados distintas. As informações sobre as transações de M&A foram obtidas na base de dados *Universe: Deals*. As informações das demonstrações financeiras das companhias adquirentes foram obtidas na base de dados *Universe: Public Companies*.

A amostra utilizada é composta pelos acordos de aquisição de empresas, com as seguintes características:

- Anúncio de aquisição realizado entre os anos de 2002 e 2023
- Transações completas (exclui as transações classificadas como “rumor”, “rumor desmentido”, “intenção de aquisição” e “canceladas ou declinadas”)
- Realizadas integralmente ou majoritariamente com troca de ações (*Stock-for-Stock*)
- Exclui as transações classificadas como privatizações, e oferta de recompra de ações (*self-tender* ou *stock repurchase*)

- Consideradas relevantes, ou seja, aquisições de participações superiores a 20% do capital da empresa-alvo ^{7 8}
- Cujas empresas adquirentes são companhias abertas listadas nas bolsas de valores dos Estados Unidos (NYSE e NASDAQ), não pertencentes ao setor financeiro (bancos, financeiras, corretoras de valores e similares) ou imobiliário (*real estate*), devido às suas características peculiares quanto às demonstrações financeiras e quanto à natureza de seus negócios
- Independentemente do país-sede da empresa-alvo
- Disponibilidade dos dados a eles relacionados, tanto no que se refere às características e informações peculiares à transação (como por exemplo, meio de pagamento da transação), como no que se refere às informações econômico-financeiras das empresas adquirentes nos períodos antecedentes ao anúncio de aquisição.
- Com possibilidade de serem associadas aos *accruals* anormais calculados com a chave utilizada no cruzamento de dados, que é: “nome da empresa adquirente”. Sabe-se que um conjunto de informações não foi utilizado na presente pesquisa pela falta desta possibilidade, uma vez que o nome da empresa adquirente pode ser sensivelmente ou completamente diferente entre as duas bases de dados utilizados (*Universe: Deals* e *Universe: Public Companies*). Parte desta inconsistência foi sanada através da comparação manual nas duas bases de dados, e identificação de nomes de empresas relativamente parecidos.

A amostra final conta com 628 acordos de M&A em 22 anos, correspondentes a 480 companhias adquirentes diferentes, e um total de 2.323 observações, que se referem aos *accruals* anormais calculados para os quatro trimestres antecedentes à data do anúncio de aquisição. A seguir, na Tabela 1, é demonstrada a distribuição dos 628 acordos de aquisição nos diferentes setores de atividade⁹ e anos.

⁷ Apesar dos EUA não adotarem as normas contábeis internacionais do IFRS, no presente estudo admitiu-se como critério de relevância o exposto na norma IAS 28, que define a influência significativa na empresa subsidiária a participação acionária igual ou superior a 20%.

⁸ Verifica-se que em estudos similares, a literatura internacional complementa o critério de relevância com outros parâmetros; como por exemplo, um valor mínimo em USD para a transação; e aquisições de participação até menores que 20%, desde que resultem em uma participação final significativa para a empresa adquirente. Contudo, devido à escassez de informações relacionadas a estes critérios na plataforma utilizada (Eikon Refinitiv®), foi necessária a adoção de uma premissa alternativa, como exposto na nota acima.

⁹ Setor de atividade segundo a classificação *TRBC - Thomson Reuters Business Classification (TRBC)*. Quando necessário, foi realizada a comparação com a classificação *GICS - Global Industry Classification Standard*, utilizada pela concorrente *Compustat®*, para a exclusão correta de empresas financeiras e imobiliárias.

**TABELA 1 - Quantidade de acordos de aquisição *Stock-for-Stock* utilizados na pesquisa
(por setor de atividade TRBC¹ e ano²)**

PAINEL A - Por setor de atividade TRBC¹

Setor de Atividade TRBC ¹	Qtde. de acordos	Setor de Atividade TRBC ¹	Qtde. de acordos
Consumo Cíclico	64	Materiais Básicos	40
Consumo Não-Cíclico	29	Saúde	125
Energia	137	Tecnologia	162
Industrial	71	Total:	628

PAINEL B - Por ano²

Ano	Qtde. de acordos	Ano	Qtde. de acordos	Ano	Qtde. de acordos
2002	26	2010	19	2018	36
2003	29	2011	11	2019	31
2004	21	2012	16	2020	43
2005	18	2013	28	2021	55
2006	32	2014	35	2022	36
2007	29	2015	33	2023	26
2008	21	2016	29	Total:	628
2009	33	2017	21		

Observações:

(1) Setor de Atividade da classificação *Thomson Reuters Business Classification*®.

(2) Considerado o ano do anúncio de aquisição.

(3) Somente acordos com meio de pagamento através de troca de ações (*Stock-for-Stock*), completos e que cumprem os requisitos destacados nesta subseção (3.1 - AMOSTRA).

Fonte: elaborado pelo autor, a partir de dados extraídos da plataforma *Thomson Reuter Eikon Refinitiv*®

Na tabela 1, observa-se que os setores de tecnologia, energia e saúde são os que mais contém acordos de aquisição de empresas, na modalidade *Stock-for-Stock*, no período considerado. O setor de tecnologia é o mais numeroso, com 162 acordos entre 2002 e 2023; seguido pelo de energia, com 137; e por fim, o de saúde, com 125. A soma dos acordos de aquisição destes três setores responde por pouco mais de dois terços da amostra total.

Em relação à distribuição dos acordos *Stock-for-Stock* por ano, verifica-se uma tendência de crescimento nos volumes anuais; porém, não de forma linear. Para ilustrar esta tendência, nota-se por exemplo, que alguns anos apresentaram um volume superior a 30 acordos, e são eles os anos de 2006, 2009, 2014, 2015, e os anos compreendidos entre 2018 e 2022. Complementarmente, os volumes máximos são destacados nos anos de 2021 (55 acordos) e 2020 (43 acordos). Os anos com volume de acordos inferior a 20 são: 2005, 2011 e 2016. Portanto, de maneira geral, pode-se afirmar que os anos posteriores a 2014 (inclusive) detém

maior concentração de acordos na amostra, o que representa uma tendência de crescimento ao longo dos anos.

Ainda sobre a distribuição dos acordos de aquisição ao longo dos anos, não é possível estabelecer uma relação clara entre estes, e os períodos conhecidos por crises extremas e incerteza na economia. A crise *subprime* ocorreu entre os anos de 2008 e 2009, que são anos onde se verifica uma quantidade mediana de acordos na amostra (21 e 33, respectivamente). E após a crise, entre os anos de 2010 e 2012, se verificam volumes menores: 19, 11 e 16, respectivamente. Por outro lado, os anos mais impactados pela COVID-19 (2020 e 2021) foram os de maior volume na amostra.

Verifica-se que, a partir da formação da amostra dos acordos de aquisição que são objeto da presente pesquisa, fora cumprido o objetivo específico de analisar as características das operações de M&A no mercado americano, entre os anos de 2002 e 2023, com este propósito.

Em relação aos *accruals* anormais, os mesmos fazem parte de um universo de empresas-trimestres de 183.827 observações, uma vez que não foram calculados exclusivamente para as empresas adquirentes relacionadas na amostra dos acordos de aquisição estudados.

Ressalta-se ainda que a maior parte das observações dos *accruals* anormais (85,3%) se referem a empresas-períodos com ano fiscal regular (trimestres encerrados em março, junho, setembro e dezembro). Porém, uma parte menor destas observações se referem a empresas-períodos com ano fiscal não-convencional, sendo 4,9% com encerramento trimestral em fevereiro, maio, agosto e novembro, e 9,8% com encerramento em janeiro, abril, julho e outubro.

Maiores detalhes sobre a estimação dos *accruals* e de seus componentes são demonstrados na subseção 3.2 a seguir.

3.2 DEFINIÇÃO E ESTIMAÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.2.1 Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados tem por *proxy* os *accruals* anormais, detectados através da abordagem do fluxo de caixa, e da aplicação do modelo “Jones Modificado” (*Modified-Jones*), proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Como explicitado anteriormente, os *accruals* foram estimados para todas as empresas de capital aberto dos Estados Unidos, desde

que não-financeiras e não-participantes do segmento imobiliário (*Real Estate*), para o período amostral.

Entende-se que os *accruals* anormais ($ABACC_{it}$) são o resultado da subtração dos *accruals* considerados normais ($NACC_{it}$), dos *accruals* totais ($TACC_{it}$). Abaixo, a equação que sintetiza esta lógica:

$$ABACC_{it} = TACC_{it} - NACC_{it} \quad (1)$$

Em que:

$ABACC_{it}$ = *accruals* anormais

$TACC_{it}$ = *accruals* totais

$NACC_{it}$ = *accruals* normais

Os *accruals* totais ($TACC_{it}$) foram calculados pela abordagem do fluxo de caixa; ou seja, pela diferença entre o $EBEI^{10}$ (resultado líquido antes dos itens excepcionais) e o CFO^{11} (fluxo de caixa das operações, oriundo da Demonstração de Fluxo de Caixa). Os *accruals* normais ($NACC_{it}$) foram estimados para cada empresa e período (trimestre), através do modelo “Jones Modificado”, com a inclusão de uma variável adicional, para controle da influência dos *accruals* totais do quarto trimestre anterior (LOUIS & SUN, 2016; ALSHARAIIRI, DIXON & AL-HAMADEEN, 2017). Desta forma, a partir do cálculo de $TACC_{it}$ e da estimação de $NACC_{it}$, conclui-se que os *accruals* anormais são representados pelo termo de erro da equação a seguir:¹²

$$TACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \alpha_2 PPE_{it} + \alpha_3 LTA_{it-4} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Em que:

$TACC_{it}$: *accruals* totais estimados para a empresa “i” no trimestre “t”

ΔREV_{it} : alteração nas receitas, em relação ao trimestre anterior

ΔREC_{it} : alteração nas contas a receber, em relação ao trimestre anterior

¹⁰ EBEI = *Earnings Before Extraordinary Items* (ou, Lucro Líquido Antes dos Itens Extraordinários), segundo a nomenclatura empregada pela plataforma *Eikon Refinitiv*®, e literatura de apoio para a metodologia utilizada.

¹¹ CFO = *Cash Flow from Operations* (ou, Fluxo de Caixa das Operações), oriundo da Demonstração de Fluxo de Caixa, segundo a definição do dicionário da plataforma *Eikon Refinitiv*.

¹² A especificação da Equação (2) assume que os *accruals* normais são dados pela expressão:

$NACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \alpha_2 PPE_{it} + \alpha_3 LTA_{it-4}$.

Dessa forma, a Equação 2 pode ser reescrita como:

$TACC_{it} = NACC_{it} + \varepsilon_t$

De onde se deduz que o termo de erro equivale ao parâmetro $ABACC_{it}$ da Equação (1).

- PPE_{it} : ativo permanente (imobilizado + intangível) da empresa “i” no trimestre “t”
 LTA_{it-4} : *accruals* totais do quarto trimestre anterior da empresa “i”

Todas as variáveis foram normalizadas pelo Ativo Total do trimestre anterior.

As estimativas de $NACC_{it}$ foram aplicadas para subamostras formadas para cada trimestre e setor de atividade, segundo a classificação *TRBC – Thomson Reuters Business Classification®*. As subamostras com menos de 15 observações foram descartadas. Anteriormente ao cálculo dos coeficientes da equação, todas as variáveis empregadas no modelo (vide Equação 2) foram winsorizadas abaixo do 1º percentil e acima do 99º percentil, em cada subamostra. Após a estimação dos *accruals* normais, foi aplicada a equação (1), que resultou na apuração dos *accruals* anormais ($ABACC_{it}$). Estes, finalmente foram winsorizados nos 2,5 percentis extremos.

3.2.2 Sentimento do Investidor

Para a presente pesquisa, utilizou-se a abordagem do sentimento do investidor em relação ao mercado em geral (*market-wide investor sentiment*), através do Índice de Sentimento de Baker & Wurgler (2006, 2007), cujos dados mensais estão publicamente disponíveis *online*¹³ desde Julho de 1965. Notoriamente, foram utilizadas as informações do sentimento somente para o período da amostra (entre os anos de 2002 e 2023).

Verifica-se que, atualmente, o índice original produzido pelo primeiro componente principal de seis fatores, foi recalculado para admitir somente 5 fatores, que são:

- Prêmio de dividendos;
- O retorno médio do 1º dia dos IPO’s;
- Quantidade de IPO’s (*Initial Public Offerings*), as ofertas públicas iniciais de ações das companhias abertas;
- Descontos de fundos mútuos; e
- Proporção de emissões de ações em relação às emissões totais.

Fora suprimido do cálculo do Índice de Sentimento o fator “volume de negociação da NYSE”, pelos administradores da informação. A justificativa exposta é a de que este fator não

¹³ Dados disponíveis em: <https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/data/SENTIMENT.xlsx>

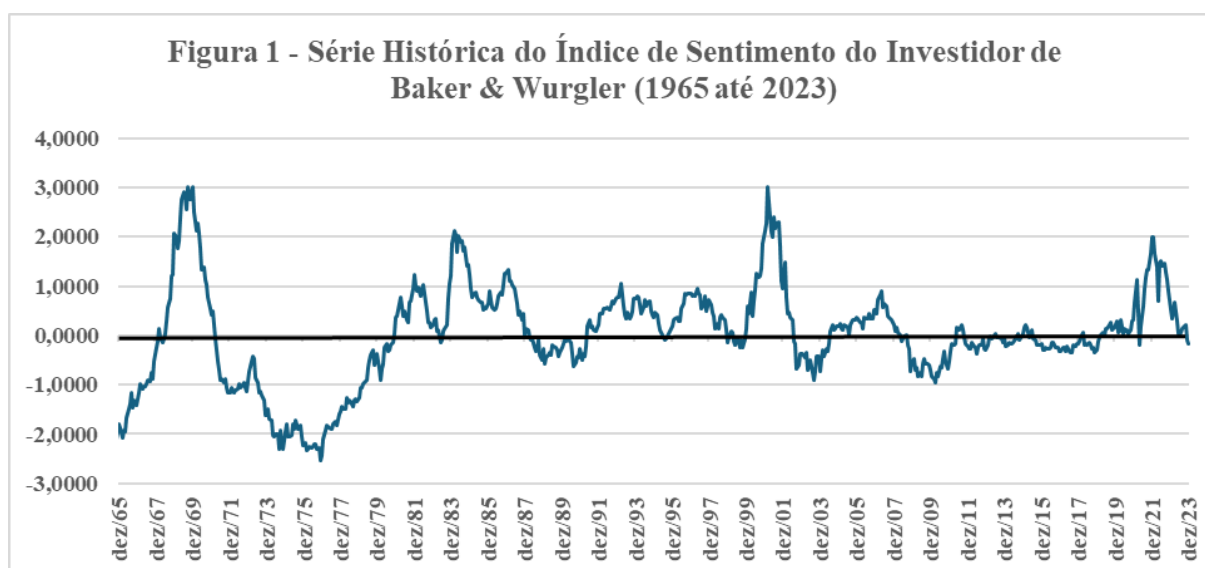
possui mais o mesmo significado de antes, devido à explosão do *trading* institucional de alta frequência, e à migração das negociações para uma variedade de plataformas.

Ressalta-se que foi utilizada uma versão alternativa do índice, que também é disponibilizada na mesma fonte. Tal versão é calculada através da ortogonalização de cada uma das variáveis em relação a uma série de condições macroeconômicas, para que sejam eliminadas correlações espúrias, e eventuais contaminações. Verifica-se que o índice ortogonalizado é o mais utilizado na literatura pregressa em pesquisas semelhantes (ALI & GURUN, 2009; YU & YUAN, 2011; BROWN *et al.*, 2012).

A Figura 1 apresenta o índice de sentimento do investidor de Baker & Wurgler (2006, 2007) ao longo de sua série histórica.

Destacadamente, os períodos de alto sentimento estão concentrados ao final da década de 60 e início da década de 70, na primeira metade dos anos 80, ao longo dos anos 90 (com exceção para meados de 1994 e ao final da década), no início dos anos 2000 (euforia relacionada às bolhas da supervalorização das empresas “.com”), e no período que antecede à crise *subprime* (crise em todo o mercado norte-americano, disparada pelo estouro de uma bolha no mercado imobiliário e de crédito hipotecário), e também entre os anos de 2022 e 2023 (pós-COVID).

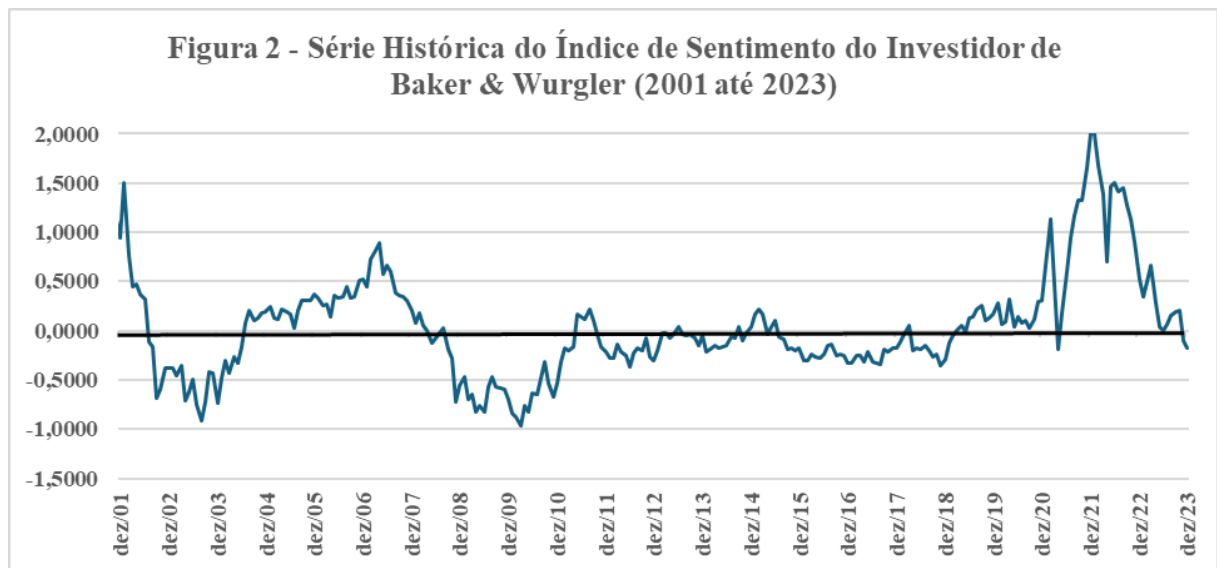
Já os períodos de baixo sentimento estão concentrados entre 1965 e 1966, ao longo dos anos 70, ao final da década de 80, em 1994 e ao final da década de 90, no início dos anos 2000, e a partir de 2008 até meados de 2011 (crise *subprime*, mencionada anteriormente). Os anos compreendidos entre 2012 e 2019 detêm um sentimento muito próximo do zero, em termos gerais, com maior predominância do baixo sentimento. Uma grande queda pode ser notada também no ano de 2020 (COVID-19).



Obs.: elaborado pelo autor, a partir das informações obtidas publicamente *online* em:

<https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/data/SENTIMENT.xlsx>

A figura 2 demonstra o comportamento histórico do mesmo índice de sentimento de Baker e Wurgler; porém, com a concentração no período utilizado no presente estudo. Nesta segunda figura é possível perceber com mais clareza o período próximo ao “zero” que ocorre entre 2012 e 2019, mas com predominância do baixo sentimento (conforme falado anteriormente), e também a alta de 2019, seguida pela queda de 2020 relacionada ao COVID.



Obs.: elaborado pelo autor, a partir das informações obtidas publicamente *online* em:

<https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/data/SENTIMENT.xlsx>

Para investigar uma possível relação de causalidade, foi associado a cada *accrual* anormal estimado o índice de sentimento do investidor referente ao trimestre anterior, calculado com base na média mensal de cada trimestre (COHEN & ZAROWIN, 2010; SIMPSON, 2013).

Conforme literatura anterior, foram considerados os valores positivos do índice como “alto sentimento”, ou expectativas otimistas dos investidores; e os valores negativos como “baixo sentimento” ou expectativas pessimistas dos investidores (BAKER & WRUGLER, 2006, 2007; ALI & GURUN, 2009; YU & YUAN, 2011; BROWN *et al.*, 2012).

3.3 MODELAGEM DOS DADOS

Baseada na literatura pregressa (LOUIS, 2004; ALSHARAI, DIXON & AL-HAMADEEN, 2015, LOUIS & SUN, 2016), a modelagem dos dados consiste em duas etapas. A primeira delas se refere à confirmação de resultados obtidos anteriormente quanto à associação de *accruals* anormais aos trimestres que precedem ao anúncio de aquisição *Stock-for-Stock*. Para tanto, foram estabelecidos testes de média para os *accruals* de cada um dos quatro trimestres antecedentes, a saber: $t0$ (trimestre imediatamente anterior ao anúncio); $t-1$ (trimestre anterior ao $t0$); $t-2$ (trimestre anterior ao $t-1$) e $t-3$ (trimestre anterior ao $t-2$). Como os *accruals* podem ser acumulados em etapas; ou seja, em períodos superiores a um único trimestre, também foram realizados testes de média para *accruals* acumulados em mais de um trimestre, a saber: $t-1$ até $t0$; $t-2$ até $t0$ e $t-3$ até $t0$. Os testes realizados foram do tipo “amostra única”, contra o valor referencial de “zero”.

Posteriormente à confirmação do gerenciamento de resultados ascendente, por *accruals*, nos períodos anteriores ao anúncio de aquisição, procurou-se efetuar a identificação de quais amostras trimestrais de *accruals* anormais apresentaram significância estatística no valor “t”, para que desta forma, fossem selecionadas à próxima etapa: a associação com o sentimento do investidor, defasado em um trimestre. Salienta-se que para esta próxima etapa não foram contemplados os períodos acumulados, por entender-se que o sentimento de investidor, de natureza mais dinâmica, exerceria influência potencial no trimestre posterior somente, mas não em períodos mais alongados.

E, considerando que cada um dos quatro trimestres constituem uma amostra particular de *accruals* anormais, cada uma destas amostras foi dividida em duas outras subamostras: uma delas representando os *accruals* em períodos posteriores ao “alto sentimento” e a outra delas representando os *accruals* em períodos posteriores ao “baixo sentimento”. Por fim, cada uma destas subamostras associadas ao alto ou ao baixo sentimento foi submetida a um novo teste “t” de amostra única, com o intuito de se verificar como o sentimento atua nos *accruals* anormais.

Complementarmente, alguns testes de robustez foram conduzidos. Os mesmos são explicados na subseção 4.3, no capítulo relacionado à análise dos resultados.

3.4 QUADRO RESUMO METODOLÓGICO

O Quadro 1 apresenta uma visão geral da metodologia utilizada na pesquisa. Através dele, observa-se uma exposição dos temas, título, problema e pergunta de pesquisa, além dos objetivos geral e específicos. A partir dessas bases, são desenvolvidas as premissas que sustentam a hipótese; e são apresentadas a declaração de tese e a própria hipótese de pesquisa. O quadro também evidencia o suporte teórico central da pesquisa. Em seguida, detalha-se o suporte metodológico, que abrange aspectos do delineamento da pesquisa, da população e amostra, e dos procedimentos de coleta, tratamento e análise dos dados. Por fim, é estabelecida uma relação entre os objetivos específicos do estudo e os métodos de investigação aplicados, apoiados por perguntas de pesquisa que esclarecem essas conexões.

QUADRO 1 - Resumo Metodológico da Pesquisa

TEMAS	Sentimento do Investidor Gerenciamento de Resultados Atividades de M&A (Fusões e Aquisições)
TÍTULO	O papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados de empresas adquirentes em transações <i>Stock-for-Stock</i>
PROBLEMA DE PESQUISA	O gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> de empresas adquirentes nos períodos antecedentes ao anúncio de aquisição é evidenciado nas transações <i>Stock-for-Stock</i> (troca de ações). Contudo, circunstâncias específicas podem atuar como moderadoras deste fenômeno. Uma vez que já é conhecida a influência dos estímulos de mercado de capitais no gerenciamento de resultados recorrente das companhias, o problema de pesquisa está centrado na análise do papel do sentimento do investidor em atividades não recorrentes, <i>i.e.</i> o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i> , especificamente nos quatro trimestres que precedem o anúncio de aquisição.
PERGUNTA DE PESQUISA	Qual é o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i> , listadas na bolsa de valores, em períodos antecedentes ao anúncio de aquisição?
OBJETIVO GERAL	Investigar o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i> , listadas na bolsa de valores, em períodos que precedem o anúncio de aquisição
OBJETIVOS ESPECÍFICOS	(I) analisar as características das operações de M&A no mercado americano, entre os anos de 2002 e 2023, para a formação da amostra da pesquisa; (II) estimar o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> das companhias abertas dos Estados Unidos, entre os anos de 2002 e 2023. (III) testar o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> das empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i> , participantes do mercado, em períodos que antecedem ao anúncio de aquisição, conforme evidenciado em grande parte da literatura sobre o tema. (IV) investigar a associação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> nas companhias supracitadas, nos períodos antecedentes ao anúncio de aquisição.

(continuação)

PREMISSAS	1. As empresas adquirentes praticam o gerenciamento de resultados nos 4 (quatro) trimestres que antecedem o anúncio de aquisição. 2. O gerenciamento de resultados nestas circunstâncias é mais evidente quando a transação é paga com troca de ações (<i>Stock-for-Stock</i>), e quando a manipulação ocorre por <i>accruals</i>. 3. O sentimento do investidor influencia o gerenciamento de resultados em atividades recorrentes (contínuas) das empresas (ex.: na divulgação periódica de resultados, constata-se a evitação de pequenos prejuízos, o cumprimento da previsão de analistas etc.). 4. Não há notícias sobre a influência do sentimento do investidor em atividades específicas ou extemporâneas (ex.: IPO's, SEO's, M&A). 5. É possível que o sentimento do investidor tenha um papel moderador na gerenciamento de resultados de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i> no período de pré-anúncio de aquisição.		
TESE DEFENDIDA	O sentimento do investidor exerce influência no gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> , de empresas adquirentes na modalidade de pagamento <i>Stock-for-Stock</i> , em períodos precedentes ao anúncio de aquisição.		
HIPÓTESE	H1: O sentimento do investidor está associado de forma significativa ao gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> de empresas adquirentes na modalidade <i>Stock-for-Stock</i> , em períodos precedentes ao anúncio de aquisição.		
SUPORTE TEÓRICO	Gerenciamento de Resultados por <i>accruals</i>: Jones (1991); Dechow, Sloan e Sweeney (1995) Gerenciamento de Resultados de empresas adquirentes <i>Stock-for-Stock</i>: Erickson e Wang (1999); Louis (2004); Botsari e Meeks (2008); Baik <i>et al.</i> (2015); Louis e Sun (2016); Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen (2017). Sentimento do Investidor: Baker e Wurgler (2006, 2007). Associação entre o Sentimento do Investidor e Gerenciamento de Resultados (recorrente): Ali e Gurun (2009); Simpson (2013)		
SUPORTE METODOLÓGICO DA PESQUISA	Delineamento da Pesquisa	Quanto à natureza	Aplicada
		Quanto ao objetivos	Explicativa
		Quanto à análise dos dados	Quantitativa
		Quanto à sua estratégia de abordagem do problema	Matemática e estatística de dados já divulgados
	População e amostra	Não probabilística e intencional	
	Procedimentos de Coleta de Dados	Dados Secundários	Bibliográfica/documental
	Procedimentos de Tratamento e Análise de Dados	Abordagem	Matemática e estatística
		Recorte	Estudo de Eventos
		Controle das variáveis	Sem controle e manipulação das variáveis; <i>ex-post facto</i>
		Análise	Quantitativa

(continuação)

SUPORTE METODOLÓGICO DA PESQUISA	Perguntas de pesquisa, vinculação com os objetivos específicos e métodos de investigação	Pergunta de Pesquisa	Objetivos Específicos	Método de Investigação
		Quais são as características das operações de M&A nos EUA, entre 2002 e 2023?	I	Técnicas de extração, análise e formação da amostra
		Quais são os <i>accruals</i> anormais estimados das empresas dos EUA, entre 2002 e 2023?	II	Método de detecção <i>M-Jones</i> , que se baseia em regressão linear múltipla e cálculos aritméticos entre as variáveis envolvidas
		Qual é o comportamento dos <i>accruals</i> anormais de empresas adquirentes dos EUA, nos quatro trimestres anteriores ao anúncio de aquisição?	III	teste "t" de amostra única, para duas subamostras: <i>Stock-for-Stock Deals</i> e <i>Cash Deals</i>
		Existe uma associação significativa entre o sentimento do investidor e os <i>accruals</i> anormais das empresas adquirentes <i>Stock for Stock</i> , nos quatro trimestres antecedentes ao anúncio de aquisição? Se sim, como se dá?	IV	teste "t" de amostra única, para duas subamostras <i>Stock for Stock</i> : <i>Alto Sentimento</i> e <i>Baixo Sentimento</i>

Obs.: elaborado pelo autor

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Conforme detalhado na seção 3, para estimativa dos *accruals* anormais das empresas de capital aberto com sede nos Estados Unidos e listadas na bolsa de valores deste país, foi utilizada a abordagem do fluxo de caixa, e empregado o modelo Jones modificado, com uma variável adicional para controle da influência dos *accruals* totais apurados ao final do ano anterior (LOUIS & SUN, 2016).

A tabela 2 a seguir demonstra a estatística descritiva das variáveis que compõem esta estimativa. Verifica-se que o intervalo compreendido entre os extremos máximos e mínimos de cada variável exposta, bem como a relação entre os desvios-padrão e as médias destacadas, demonstram variabilidade significativa entre as empresas-trimestres que compõem a amostra. Esta heterogeneidade é esperada, uma vez que o período amostral é relativamente alto, e não é este o caso de uma pesquisa direcionada para um ou outro setor de atividade em específico, no qual as empresas detêm características de similaridade nos negócios.

Como também é de se esperar, a variável LTA_i possui extremos de máximo e mínimo superiores aos *accruals* anormais, já que se refere aos *accruals* totais de períodos anteriores.

Há ainda uma consideração adicional sobre a variável PPE_{it} , que não demonstra valor abaixo de zero (como é de se esperar), e detém o menor desvio padrão relativo à média (coeficiente de variação) entre as variáveis destacadas. Ainda assim, seu desvio-padrão alcança o patamar de 3,7 vezes a sua média, o que reforça a ideia de grande heterogeneidade entre as empresas-trimestres que compuseram a detecção dos *accruals* anormais.

TABELA 2 - Estatística Descritiva da variável $ABACC_{it}$ e seus componentes, considerando a amostra total utilizada no cálculo dos *accruals* (2002 a 2023)

No. de observações = 183.827					
Variável	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão
$ABACC_{it}$	-0,477	0,579	0,011	0,005	0,173
$(\Delta REV - \Delta REC)_{it}$	-2,698	1,868	0,003	0,001	0,089
PPE_{it}	0,000	0,887	0,507	0,417	1,871
LTA_i	-1,128	0,894	-0,027	-0,025	1,593

Observações:

(1) todas as variáveis ponderadas pelo ativo total do trimestre anterior.

(2) $ABACC = accruals$ anormais, segundo o modelo Jones Modificado, com descrição detalhada na seção 3; $(\Delta REV - \Delta REC)$ corresponde à variação da Receita de um trimestre para outro, menos a variação do contas a receber de um trimestre para o outro; $PPE =$ total do ativo imobilizado + ativo intangível; $LTA = accruals$ totais defasados em quatro trimestres.

Fonte: elaborado pelo autor

Apesar dos *accruals* anormais terem sido estimados para toda a amostra de empresas de capital aberto dos Estados Unidos, independentemente de haverem participado de processos de aquisição de outras companhias, com as exceções já mencionadas (empresas financeiras, imobiliárias etc.), o interesse específico da presente pesquisa são os *accruals* anormais das empresas adquirentes *Stock-for-Stock* nos quatro trimestres que antecedem à data do anúncio de aquisição (vide seção 3). Na tabela 3 é possível averiguar a estatística descritiva da variável $ABACC_{it}$ nesta amostra específica, bem como nas subamostras em que a variável é associada exclusivamente ao alto sentimento e ao baixo sentimento.

TABELA 3 - Estatística Descritiva da variável $ABACC_{it}$ da amostra das empresas adquirentes em períodos pré-anúncio de aquisição (2002-2023)

No. de observações = 2.323					
Variável	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão
$ABACC_{it} Total$	-0,477	0,579	0,021	0,008	0,174
$ABACC_{it} Alto Sent. ^*$	-0,477	0,559	0,012	0,004	0,154
$ABACC_{it} Baixo Sent. ^{**}$	-0,471	0,579	0,028	0,011	0,190

Observações:

(1) $ABACC_{it} Alto Sent.$ = *Accruals* anormais associados ao período de alto sentimento (otimista), de acordo com o índice de Baker e Wurgler (2006, 2007), com especificações detalhadas na seção 3.

(2) $ABACC_{it} Baixo Sent.$ = *Accruals* anormais associados ao período de baixo sentimento (pessimista).

(3) Como especificado anteriormente, os períodos pré-anúncio de aquisição são os quatro trimestres imediatamente anteriores à data de anúncio da aquisição da empresa-alvo.

Fonte: elaborado pelo autor

Como pode ser observado na tabela 3, a variável $ABACC_{it}$ nos períodos de alto sentimento, assume um valor máximo pouco inferior ao extremo de toda a amostra, que pertence a um período de baixo sentimento. De forma similar, o *accrual* mínimo da amostra total ocorreu em um período de alto sentimento. Como seu valor é negativo, trata-se de uma reversão média de *accruals*. Ainda pode ser observado que a média de *accruals* anormais em períodos de baixo sentimento é bastante superior à média de *accruals* em períodos de alto

sentimento, e algo semelhante pode ser notado em relação à mediana. Estas constatações prévias sustentam a percepção inicial de que o gerenciamento de resultados por *accruals* é mais acentuado em períodos de baixo sentimento do que nos de alto sentimento. Contudo, a Subseção 4.2 a seguir analisa melhor o comportamento dos *accruals* nos dois períodos, complementando sobremaneira esta visão estatística descritiva.

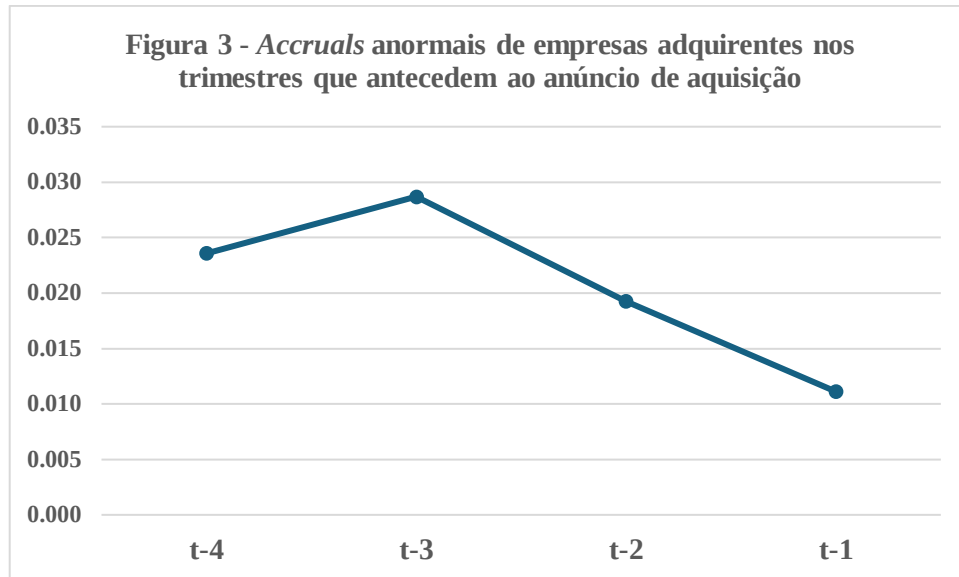
Ainda sobre a Tabela 3, cabe notar que o desvio-padrão entre a amostra de *accruals* totais e das subamostras de alto e baixo sentimento são relativamente próximos, em termos relativos da respectiva média.

A partir desta análise dos *accruals* anormais, verifica-se que fora cumprido um dos objetivos específicos da presente pesquisa, que é o de estimar o gerenciamento de resultados por *accruals* das companhias abertas dos Estados Unidos, entre os anos de 2002 e 2023.

4.2 ASSOCIAÇÃO ENTRE O SENTIMENTO DO INVESTIDOR E OS *ACCRUALS* ANORMAIS

Anteriormente ao passo que associa os *accruals* anormais ao índice de sentimento do investidor, buscou-se verificar se o gerenciamento de resultados ocorre de forma significativa nos quatro trimestres que antecedem o anúncio de aquisição *Stock-for-Stock*, conforme evidencia a literatura sobre o tema (ERICKSON & WANG, 1999; LOUIS, 2004; BAIK *et al.*, 2015; LOUIS & SUN, 2016; ALSHARARI, DIXON & AL-HAMADEEN, 2017).

A figura 3 demonstra o comportamento dos *accruals* médios anormais nos períodos antecedentes ao anúncio de aquisição, para as empresas adquirentes *Stock-for-Stock* que compõem a amostra. Como pode ser observado, os *accruals* anormais médios são todos positivos, o que corrobora com os estudos anteriores mencionados. Adicionalmente, observa-se que o trimestre $t-3$ é o mais proeminente em termos de gerenciamento de resultados por *accruals*. Além disso, na medida em que a data do anúncio de aquisição se aproxima, as empresas diminuem a intensidade dos *accruals* anormais, embora continuem se utilizando deste expediente (como pode ser observado em $t-2$ e $t-1$)



Obs.: elaborado pelo autor

A tabela 4 demonstra os resultados do teste “t” de amostra única, para os *accruals* anormais das empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, nos quatro trimestres isolados que antecedem à data do anúncio de aquisição e nos trimestres acumulados, sendo $ACUMUL_1$ os *accruals* acumulados entre $t-1$ e $t-2$, $ACUMUL_2$ os *accruals* acumulados entre $t-1$ e $t-3$, e $ACUMUL_3$ os *accruals* acumulados entre $t-1$ e $t-4$. Conforme explicitado anteriormente, as decisões sobre a manipulação de resultados contábeis, diante de um evento extraordinário (como é o caso de ofertas públicas, e atividades de M&A), podem resultar na acumulação de *accruals* em períodos superiores a um único trimestre, e ser dosado para ocorrer sistematicamente em períodos mais longos (LOUIS, 2004, LOUIS & SUN, 2016; ALSHARARI, DIXON & AL-HAMADEEN, 2017).

**TABELA 4 - Resultados do Teste "t" de amostra única
para o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*⁴**

Amostras de <i>accruals</i> ^{1 2}	No Obs.	Média	Valor "t" H0: $\mu = 0$	Valor "p"
$ABACC_{t-1}$	633	0,011*	1,628	0,052
$ABACC_{t-2}$	618	0,019***	2,762	0,003
$ABACC_{t-3}$	597	0,029***	4,001	0,000
$ABACC_{t-4}$	579	0,024***	3,288	0,001
$ACUMUL_1$	666	0,032***	3,048	0,001
$ACUMUL_2$	676	0,060***	4,389	0,000

$ACUMUL_3$	678	0,079***	5,197	0,000
Observações:				
(1) As amostras descritas como $ABACC_{t-1}$, $ABACC_{t-2}$, $ABACC_{t-3}$ e $ABACC_{t-4}$ correspondem aos <i>accruals</i> anormais dos trimestres antecedentes à data do anúncio de aquisição, sendo respectivamente: trimestre imediatamente anterior, 2º trimestre anterior, 3º trimestre anterior e 4º trimestre anterior.				
(2) Os períodos descritos como $ACUMUL_1$, $ACUMUL_2$, $ACUMUL_3$ correspondem aos <i>accruals</i> anormais acumulados dos seguintes trimestres: $t-1$ até $t-2$; $t-1$ até $t-3$, e $t-1$ até $t-4$.				
(3) Os testes de amostra única foram conduzidos comparando-se a amostra referida com o valor "zero", com base na literatura anterior.				
(4) <i>Stock-for-Stock</i> : empresas adquirentes que pagaram a aquisição da empresa-alvo com troca de ações				
Fonte: elaborado pelo autor				

Conforme explicitado na tabela 4, os *accruals* anormais de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* dos trimestres que antecedem à data do anúncio de aquisição tem alta significância estatística, demonstrando que os *accruals* são estatisticamente diferentes de zero. Tais resultados indicam que as empresas de fato acumulam resultado nos trimestres anteriores ao anúncio da aquisição. Vale notar que o trimestre imediatamente anterior à data do anúncio tem uma significância um pouco menor que os demais, ao nível de 10% (embora muito próximo do nível de 5%); ao passo que os *accruals* nos trimestres $t-2$, $t-3$ e $t-4$ apresentam significância ao nível de 1%, sugerindo que essa acumulação ocorre em períodos mais distantes do evento. Observa-se também que em todos os trimestres selecionados, os coeficientes apresentam sinal positivo, o que significa acumulação de *accruals*, tendo como contrapartida, os lucros aumentados; e não o contrário, que seria a reversão de *accruals* associada à diminuição dos lucros. Da mesma forma, verifica-se alta significância, ao nível de 1%, quando se trata dos *accruals* anormais acumulados na somatória dos trimestres, através das variáveis descritas como $ACUMUL_1$, $ACUMUL_2$ e $ACUMUL_3$.

Isto sugere que os presentes resultados corroboram as evidências traduzidas pela literatura anterior, no que se refere ao gerenciamento de resultados por *accruals* anormais de empresas adquirentes nos períodos de pré-anúncio de aquisição, quando o método de pagamento se dá por troca de ações (*Stock-for-Stock*). Verifica-se também que o gerenciamento de resultados para aumento dos lucros ocorre de forma persistente e sistemática desde o quarto trimestre anterior ao anúncio de aquisição. Se for considerado que a aquisição de uma determinada empresa-alvo é um processo que contempla muitas etapas antecedentes (desde a identificação, negociações internas para aprovação, passando pelas abordagens preliminares, etapas de *valuation* e negociações prévias com os acionistas da empresa-alvo etc.), é pertinente

considerar que as empresas inclinadas ao gerenciamento de resultados, iniciem esta prática desde bem antes do trimestre imediatamente anterior ao anúncio de aquisição.

Contudo, para que fosse confirmada a importância do método de pagamento no fenômeno descrito acima, foi realizada alternativamente a análise dos *accruals* anormais de empresas adquirentes, quando o método de pagamento da transação é majoritariamente em dinheiro (*cash*), mantidas os demais critérios idênticos na formação da amostra. Ressalta-se que essa amostra das empresas adquirentes *Cash* foi concebida unicamente nesta etapa da pesquisa empírica, quando se pretende identificar se o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes ocorre de forma dependente do método de pagamento ou não. Os resultados podem ser verificados na Tabela 5.

**TABELA 5 - Resultados do Teste "t" de amostra única
para o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Cash*⁴**

Amostras de <i>accruals</i>^{1,2}	No Obs.	Média	Valor "t" H0: $\mu = 0$	valor-p
<i>ABACC_{t-1}</i>	4.262	-0,002	-0,933	0,351
<i>ABACC_{t-2}</i>	4.194	-0,001	-0,488	0,626
<i>ABACC_{t-3}</i>	4.106	-0,001	-0,645	0,519
<i>ABACC_{t-4}</i>	4.032	-0,002	-0,965	0,334
<i>ACUMUL₁</i>	4.870	-0,003	-1,161	0,246
<i>ACUMUL₂</i>	4.998	-0,004	-1,258	0,209
<i>ACUMUL₃</i>	5.093	-0,005	-1,583	0,114

Observações:

(1) As amostras descritas como *ABACC_{t-1}*, *ABACC_{t-2}*, *ABACC_{t-3}* e *ABACC_{t-4}* correspondem aos *accruals* anormais dos trimestres antecedentes à data do anúncio de aquisição, sendo respectivamente: trimestre imediatamente anterior, 2º trimestre anterior, 3º trimestre anterior e 4º trimestre anterior.

(2) Os períodos descritos como *ACUMUL₁*, *ACUMUL₂*, *ACUMUL₃* correspondem aos *accruals* anormais acumulados dos seguintes trimestres: *t-1* até *t-2*; *t-1* até *t-3*, e *t-1* até *t-4*.

(3) Os testes de amostra única foram conduzidos comparando-se a amostra referida com o valor "zero", com base na literatura anterior.

(4) *Cash*: empresas adquirentes que pagaram a aquisição da empresa-alvo em dinheiro.

Fonte: elaborado pelo autor

Verifica-se na tabela 5 que os *accruals* anormais das empresas adquirentes *Cash*, nos trimestres antecedentes ao anúncio de aquisição, de forma isolada ou cumulativamente, não são significativos, diferentemente do que ocorre nas empresas adquirentes *Stock-for-Stock*. Isto

reafirma as evidências trazidas pela literatura pregressa, de que a manipulação de resultado de adquirentes é condicionada ao meio de pagamento. Uma observação adicional se faz necessária quanto à tabela 5: há uma quantidade bem maior de observações de *accruals* de empresas adquirentes *Cash* do *Stock-for-Stock*, e isto reflete o que ocorre no universo das transações de M&A nos Estados Unidos: a grande maioria dos acordos de M&A concluídos são pagos majoritariamente em dinheiro, e apenas uma pequena parte em ações.

Como exposto anteriormente na seção 2, a explicação para que as empresas adquirentes *Stock-for-Stock* gerenciam mais seus resultados, no sentido de aumentar lucros, em períodos precedentes ao anúncio de aquisição, é um potencial beneficiamento do preço a ser pago na transação. O gerenciamento de resultados nas circunstâncias descritas tende a disparar notícias positivas para os investidores, e conseqüentemente gera um acréscimo no valor das ações, o que por sua vez garante aos adquirentes um acordo de aquisição mais vantajoso, pois poderá ser efetivado através da troca de uma quantidade menor de ações. De forma indireta, pode-se afirmar que a adquirente tende a pagar mais barato pela empresa-alvo.

A partir da evidenciação dos *accruals* anormais de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* em períodos antecedentes ao anúncio de aquisição, constata-se que fora cumprido um dos objetivos específicos do presente estudo, que é o de se testar o gerenciamento de resultados por *accruals* das empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, nos períodos descritos.

Uma vez que os *accruals* anormais de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* nas fases de pré-aquisição são evidenciados como significantes, através dos resultados expostos nas tabelas 4 e 5, passam a ser identificados os períodos que devem ser submetidos à análise da associação entre estes mesmos *accruals* e o sentimento do investidor. Neste caso, todos os trimestres foram selecionados para esta nova etapa da investigação, pois todos eles demonstraram *accruals* anormais altamente significantes. Embora o trimestre imediatamente anterior tenha demonstrado uma significância menor que os demais (ao patamar de 10%, muito embora esteja próximo de 5% de significância), ele também foi selecionado para a análise, levando-se em conta dois fatores: (a) ele detém *accruals* anormais significativos, em algum patamar; e (b) de forma acumulada aos outros trimestres, ele apresenta maior significância.

Conforme descrito na seção 3, as amostras isoladas dos *accruals* agrupadas em cada trimestre antecedente ao anúncio de aquisição foram associadas ao índice do sentimento do investidor de Baker e Wurgler (2006, 2007), de forma defasada. Ou seja, foi selecionado para se estabelecer uma relação com o *accrual* de determinado trimestre, o índice de sentimento trimestral médio imediatamente anterior. Desta forma, pode-se ter uma ideia de causalidade, na qual os gestores das companhias adquirentes *Stock-for-Stock* primeiramente identificam e

percebem o sentimento do investidor em relação ao mercado, e depois podem tomar decisões quanto ao gerenciamento de resultados.

Após a associação entre as duas variáveis, cada uma das amostras correspondentes aos *accruals* anormais de cada trimestre isolado foi particionada em duas subamostras: uma com os *accruals* associados ao alto sentimento (otimista) e a outra com os *accrual* próprios do baixo sentimento (pessimista). Conforme exposto na seção 3, o alto sentimento são os valores positivos do índice de Baker e Wurgler, enquanto o baixo sentimento são os valores negativos. Posteriormente, cada uma das subamostras teve seus *accruals* anormais testados novamente em relação ao valor zero, através do teste “t” de amostra única.

A tabela 6 apresenta os resultados referentes ao *accruals* de alto sentimento e baixo sentimento, separadamente. Tomou-se como premissa o fato do sentimento do investidor atuar de forma dinâmica nas decisões empresariais. Isto quer dizer, por exemplo, que o sentimento do investidor de um certo período influenciaria as decisões de manipulação de resultado do período imediatamente posterior, mas não do período que o sucede e nem do próximo. Estes períodos posteriores teriam a influência mais imediata do sentimento do investidor mais recentemente detectado pela administração da companhia.

**TABELA 6 - Resultados do Teste "t" de amostra única
para o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*³,
nos períodos de ALTO SENTIMENTO e BAIXO SENTIMENTO⁴**

PAINEL A: <i>Accruals</i> associados ao Alto Sentimento⁴				
Amostras de <i>accruals</i>¹	No Obs.	Média	valor "t" H0: $\mu = 0$	valor-p
<i>ABACC_{t-1}</i>	327	0,009	1,115	0,266
<i>ABACC_{t-2}</i>	297	0,016*	1,827	0,069
<i>ABACC_{t-3}</i>	291	0,006	0,689	0,491
<i>ABACC_{t-4}</i>	266	0,014	1,537	0,125
PAINEL B: <i>Accruals</i> associados ao Baixo Sentimento⁴				
Amostras de <i>accruals</i>¹	No Obs.	Média	valor "t" H0: $\mu = 0$	valor-p
<i>ABACC_{t-1}</i>	306	0,117	1,193	0,234
<i>ABACC_{t-2}</i>	321	0,058***	3,380	0,001
<i>ABACC_{t-3}</i>	306	0,064***	3,421	0,000

$ABACC_{t-4}$	313	0,011***	3,239	0,001
---------------	-----	----------	-------	-------

Observações:

(1) As amostras descritas como $ABACC_{t-1}$, $ABACC_{t-2}$, $ABACC_{t-3}$ e $ABACC_{t-4}$ correspondem aos *accruals* anormais dos trimestres antecedentes à data do anúncio de aquisição, sendo respectivamente: trimestre imediatamente anterior, 2º trimestre anterior, 3º trimestre anterior e 4º trimestre anterior.

(2) Os testes de amostra única foram conduzidos comparando-se a amostra referida com o valor "zero", com base na literatura anterior.

(3) *Stock-for-Stock*: empresas adquirentes que pagaram a aquisição da empresa-alvo com troca de ações.

(4) Conforme descrito na seção 3, os *accruals* de alto sentimento correspondem àqueles que ocorreram no período imediatamente posterior ao índice de Baker & Wurgler assumir valor positivo (otimista). E, os *accruals* de baixo sentimento são aqueles associados ao mesmo índice, com valor negativo (pessimista).

(5) Os asteriscos correspondem aos níveis de significância de 10% (*); 5% (**) e 1% (***).

Fonte: elaborado pelo autor

Pode-se concluir através da análise dos valores “t” e valores “p” de cada subamostra, que os *accruals* de baixo sentimento são altamente significativos, exceto pelo período imediatamente anterior ao anúncio de aquisição *t-1* (vide painel B, da tabela 6). O contrário pode ser inferido através dos valores apresentados no painel A da mesma tabela: os *accruals* anormais de alto sentimento não demonstraram significância estatística, com a exceção do trimestre *t-2* que produziu uma significância ao nível de 10%.

Estas evidências podem levar à conclusão de que, em termos gerais, as decisões de se manipular resultados via *accruals* no sentido de aumentar lucros, só ocorre de forma pronunciada quando é percebido pelos gestores que o mercado de capitais está mais pessimista quanto à economia e ao desempenho das empresas em geral. No caso de otimismo, não há evidências de gerenciamento de resultados na perspectiva de um anúncio de aquisição iminente.

Estes resultados podem ser explicados segundo o entendimento de que a decisão de se gerenciar lucros por *accruals* é uma tomada de risco por parte dos gestores da companhia adquirente. A Teoria do Prospecto (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979) pode explicar esta assunção de risco em situações de perdas conhecidas, uma vez que propõe a ideia de que os tomadores de decisões assumem menos riscos em situações favoráveis ou de ganhos prováveis, e maior risco em situações desfavoráveis ou de perdas prováveis. Resultados anteriores de pesquisas sobre o gerenciamento de resultados em situações de perdas reconhecidas pelos gestores, foram relacionadas à Teoria do Prospecto (BURGSTAHLER & DICHEV, 1997; SHEN & CHIH, 2005).

Adicionalmente, menciona-se os estudos de Graham, Harvey and Rajgopal (2005), que realizaram pesquisa com 401 gestores de companhias, em que 78% admitiram sacrificar o valor de longo prazo para gerenciar ou suavizar resultados, atendendo a diversos referenciais

(*benchmarks*): resultado do ano anterior, resultado do trimestre anterior, evitação de perdas, projeções de analistas etc. Em uma pergunta que permite múltiplas escolhas, as principais razões destacadas pelos executivos para se promover o gerenciamento de resultados, estão: (a) fazer com que a empresa seja percebida como menos arriscada pelos investidores (88,7%), (b) assegurar aos clientes e fornecedores que a companhia é estável (66,2%) e (c) reduzir o prêmio de risco para os investidores (57,1%). Notoriamente, todas estas três questões são prejudicadas em um período de baixo sentimento, quando a percepção geral do mercado e dos investidores é a de aumento generalizado do risco. E, quando ocorre de ser justamente no período de baixo sentimento em que a empresa planeja realizar uma aquisição relevante, na modalidade *Stock-for-Stock*, a necessidade de se promover um sentimento de estabilidade e menor risco percebido pelos *stakeholders* se torna maior. Potencialmente, é nestes períodos que o gerenciamento de resultados se faz mais necessário, e as evidências trazidas pelo presente estudo corroboram esta ideia (vide tabela 6).

Complementarmente, diversos estudos suportam a ideia de que a preocupação do investidor com a seleção adversa produz uma reação negativa do mercado em relação à notícia de uma aquisição (TRAVLOS, 1987; SERVAES, 1991; SMITH & KIM, 1994; BETTON, ECKBO & THORNBURN, 2008), ao ponto de analisarem a performance e a saúde financeira das adquirentes (SCHLINGEMANN, 2004). Adicionalmente, pode-se afirmar que aquisições *Stock-for-Stock* são percebidas de forma negativa pelos investidores, como se fosse uma espécie de sinalização de falta de recursos para investimento, e falta de comprometimento com as partes interessadas (ASQUITH, BRUNER & MULLINS, 1990; EMERY & SWITZER, 1999), o que poderia potencializar a assunção de risco pelos gestores quanto à prática de gerenciamento de resultados em períodos de baixo sentimento.

Todas estas conclusões trazidas acima pela literatura pregressa reforçam as evidências da presente pesquisa. A despeito dos resultados de estudos anteriores, que trataram especificamente da relação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados em situações mais gerais ou recorrentes das empresas, a análise dos dados desta pesquisa indica que essas duas variáveis não seguem uma relação positiva nos períodos de alto sentimento, conforme descrito por Ali e Gurun (2009) e Simpson (2013). Embora esses estudos sugiram que, em períodos de alto sentimento, haja mais oportunidade para o gerenciamento de resultados devido à menor vigilância do mercado, a pesquisa atual revela que isso não ocorre nos trimestres imediatamente anteriores ao anúncio de aquisição. Nesses períodos, os *accruals* anormais das empresas adquirentes *Stock-for-Stock* não apresentaram significância estatística, indicando uma dinâmica diferente da prevista pela literatura anterior.

Contudo, é importante destacar que os estudos de Ali e Gurun (2009) e Simpson (2013) diferem do presente trabalho, pois não se concentram em períodos específicos associados a eventos pontuais, como o presente estudo. Enquanto aqueles se baseiam em períodos amostrais relativamente longos e com foco em situações recorrentes das empresas, esta pesquisa se dedica à análise de um evento específico: o anúncio de aquisições *Stock-for-Stock*. Além disso, os objetivos desses estudos são distintos, uma vez que visam entender o comportamento de longo prazo das empresas, enquanto a pesquisa atual foca na reação das empresas adquirentes em períodos de sentimento de mercado específicos. Uma vez reforçada esta diferenciação na abordagem, é plausível que os *accruals* anormais de empresas adquirentes nos períodos de alto sentimento não tenham apresentado significância estatística. Pode-se argumentar que a motivação para se gerenciar resultados nas empresas adquirentes *Stock-for-Stock* é baseada muito mais na necessidade de melhorar a percepção que os investidores têm quanto ao risco de uma eminente aquisição, do que na oportunidade de se gerenciar resultados quando os agentes de mercado estão menos dispostos ao escrutínio.

A partir dos resultados acima descritos, e da análise da evidência do papel do baixo sentimento do investidor nas decisões de gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, cumpre-se mais um dos objetivos específicos declarados no presente estudo, que é o de se investigar a associação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados por *accruals* nestas mesmas companhias e circunstâncias.

4.3 TESTES DE ROBUSTEZ

No presente estudo, foram considerados dois testes de robustez. O primeiro deles é relacionado a uma alteração do modelo de detecção do fenômeno. Ou seja, em substituição ao teste “t” recomendado e amplamente utilizado na literatura (vide seção 3 e subseção 4.2), foi aplicado um modelo de regressão linear múltipla em que os *accruals* anormais assumem a função de variável dependente, e o sentimento do investidor, a de variável explicativa. No segundo teste, o teste “t” é mantido, mas a *proxy* que representa o sentimento do investidor não é mais o índice de Baker & Wurgler, mas sim, o índice de confiança do consumidor nos EUA.

4.3.1 Análise de resultados através de modelo de regressão

Conforme mencionado anteriormente, uma modelagem alternativa foi concebida para a confirmação da associação dos *accruals* anormais ascendentes com o índice do sentimento do investidor defasado, em períodos que antecedem ao anúncio de aquisição *Stock-for-Stock*. Neste caso, além do teste “t” explicado na seção 3 e cujos resultados estão na subseção 4.2, foi aplicada uma regressão linear múltipla do tipo *POLS*, em que os *accruals* anormais são a variável dependente e o índice do sentimento do investidor defasado é a variável explicativa. Além disto, um conjunto de variáveis de controle foi também empregado. A equação (3) demonstra essa relação:

$$ABACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SENT_{t-1} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 QTR4_i + \varepsilon_t \quad (3)$$

Em que:

- $ABACC_{it}$: *accruals* normais estimados para a empresa “i” no trimestre “t”
- $SENT_{t-1}$: índice do sentimento do investidor (Baker & Wurgler), defasado em um trimestre
- $SIZE_{it}$: logaritmo neperiano do ativo total da empresa “i” no trimestre “t”
- LEV_{it} : índice de endividamento, calculado a partir do total de empréstimos e financiamentos, dividido pelo patrimônio líquido total, da empresa “i” no trimestre “t”
- ROA_{it} : índice de retorno sobre os ativos, calculado a partir do EBEI (vide nota de rodapé nº 5), dividido pelo ativo total
- $QTR4_i$: variável *dummy* representando o quarto trimestre (encerramento anual), quando assumir valor =1.

Cabe ressaltar que a inclusão de variáveis de controle foi baseada na metodologia empregada em estudos anteriores que associam os *accruals* anormais ao sentimento do investidor em situações contínuas do mercado (ALI & GURUN, 2009; SIMPSON, 2013). A variável $SIZE_{it}$ foi incluída na modelagem porque representa um conjunto de características associadas ao tamanho da companhia: liquidez, desempenho operacional, volume de recursos (financeiros, tecnológicos, humanos e outros) etc. Adicionalmente, entende-se que empresas maiores detêm mecanismos mais robustos para controle do gerenciamento de resultados, tais como ferramentas internas para governança corporativa e escrutínio de grandes empresas de auditoria externa. A variável LEV_{it} normalmente é associada à escala de escrutínio por parte

dos agentes creditórios da companhia, sendo que, quanto maior sua magnitude, maior é o escrutínio e menor é o gerenciamento de resultados. A variável ROA_{it} representa o desempenho operacional da companhia e seu potencial de crescimento (KOTHARI, SLOAN & SWEENEY, 2005). E por fim, a variável *dummy* $QTR4_i$ estabelece o controle sobre o trimestre em que o gerenciamento de resultados ocorre de forma distinta dos demais (SIMPSON, 2013).

Cabe ressaltar que o índice *market-to-book ratio* (valor de mercado da companhia, em relação ao valor patrimonial), que normalmente é incluído como controle na modelagem dos estudos envolvendo o gerenciamento de resultados, foi intencionalmente excluído deste modelo. O motivo é a potencial multicolinearidade com o sentimento do investidor.

Na tabela 7 se encontram os resultados da aplicação de um modelo de regressão linear múltipla, do tipo $POLS^{14}$, em que a variável dependente são os *accruals* anormais de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* nos quatro trimestres antecedentes ao anúncio de aquisição ($ABACC_{it}$), e a variável explicativa de interesse é o índice de sentimento do investidor de Baker & Wurgler (2006, 2007), defasado em um período ($SENT_{t-1}$). Conforme descrito na seção 3, foram admitidas variáveis de controle ao modelo, representando características específicas das empresas. Os erros-padrão foram agrupados em empresas-ano, seguindo literatura anterior (LOUIS & SUN, 2016).

TABELA 7 - Resultados da regressão linear múltipla $POLS^2$ entre $ABACC_{it}$ e $SENT_{t-1}$ de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*³

No. de observações = 2.323			R ² = 0,0298
F (5, 148) = 6,20			VIF ⁴ = 1,42
Significância de F = 0,0000			Erro-padrão agrupado em 149 <i>clusters</i> (empresa-ano)
$ABACC_{it}$	Coefficiente	valor "t"	valor-p
<i>Intercepto</i>	0,127***	2,79	0,006
$SENT_{t-1}$	-0,012**	-2,17	0,032
$SIZE_{it}$	-0,005**	-2,37	0,019
LEV_{it}	-0,001	-0,24	0,812
ROA_{it}	-0,047**	-2,12	0,036
$QTR4_i$	-0,021**	-2,23	0,027

¹⁴ $POLS$ = *Pooled Ordinary Least Squares*; ou regressão de dados em painel, pelos mínimos quadrados ordinários agrupados

Observações:

- (1) As variáveis envolvidas no cálculo da regressão foram descritas e especificadas na seção 3.
 (2) *POLS = Pooled Ordinary Least Squares*, dados em painel.
 (3) *Stock-for-Stock*: pagamento da aquisição da empresa-alvo com troca de ações.
 (4) VIF = Variance Inflation Factor, calculado entre as variáveis explicativas do modelo. O valor informado se refere ao maior VIF entre as variáveis do modelo, que é de $SIZE_{it}$.
 (5) Os asteriscos correspondem aos níveis de significância de 10% (*); 5% (**) e 1% (***).
-

Fonte: elaborado pelo autor

Na tabela 7, a análise do coeficiente de $SENT_{t-1}$ sugere que há uma relação significativa e negativa em relação a $ABACC_{it}$, o que corrobora os resultados evidenciados na tabela 6, da subseção 4.2: quanto menor é o sentimento do investidor defasado, maiores são os *accruals* anormais, nos períodos que antecedem ao anúncio de aquisição. A significância e o sinal negativo em $SENT_{t-1}$ corroboram os resultados principais da presente pesquisa. Adicionalmente, menciona-se que em termos de significância econômica, em termos gerais, a queda de 1 desvio-padrão no índice de sentimento, gera um aumento de 31,6% nos *accruals* anormais médios. Isto sugere um comportamento altamente sensível no gerenciamento de resultados das companhias adquirentes *Stock-for-Stock*, em relação ao sentimento do investidor.

Sobre os coeficientes das variáveis de controle, estas descritas na seção 3, todas apresentaram significância ao nível de 5%, exceto LEV_{it} , não significativa, o que evidencia que a alavancagem financeira não é associada aos *accruals* anormais da amostra. Quanto à variável $SIZE_{it}$, verifica-se que quanto menor é a empresa, maior a propensão ao gerenciamento de resultados. Em relação à variável ROA_{it} , para as empresas da amostra em períodos antecedentes a uma aquisição, o desempenho dos resultados em relação aos investimentos funcionam de forma inversa aos *accruals* anormais: quanto menor o desempenho, mais provável é o gerenciamento de resultados para aumento dos lucros. Por último, $QTR4_t$ também apresenta coeficiente com sinal negativo, e significativo a 5%. Percebe-se que no último trimestre do ano (fechamento anual), ocorre uma tendência de se gerenciar menos resultados para aumento dos lucros, possivelmente incentivado pelo escrutínio de auditores e do mercado em geral, que se faz mais presente nas empresas neste período.

4.3.2 Utilização do Índice de Confiança do Consumidor

O segundo teste de robustez é baseado na substituição do índice do sentimento do investidor de Baker e Wurgler (2006, 2007) pelo índice de confiança do consumidor no mercado

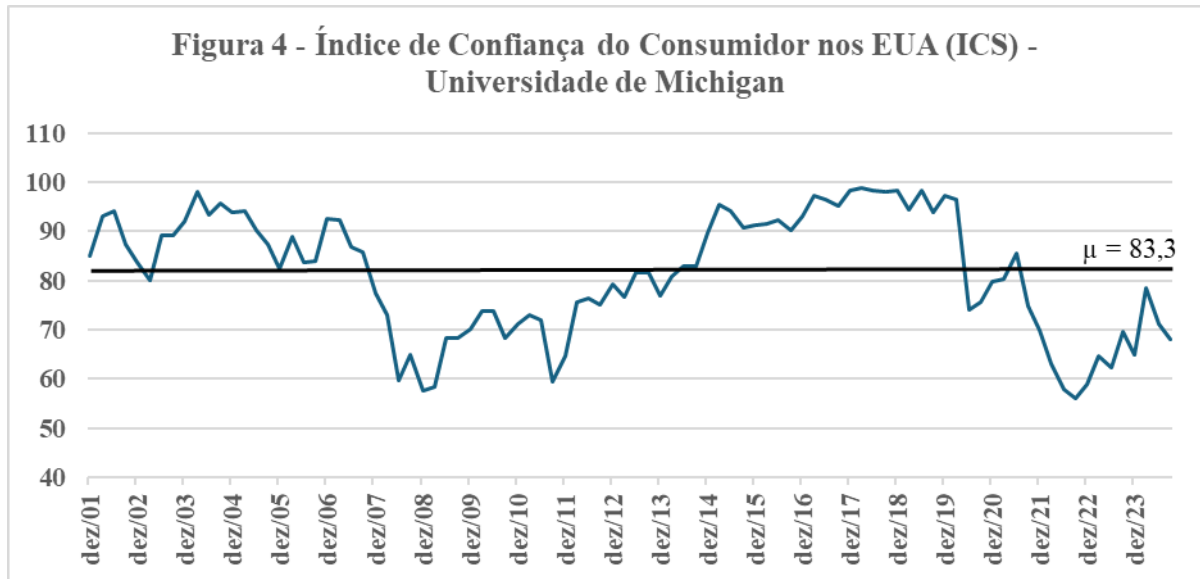
dos Estados Unidos, apurado e divulgado publicamente¹⁵ pela Universidade de Michigan (*ICS – Index of Consumer Sentiment*). Diversos estudos utilizam o sentimento do consumidor como *proxy* para o sentimento do investidor (QIU & WELCH, 2004; BERGMAN & ROYCHOWDHURY, 2008; ALI & GURUN, 2009; SIMPSON, 2013).

Contudo, diferentemente do índice de Baker & Wurgler, o índice do consumidor não assume valor negativo. Neste caso, para que fossem estabelecidas as subamostras de *accruals* anormais em períodos de alto e baixo sentimento, foi adotado um corte relacionado à média histórica do índice (valor da média = 83,3). Os períodos com valores superiores à média foram considerados como períodos de alto sentimento (otimista), e os períodos com valores inferiores como baixo sentimento (pessimista).

Também deve ser mencionada uma diferença quanto à periodicidade de apuração deste índice. Ao passo em que o índice de Baker & Wurgler tem apuração mensal, o índice do consumidor da Universidade de Michigan tem apuração trimestral, respeitando o ano fiscal regular (encerramentos em março, junho, setembro e dezembro). Para as empresas com encerramento trimestral em ano fiscal não-convencional (janeiro ou fevereiro, abril ou maio, julho ou agosto, outubro ou novembro), considerou-se a apuração do índice no trimestre imediatamente anterior à data do *accrual* relacionado.

A figura 4 demonstra o comportamento histórico do ICS no período amostral. A linha negra posicionada no valor 83,3 demonstra o corte estabelecido entre os períodos considerados de alto sentimento (acima da linha) e baixo sentimento (abaixo da linha). Embora alguns períodos considerados mais otimistas ou mais pessimistas coincidam com o que é representado pelo índice de sentimento do investidor de Baker & Wurgler (2006, 2007), nota-se algumas diferenças. Em primeiro lugar, os anos de 2002 e 2003 são entendidos como alto sentimento, o que não se verifica no gráfico do índice de sentimento. Além disto, no ICS, os anos compreendidos entre 2012 e 2019 são notoriamente classificados como alto sentimento, diferentemente do que se observa na figura 2 (sentimento alternando entre alto e baixo, próximo a zero). Por último, o sentimento do investidor se torna otimista rapidamente após a COVID, a partir de 2021. No ICS, o baixo sentimento predomina desde 2020 até 2023.

¹⁵ Disponível *online* em: <http://www.sca.isr.umich.edu/tables.html>



Obs.: elaborado pelo autor, a partir das informações obtidas publicamente *online* em:

<http://www.sca.isr.umich.edu/tables.html>

A partir da nova concepção dos períodos de alto e baixo sentimento no ICS, novas amostras foram formadas, utilizando-se o mesmo critério exposto na seção 3. Ou seja, considerando que cada um dos quatro trimestres que antecedem ao anúncio de aquisição forma uma amostra particular de *accruals* anormais, cada uma destas amostras foi dividida em duas outras: uma delas representantes dos *accruals* em períodos posteriores ao “alto sentimento” e a outra representando os *accruals* anormais em períodos posteriores ao “baixo sentimento”. Por fim, cada uma destas novas subamostras foi submetida a um novo teste “t” de amostra única. Desta forma, foi verificado como o sentimento atua nos *accruals* anormais. Apesar de não ocorrer diferença no critério estabelecido para segmentação das amostras, há diferença no que se entende por período de alto e baixo sentimento entre o ICC e o índice de Baker e Wurgler (2006, 2007). Logo, alguns períodos que eram considerados alto sentimento, passaram a ser considerados períodos mais pessimistas; e vice-versa. Mas, como exposto anteriormente, de acordo com a demonstração dos resultados obtidos, pode-se concluir que, em grande parte, os períodos coincidem quanto à classificação em alto e baixo sentimento.

A tabela 8 apresenta os resultados do teste “t” de amostra única dos *accruals*, nos períodos segregados de alto e baixo sentimento.

**TABELA 8 - Resultados do Teste "t" de amostra única
para o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*³,
em períodos de ALTO e BAIXO SENTIMENTO⁴, de acordo com o ICS⁵**

PAINEL A: *Accruals* associados ao Alto Sentimento⁴

Amostras de <i>accruals</i>¹	No Obs.	Média	valor "t"	valor-p
<i>ABACC_{t-1}</i>	336	-0,003	-0,355	0,729
<i>ABACC_{t-2}</i>	334	0,012	1,293	0,197
<i>ABACC_{t-3}</i>	322	0,033***	3,545	0,001
<i>ABACC_{t-4}</i>	319	0,013	1,542	0,124

PAINEL B: *Accruals* associados ao Baixo Sentimento⁴

Amostras de <i>accruals</i>¹	No Obs.	Média	valor "t"	valor-p
<i>ABACC_{t-1}</i>	297	0,117**	2,568	0,011
<i>ABACC_{t-2}</i>	284	0,027***	2,695	0,008
<i>ABACC_{t-3}</i>	275	0,023**	2,115	0,035
<i>ABACC_{t-4}</i>	260	0,036***	3,037	0,003

Observações:

(1) As amostras descritas como *ABACC_{t-1}*, *ABACC_{t-2}*, *ABACC_{t-3}* e *ABACC_{t-4}* correspondem aos *accruals* anormais dos trimestres antecedentes à data do anúncio de aquisição, sendo respectivamente: trimestre imediatamente anterior, 2º trimestre anterior, 3º trimestre anterior e 4º trimestre anterior.

(2) Os testes de amostra única foram conduzidos comparando-se a amostra referida com o valor "zero", com base na literatura anterior.

(3) *Stock-for-Stock*: empresas adquirentes que pagaram a aquisição da empresa-alvo com troca de ações.

(4) Conforme descrito na seção 3, os *accruals* de alto sentimento correspondem àqueles que ocorreram no período imediatamente posterior ao índice de Baker & Wurgler assumir valor positivo (otimista). E, os *accruals* de baixo sentimento são aqueles associados ao mesmo índice, com valor negativo (pessimista).

(5) Os asteriscos correspondem aos níveis de significância de 10% (*); 5% (**) e 1% (***).

Fonte: elaborado pelo autor

De forma geral, pode-se dizer que a utilização de um *proxy* alternativo para o sentimento do investidor não alterou a conclusão sobre os resultados: eles são significantes nos períodos de baixo sentimento, e não significantes nos períodos de alto sentimento. Nos *accruals* de baixo sentimento, comparativamente à tabela 6, verifica-se que o período *t-1* é mais significativo com a utilização do índice de confiança do consumidor (nível de 5%), e o período *t-3* é menos significativo (nível de 5%, contra o nível de 10% desta subamostra na tabela 6). Os demais períodos apresentaram significância no mesmo nível, de 1%. Já nos *accruals* de alto sentimento,

verifica-se uma significância um pouco maior em $t-2$, permanecendo os demais trimestres sem significância estatística.

Contudo, pode-se concluir que, independentemente da *proxy* que representa o sentimento do investidor, considerando as duas escolhas para a presente pesquisa, o gerenciamento de resultados por *accruals* de empresas adquirentes, em períodos que antecedem a data do anúncio de aquisição é altamente condicionado ao baixo sentimento do investidor.

Desta forma, o objetivo geral do presente estudo, que é o de investigar o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados por *accruals* de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, em períodos que precedem o anúncio de aquisição, foi atendido.

5 CONCLUSÃO

A presente pesquisa investigou a relação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados por *accruals* em empresas adquirentes com sede nos Estados Unidos, na modalidade *Stock-for-Stock*, especificamente nos quatro trimestres que antecedem os anúncios de aquisição. O gerenciamento de resultados nessas circunstâncias é evidenciado de forma sólida na literatura pregressa, que ressalta a busca de uma vantagem financeira pelas empresas adquirentes ao supervalorizar suas ações, e consequentemente, reduzirem o valor relativo a ser pago pela aquisição da empresa-alvo. Contudo, até o presente momento, não se tinha notícias de como os estímulos do mercado de capitais, e especificamente o sentimento do investidor (*market-wide investor sentiment*), atuam de forma moderadora neste fenômeno.

A pesquisa empírica conduzida cumpriu inicialmente o objetivo específico (I), ao analisar as características das atividades de M&A no mercado americano, entre os anos de 2002 e 2023, para formação da amostra de pesquisa. Foram especialmente importantes as informações sobre a forma de pagamento das aquisições, bem como o setor de atividade da empresa adquirente, e ainda as definições dos períodos antecedentes ao anúncio de aquisição. Posteriormente, foi atingido o objetivo específico (II), ao se estimar os *accruals* anormais das companhias abertas dos Estados Unidos no período amostral. A seguir, o objetivo específico (III) foi cumprido, uma vez que foram corroborados os achados da literatura pregressa, ao se identificar *accruals* anormais significantes somente nos períodos antecedentes ao anúncio de aquisição na modalidade *Stock-for-Stock*, e não na modalidade *Cash*.

Finalmente, o objetivo específico (IV) foi cumprido, através da associação entre os *accruals* anormais de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* e o índice de sentimento do investidor de Baker e Wurgler (2006, 2007), que foi conduzida de forma defasada, conectando o sentimento do investidor no trimestre imediatamente anterior com o *accrual* de cada período analisado. Esse modelo buscou testar a hipótese de que o sentimento do investidor pode influenciar as decisões gerenciais de manipulação de resultados, criando uma relação causal indireta, onde o sentimento de mercado serve como referência para as decisões de gerenciamento de resultados contábeis em operações de M&A.

Os resultados obtidos confirmaram a hipótese de que há uma associação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados que ocorre nas circunstâncias descritas, sendo identificada uma diferença significativa entre *accruals* em períodos de alto e baixo sentimento. Em condições de baixo sentimento (mercado pessimista), os *accruals*

anormais mostraram-se altamente significativos, indicando uma maior propensão ao gerenciamento de resultados. Por outro lado, em períodos de alto sentimento (mercado otimista), os *accruals* não foram, em sua maioria, estatisticamente significativos, com exceção do trimestre t-2, que apresentou significância ao nível de 10%.

Com isto, pode-se concluir de forma geral, que as empresas adquirentes *Stock-for-Stock* gerenciam seus resultados através de *accruals* somente nos períodos em que o sentimento do investidor é baixo (pessimista). Essa contribuição para a literatura é particularmente relevante, pois demonstra que o sentimento do investidor, mais do que ser um mediador ou potencializador das decisões sobre o gerenciamento de resultados, atua como um condicionante fundamental nessas circunstâncias.

Esses achados reforçam a hipótese de que, em contextos em que o sentimento de mercado é predominantemente pessimista, os gestores das adquirentes *Stock-for-Stock* buscam impulsionar o valor percebido de suas ações por meio de ajustes nos lucros reportados, possivelmente para mitigar o impacto negativo da percepção de risco pelos stakeholders. As evidências trazidas corroboram a Teoria do Prospecto (Kahneman & Tversky, 1979), que sugere que os gestores, em contextos de perdas ou incertezas, são mais inclinados a assumir riscos (tais como, o risco de gerenciar de resultados contábeis), visando reverter ou minimizar a percepção negativa sobre a empresa. Estudos anteriores sobre o gerenciamento de resultados também trouxeram evidências, em contextos diversos do apresentado na presente pesquisa, associados à Teoria do Prospecto (Kahneman & Tversky, 1979).

Estas conclusões são ainda reforçadas pela já conhecida inclinação que os gestores das companhias têm para atender a demandas indiretas do mercado de capitais, especialmente no que concerne às percepções de risco dos investidores (GRAHAM, HARVEY & RAJGOPAL, 2005), e à tendência que estes mesmos investidores detêm quanto a uma nova aquisição, enquanto podem ser prejudicados por uma potencial seleção adversa (TRAVLOS, 1987; SERVAES, 1991; SMITH & KIM, 1994; BETTON, ECKBO & THORNBURN, 2008). Esta aversão ao risco nas situações descritas são reforçadas quando a empresa se envolve em uma aquisição *Stock-for-Stock*, que pode ser interpretada como falta de recursos para investimentos, ou mesmo, falta de comprometimento com as partes envolvidas (ASQUITH, BRUNER & MULLINS, 1990; EMERY & SWITZER, 1999).

A partir dos expostos, entende-se que o presente estudo atendeu ao objetivo geral proposto, e revelou contribuições do ponto de vista da literatura e da prática profissional. No âmbito da literatura, como já destacado anteriormente, a presente pesquisa revelou-se inédita ao investigar o papel do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados de empresas

adquirentes, quando as mesmas realizam as transações através da troca de ações (*Stock-for-Stock*). Adicionalmente, as evidências trazidas também contribuem de forma geral para a literatura de fusões e aquisições, tanto no que concerne às decisões sobre atividades de M&A, como sobre aspectos contábeis e financeiros próprios destas transações. Também é destacada a contribuição para a literatura sobre o sentimento do investidor, especialmente no capítulo específico da influência que as expectativas dos acionistas podem exercer sobre as decisões empresariais.

Do ponto de vista prático, este estudo revela implicações importantes, especialmente para investidores, analistas e reguladores. Para investidores e analistas, a evidência de que o sentimento de mercado influencia o gerenciamento de resultados das adquirentes *Stock-for-Stock* sugere que uma análise aprofundada dos indicadores financeiros antes de um anúncio de aquisição pode revelar sinais de ajustes não recorrentes nos lucros. Para reguladores, os achados reforçam a necessidade de monitoramento em períodos de baixa confiança do mercado, especialmente entre empresas que adotam práticas de M&A.

Embora os achados deste estudo tragam contribuições significativas, algumas limitações devem ser reconhecidas. Primeiramente, ressalta-se que o gerenciamento de resultados por atividades operacionais não foi abordado na presente pesquisa por dois motivos. Primeiramente, procurou-se embasar o estudo nas empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, que já trazem grande evidência no gerenciamento de resultados por *accruals* em períodos antecedentes ao anúncio de aquisição, mas sem evidenciação relevante quando se trata do gerenciamento por atividades reais. De forma complementar, cabe destacar outro aspecto: em grande parte de seus formatos evidenciados, esse tipo de manipulação resulta em uma maior disponibilidade de caixa para os gestores. Esse fato pode ser compreendido não apenas como uma manipulação de resultados que sacrifica o longo prazo em prol dos benefícios de curto prazo, mas também como decisões corporativas que, ao aumentarem o volume de caixa, preparam a companhia adquirente para futuros investimentos na aquisição de outra empresa.

Adicionalmente, pode-se reconhecer como limitações da presente pesquisa as restrições impostas pelas escolhas metodológicas, mesmo que tenham sido sustentadas pela literatura pregressa e adequadas para o problema de pesquisa abordado. Estas escolhas se referem tanto ao modelo de detecção dos *accruals* anormais e as variáveis envolvidas, como quanto à escolha do índice de sentimento do investidor e o tratamento a ele aplicado, e finalmente à aplicação do teste “t” de amostra única em etapas diversas da pesquisa empírica. Ressalta-se que os testes de robustez, tanto na escolha de um modelo de regressão alternativo ao teste “t”, como na adoção

do índice de confiança do consumidor como *proxy* para o sentimento, mitigam parcialmente as limitações destacadas.

Por fim, destaca-se a limitação do escopo geográfico, cuja escolha pelos Estados Unidos é fundamentada no fato de ser este o maior mercado de atividade de M&A no mundo, e também deter um estágio mais avançado no entendimento do gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*. Contudo, ainda assim persiste a limitação, uma vez que outros mercados, sejam desenvolvidos ou emergentes, podem trazer nuances e achados diferentes dos apresentados na presente tese.

Os resultados e as limitações deste estudo abrem novas possibilidades para pesquisas futuras. Primeiramente, futuros estudos poderiam investigar o impacto de diferentes tipos de sentimento (por exemplo, otimismo ou medo extremos) no gerenciamento de resultados de empresas adquirentes *Stock-for-Stock*. Da mesma forma, tendências no estudo do sentimento do investidor, tais como informações textuais, redes sociais e *Memestocks*, podem complementar de forma significativa os achados apresentados.

Além disto, uma vez que o sentimento do investidor se revelou um condicionante para o gerenciamento de resultados neste tipo de transação, e que não há evidências claras sobre o gerenciamento em transações *non-stock*, o estudo do papel do sentimento do investidor na manipulação contábil em torno dos acordos que não envolvem a troca de ações pode revelar circunstâncias específicas de como este fenômeno pode ocorrer. Este caminho de pesquisa pode elucidar sobremaneira o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes, em situações que não envolvem a troca de ações.

Diante do exposto, a presente pesquisa revela uma relação crítica entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados em aquisições *Stock-for-Stock*, destacando que essa manipulação é condicionada a cenários de pessimismo. Este achado não apenas contribui para a literatura existente, mas também traz à tona a responsabilidade dos gestores em conduzir práticas transparentes, especialmente em momentos de incerteza. É essencial que investidores, reguladores, acionistas e outros agentes do mercado, permaneçam vigilantes quanto às práticas de gerenciamento de resultados no contexto de fusões e aquisições.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; EVEN-TOV, O; LEHAVY, R.; TRUEMAN, B. Overnight Returns and Firm-Specific Investor Sentiment. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 00, n. 00, p. 1-21, 2018.
- ALI, A.; GURUN, U. G. Investor Sentiment, Accruals Anomaly, and Accruals Management. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 34, p. 415-431, 2009.
- ALLEN, F.; HAAS, M.; NOWAK, E., PIROVANO, M.; TENGULOV, A. Squeezing shorts through social media platforms. **Swiss Finance Institute Research Paper**, p. 21-31, 2021.
- ALSHARAIIRI, M.; BLACK, E. L.; HOFER, C. The impact of pre-merger earnings management on non-cash acquisition premia: evidence from the European market for corporate control. **Corporate Ownership & Control**, v.12, n.4, p. 587-602, 2015.
- ALSHARAIIRI, M.; SALAMA, A. Does high leverage impact earnings management? Evidence from non-cash mergers and acquisitions. **Journal of Financial and Economic Practice**, v. 12 n. 1, p. 17-33, 2011.
- ALSHARAIIRI, M.; BLACK, E. L.; HOFER, C.; AL-HAMADEEN, R. The post-merger performance of the European M&As: does pre-merger earnings management matter? **Corporate Ownership & Control**, v.13, n.1, p. 994-1005, 2015.
- ALSHARAIIRI, M.; DIXON, R.; AL-HAMADEEN, R. Event-specific earnings management: additional evidence from US M&A pre-and post-SOX. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v.15, n.1, p. 78-98, 2017.
- ANAGNOSTOPOULOU, S. C.; TSEKREKOS, A.E. Earnings management in firms seeking to be acquired. **British Accounting Review**, v.47, n.1, p. 351-375, 2015.
- ANAND, A.; PATHAK, J. The role of Reddit in the GameStop short squeeze. **Economics Letters**, v. 211, n. 110249, 2022.
- ASQUITH, P.; BRUNER, R. F.; MULLINS, D. W. Merger returns and the form of financing. Working paper, 1990. Disponível em: <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2319/SWP-3203-22601312.pdf>
- BAIK, B.; CHO, K.; CHOI, W.; KANG, J-K. The role of institutional environments in cross-border mergers: a perspective from bidders' earnings management behavior. **Management International Review**, v. 55, n.5, p. 615-646, 2015.
- BAIK, B.; KANG, J-K.; MORTON, R. Earnings Management in takeovers of privately held targets. Working paper, 2017. Disponível em: SSRN 1013639.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.

BAKER, M.; WURGLER, J. A Catering Theory of Dividends. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 3, p. 1125-1165, 2004.

BAKER, M.; WURGLER, J. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 4, p. 1645-1680, 2006.

BAKER, M.; WURGLER, J. Investor Sentiment in the Stock Market. **Journal of Economic Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 129-151, 2007.

BARBERIS, N.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Model of Investor Sentiment. **Journal of Financial Economics**, v. 49, p. 307-343, 1998.

BARTOV, E. The timing of asset sales and earnings manipulation. **The Accounting Review**, p. 840-855, 1993.

BECKER, C. L.; DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J.; SUBRAMANYAM, K. R. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 1-24, 1998.

BEHRENDT, S.; SCHMIDT, A. The Twitter myth revisited: Intraday investor sentiment, Twitter activity and individual-level stock return volatility. **Journal of Banking and Finance**, v. 96, p. 355-367, 2018.

BERGSTRASSER, D.; PHILIPPON, T. CEO incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 80, p. 511-529, 2006.

BERGMAN, N. K.; ROYCHOWDHURY, S. Investor Sentiment and Corporate Disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 1057-1083, 2008.

BETTON, S.; ECKBO, B. E.; THORNBURN, K. S. Corporate takeovers. **Handbook of Empirical Corporate Finance**, p. 291-429, 2008.

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

BOTSARI, A.; MEEKS, G. Acquirers' earnings management ahead of stock-for-stock bids in 'hot' and 'cold' markets. **Journal of Accounting and Public Policy**, v.37, i.5, p. 355-375, 2018.

BOTSARI, A. Stock prices and earnings management around M&A transactions. **In: Accounting for M&A**. Ed. Routledge, p.115-141, 2020.

BROWN, N.; CHRISTENSEN, T. E.; ELLIOTT, W. B.; MERGENTHALER, R. D. Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 1, p. 1-40, 2012.

BURGSTAHLER, D.; DICHEV, I. D. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting & Economics**, v. 24, p. 99-126, 1997.

CALLAO, S.; JARNE, J. I.; WROBLEWSKI, D. A systematic approach to the motivations for earnings management: a literature review. **International Journal of Emerging Trends in Social Sciences**, v.10, n.1, p. 1-20, 2021.

CHANG, C-C.; PAN, H. How do stock-for-stock acquirers manage earnings? The accruals feature of real earnings management. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, v.16, n.2. p. 100202, 2020.

CHEN, S.; LIU, Y.; CHEN, I. Long-run stock performance and its determinants for asset buyers. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 41, n.5-6, p. 685-716, 2014.

CHENG, Q.; WARFIELD, T. D. Equity incentives and earnings management. **The Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 441-476, 2005.

CHRISTIE, A. A; ZIMMERMAN, J. L. Efficient and opportunistic choices of accounting procedures - corporate-control contests. **The Accounting Review**, v. 69, n.4, p. 539-566. EAS, 1994.

COHEN, D. A.; DEY, A.; LYS, T. Z. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 757-787, 2008.

COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 2-19, 2010.

DA, Z.; ENGELBERG, J.; GAO, P. The Sum of All FEARS Investor Sentiment: The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices. **The Review of Financial Studies**, v. 38, n. 1, 2015.

DAI, L.; DHARWADKAR, R.; SHI, L.; ZHANG, B. The governance transfer of blockholders: Evidence from block acquisitions and earnings management around the world. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 586–607, 2017.

DE ANGELO, L. E. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. **The Accounting Review**, v. 61, p. 400-420, 1986.

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

DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 1-2, p. 145-176, 1994.

DELONG, J. B.; SHLEIFER, A.; SUMMERS, L. H.; WALDMANN, R. J. Noise Trader Risk in Financial Markets. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 4, p. 703-738, 1990.

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

EASTERWOOD, C. M. Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. **Journal of Applied Business Research**, v. 14, n. 1, p. 29-48, 1998.

EMERY, G. W.; SWITZER, J. A. Expected market reaction and the choice of method of payment for acquisitions. **Financial Management**, p. 73-86, 1999.

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

EDDEY, E. H.; TAYLOR, S. L. Directors' recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers. **Abacus**, v. 35, n. 1, p. 29-45, 1999.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAKHFAKH, H.; NASFI, F. The determinants of earnings management by the acquiring firms. **Journal of Business Studies Quarterly**, v. 3, n. 4, p. 43-57, 2012.

FAROOQI, J.; NGO, T.; JORY, S. Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. **Review of Accounting and Finance**, v. 16, n. 3, p. 322-347, 2017.

FASIPE, O.; SUN, H. L. Real activities manipulation in stock-for-stock mergers. **Journal of Economics and Finance**, v. 44, n. 3, p. 570-586, 2020.

FRANCOEUR, C.; BEN AMAR, W.; RAKOTO, P. Ownership structure, earnings management and acquiring firm post-merger market performance: Evidence from Canada. **International Journal of Managerial Finance**, 2012.

FREYBOTE, J.; SEAGRAVES, P. A. Heterogeneous Investor Sentiment and Institutional Real Estate Investments. **Real Estate Economics**, v. 0, p. 1-23, 2016.

FUAD, F.; JATMIKO, A. Earnings management and post-mergers and acquisitions' performance: evidence from an emerging market. **Polish Journal of Management Studies**, v. 26, n. 2, p. 130-143, 2022.

GONÇALVES, T.; COELHO, G. Earnings management during mergers and acquisitions - European evidence. **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, v. 102, p. 29-43, 2019.

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

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GUNNY, K. What are the consequences of real earnings management? Working Paper. **University of California, Berkeley**, 2005. Disponível em: [<https://www.proquest.com/openview/21fd8dd32fa1ffd80448e24f015fae5f/1?pq-origsite=scholar&cbl=18750&diss=y>].

HAMZA, T.; LAKHAL, F. The determinants of earnings management by the acquirer: the case of French corporate takeovers. **Journal: Laboratoire Orléanais de Gestion**, 2010.

- HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985.
- HERON, R.; LIE, E. Operating performance and the method of payment in takeovers. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 37, n. 1, p. 137-155, 2002.
- HIGGINS, H. N. Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 1, p. 44-70, 2013.
- HUANG, W.; GOODELL, J. W.; ZHANG, H. Pre-merger management in developing markets: The role of earnings glamor. **International Review of Financial Analysis**, v. 65, p. 101375, 2019.
- JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.
- JORDAN, C. E.; CLARK, S. J. Big bath earnings management: the case of goodwill impairment under SFAS No. 142. **Journal Of Applied Business Research**, v. 20, n. 2, 2004.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: An analysis of decisions under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979.
- KARIM, M. A.; SARKAR, S.; ZHANG, S. Earnings management surrounding M&A: Role of economic development and investor protection. **Advances in Accounting**, v. 35, p. 207-215, 2016.
- KASSAMANY, T.; IBRAHIM, S.; ARCHBOLD, S. Accrual and real-based earnings management by UK acquirers: Evidence from pre- and post-Higgs periods. **Journal of Accounting & Organizational Change**, v. 13, n. 4, p. 492-519, 2017.
- KIM, K. S.; LEE, J. H.; PARK, Y. W. Acquiring firms' earnings management in stock-for-stock mergers within Korean business groups. **Managerial Finance**, v. 48, n. 1, p. 27-48, 2022.
- KHLIFI, S.; ZOUARI, G. The impact of CEO overconfidence on real earnings management: Evidence from M&A transactions. **Accounting and Management Information Systems**, v. 20, n. 3, p. 402-424, 2021.
- KLING, G.; GAO, L. Chinese institutional investors' sentiment. **International Financial Markets, Institutions & Money**, v. 18, p. 374-387, 2008.
- KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p. 163-197, 2005.
- KOUMANAKOS, E.; SIRIOPOULOS, C.; GEORGOPOULOS, A. Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece. **Managerial Auditing Journal**, v. 20, n. 7, p. 663-678, 2005.

LEE, H.; KIM, S.; NAM, C.; HAN S. H. Earnings management of acquiring firms in stock-for-stock takeovers in the telecommunications industry. **Journal of Media Economics**, v. 21, n. 4, p. 217-233, 2008.

LENNOX, C.; WANG, Z-T.; WUC, X. Earnings management, audit adjustments, and the financing of corporate acquisitions: Evidence from China. **Journal of Accounting and Economics**, v. 65, p. 21-40, 2018.

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

LONG, S.; LUCEY, B.; XIE, Y.; YAROVAYA, L. “I just like the stock”: The role of Reddit sentiment in the GameStop share rally. **Financial Review**, v. 58, n. 1, p. 19-37, 2023

LOUIS, H. Earnings management and the market performance of acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, v. 74, n. 1, p. 121-148, 2004.

LOUIS, H. Are stock-for-stock acquirers of unlisted targets really less overvalued? **Financial Management**, v. 42, n. 4, p. 901-929, 2013.

LOUIS, H.; SUN, A. X. Abnormal accruals and managerial intent: evidence from the timing of merger announcements and completions. **Contemporary Accounting Research**, v. 33, n. 3, p. 1101-1135, 2016.

MAO, Y.; RENNEBOOG, L. Do managers manipulate earnings prior to management buyouts? **Journal of Corporate Finance**, v. 35, p. 43-61, 2015.

MCNICHOLS, M. F.; WILSON, G. P. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, p. 1-31, 1988.

NEFFATI, A.; FREDJ, I. B.; SCHALCK, C. Earnings management and banking performance: A stochastic-frontier analysis on U.S. bank mergers interdisciplinary. **Journal of Research in Business**, v. 1, n. 6, p. 58-65, 2011.

PERRY, S. E.; WILLIAMS, T. H. Earnings management preceding management buyout offers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, p. 157-179, 1994.

PUNGALYIA, R. S.; VIJH, A. M. Do acquiring firms manage earnings? Working paper. 2009. Disponível em SSRN 1273464.

PURAYIL, V. P.; LUKOSE P. J., J. Does cross-border acquisition reduce earnings management of emerging market acquirers? Evidence from India. **International Review of Finance**, p. 1-26, 2021.

QIU, L.; WELCH, I. Investor Sentiment Measures. Working paper. **NBER – National Bureau of Economic Research**, 2006. Disponível em: [<http://www.nber.org/papers/w10794>].

RAJGOPAL, S.; SHIVAKUMAR, L.; SIMPSON, A. A Catering Theory of Earnings Management. Working Paper. **University of Washington Business School**, 2007. Disponível em SSRN 991138.

- RAMALINGEGOWDA, S.; UTKE, S.; YU, Y. Common institutional ownership and earnings management. **Contemporary Accounting Research**, v. 38, n. 1, p. 208-241, 2021.
- RANGAN, S. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 101-122, 1998.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.
- SCHIPPER, K. Earnings management. **Accounting Horizons**, v.3, n.4, p. 91, 1989.
- SCHLINGEMANN, F. P. Financing decisions and bidder gains. **Journal of Corporate Finance**, v.10, n.5, p. 683-701, 2004.
- SCOTT, W. R. **Financial Accounting Theory**. 7. ed. Pearson, 2015.
- SERVAES, H. Tobin's Q and the Gains from Takeovers. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 409-419, 1991.
- SHEN, C. H.; CHIH, H. L. Investor protection, prospect theory, and earnings management: An international comparison of the banking industry. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 10, p. 2675-2697, 2005.
- SIMPSON, A. Does investor sentiment affect earnings management? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 40, n. 7-8, p. 869-900, 2013.
- SKINNER, D. J.; SLOAN, R. G. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. **Review of accounting studies**, v. 7, n. 2, p. 289-312, 2002.
- SMITH, R. L.; KIM, J. H. The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns. **Journal of Business**, p. 281-310, 1994.
- TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 6, p. 1935-1974, 1998.
- TRAVLOS, N. G. Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 4, p. 943-963, 1987.
- YANG, C.; ZHOU, L. Individual stock crowded trades, individual stock investor sentiment and excess returns. **North American Journal of Economics and Finance**, v. 38, p. 39-53, 2016.
- XIE, B.; DAVIDSON III, W. N.; DADALT, P. J. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, p. 295-316, 2003.
- YU, J.; YUAN, Y. Investor sentiment and the mean–variance relation. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 2, p. 367-381, 2011.

ZHU, X.; LU, S. Earnings management through real activities manipulation before mergers and acquisitions. **Journal of Finance and Accountancy**, v. 13, p. 1, 2013.

ZHU, T.; LU, M.; SHAN, Y.; ZHANG, Y. Accrual-based and real activity earnings management at the back door: Evidence from Chinese reverse mergers. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 35, p. 317–339, 2015.

APÊNDICE: GLOSSÁRIO DE M&A

Acquirer ou Acquiring Company: em um processo de M&A, é a parte compradora ou a empresa compradora de outra.

Block acquisitions: são transações em que o adquirente compra grande parte ou a totalidade das ações de uma outra companhia listada.

Block holders: são companhias ou fundos que detém grande parte de outras companhias.

Cash acquisition: ocorre quando a aquisição de uma companhia tem seu pagamento em “caixa” ou majoritariamente em caixa.

Corporate blockholders: vide “block holders”

Leveraged buyout (LBO): modalidade de aquisição de empresas, com pagamento em caixa, que contempla simultaneamente a obtenção de financiamento com capital de terceiros, o qual responde pela totalidade ou pela maior parte das fontes de recursos utilizadas na operação.

Managerial buyout (MBO): modalidade de aquisição de empresas, com pagamento em caixa, em que os executivos adquirem a companhia e se tornam sócios.

Mergers and Acquisitions (M&A): correspondente a Fusões e Aquisições (F&A), na linha portuguesa.

Non-cash acquisition: são todas as transações de M&A que não envolvem “caixa” como meio de pagamento principal. As transações *Stock-for-Stock* são um exemplo de *non-cash acquisition*.

Reverse Merger: ocorre quando a empresa adquirente é de capital fechado, a empresa-alvo é de capital aberto, e o adquirente passa ser uma empresa de capital aberto, por conta da transação.

Stock-for-Stock: tipo de aquisição de empresas em que grande parte ou a totalidade é financiada por ações da companhia adquirente. É também denominado de *Stock Swap*, *Share-per-Share* ou *Stock Acquisition*.

Target company: empresa-alvo, empresa adquirida, ou que outras companhias vislumbram a aquisição.