

Estado da publicação: O preprint não foi publicado em outro meio.

Gerenciamento de resultados e desempenho de empresas adquirentes em fusões e aquisições no Brasil

Elizio Marcos dos Reis, Wagner Moura Lamounier

<https://doi.org/10.1590/SciELOPreprints.16785>

Submetido em: 2026-07-03

Postado em: 2026-07-06 (versão 1)

(AAAA-MM-DD)

DOI: 10.1590/1808-057x20262462.pt

e-location: e2462

Gerenciamento de resultados e desempenho de empresas adquirentes em fusões e aquisições no Brasil

Elizio Marcos dos Reis¹

<https://orcid.org/0000-0001-8529-2273>

E-mail: elizio@ufmg.br

Wagner Moura Lamounier²

<https://orcid.org/0000-0001-7154-6877>

E-mail: wagner@face.ufmg.br

¹ Universidade Federal de Minas Gerais, Pró-Reitoria de Planejamento e Desenvolvimento, Departamento de Contabilidade e Finanças, Belo Horizonte, MG, Brasil

² Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Ciências Econômicas, Departamento de Ciências Contábeis, Belo Horizonte, MG, Brasil

Recebido em 06/09/2025 – *Desk* aceite em 26/09/2025 – 5ª versão aprovada em 31/03/2026

Editor-Chefe Acadêmico: Andson Braga de Aguiar 

Editora Associada: Sirlei Lemes

Este artigo deriva de uma tese de doutorado defendida pelos autores Elizio Marcos dos Reis, sob orientação do autor Wagner Moura Lamounier, em 2025.

Este é um manuscrito em pré-impressão (preprint). O conteúdo foi aprovado para publicação após revisão por pares e encontra-se em fase de edição. A versão definitiva será publicada sob o DOI <https://doi.org/10.1590/1808-057x20262462.pt>

RESUMO

Este artigo investigou se o desempenho econômico e de mercado de empresas brasileiras após as fusões e aquisições (F&A) foi influenciado por práticas de gerenciamento de resultados (GR) adotadas antes dessas operações. Apesar de as evidências empíricas nacionais mostrarem que a geração de sinergia com F&A é negativa, a causa dessa queda pode estar relacionada a fatores como as práticas de GR contábeis ocorridas antes desse processo. Nesse sentido, este trabalho preenche essa lacuna ao estudar as relações entre as práticas de GR e a geração de sinergia em processos de F&A no Brasil. A relevância desta pesquisa consiste em mostrar que atitudes oportunistas dos gestores, como utilizar práticas de GR nos períodos que antecedem as F&A, podem afetar a sinergia esperada com essas operações também no Brasil. As práticas de GR ocorridas no período anterior são prejudiciais para a geração de sinergia, corroboram a hipótese de agência no contexto das F&A nacionais e podem afetar as expectativas, especialmente dos acionistas. Foram utilizadas 233 F&A concluídas por 89 empresas listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, no período de 2010 a 2021, utilizando dados contábeis da base Refinitiv® (2008 a 2023) e modelos de regressão estimados por mínimos quadrados ordinários. Os resultados indicaram que práticas de GR por *accruals* e *real*, antes das F&A, reduziram o ganho de sinergia representado por medidas de desempenho econômico. Ao contrário, ambos os tipos de práticas não afetaram significativamente o desempenho de mercado. Os achados sugerem que os ganhos esperados de sinergia podem ter sido comprometidos pelos interesses dos gestores, conforme preconiza a teoria da agência, o que traz implicações para a governança corporativa das empresas e a tomada de decisão dos investidores.

Palavras-chave: gerenciamento de resultados, fusões e aquisições, desempenho econômico, desempenho de mercado.

Earnings management and the performance of acquiring companies in mergers and acquisitions in Brazil

ABSTRACT

This article investigated whether the post-merger and acquisition (M&A) economic and market performance of Brazilian companies was influenced by earnings management (EM) practices adopted prior to these transactions. Although empirical evidence from Brazil indicates that synergy generation from M&As is negative, the causes of this decline may be related to factors such as accounting-based EM practices undertaken before the transactions. Accordingly, this study addresses this gap by examining the relationship between EM practices and synergy generation in M&A transactions in Brazil. The relevance of this research lies in demonstrating that opportunistic managerial behavior, such as the use of EM practices in the periods preceding M&As, may also affect the synergies expected from these transactions in Brazil. EM practices adopted in prior periods are detrimental to synergy generation, support the agency hypothesis in the context of Brazilian M&As, and may affect stakeholders' expectations, particularly those of shareholders. The sample comprised 233 M&A transactions completed by 89 companies listed on B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão between 2010 and 2021. Accounting data were obtained from the Refinitiv® database for the 2008–2023 period, and regression models were estimated using ordinary least squares. The results indicated that accrual-based and real earnings management practices adopted before M&As reduced

synergy gains, as measured by economic performance indicators. By contrast, neither type of EM practice had a statistically significant effect on market performance. The findings suggest that expected synergy gains may have been compromised by managers' interests, as predicted by agency theory, with implications for corporate governance and investors' decision-making.

Keywords: *earnings management, mergers and acquisitions, economic performance, market performance.*

1. INTRODUÇÃO

As decisões de fusões e aquisições (F&A) são críticas para o sucesso das empresas e dos seus gestores. Normalmente, essas operações envolvem a combinação de duas ou mais entidades, por meio de uma aquisição ou de uma união de interesses (Banseh e Khansalar, 2016; Ismail et al., 2011), tornando-se um processo contínuo por parte de grandes empresas, com a intenção de crescer e expandir ainda mais os seus negócios (Verma & Kumar, 2024), com o objetivo de obter sinergia (Berkovitch & Narayanan, 1993).

O desempenho das empresas é um aspecto importante para a compreensão do fenômeno da sinergia após as F&A (Verma & Kumar, 2024). No entanto, Berkovitch e Narayanan (1993) advertem que, pelo menos em teoria, as F&A criam sinergias, geram economia de escala, expandem as operações e diminuem os custos. Porém, na prática, as coisas podem não ocorrer conforme o esperado, pois as F&A envolvem transações economicamente vultosas com potencial para criar e destruir riqueza (Cumming et al., 2023; Higgins, 2013).

As altas taxas de insucesso observadas sugerem que as F&A, em média, não agregam valor ao adquirente (Angeli et al., 2024; Eulerich et al., 2022) e corroboram essa visão de destruição de riqueza. A razão para a não geração de sinergia pode estar relacionada à maneira como as empresas adquirentes realizam a operação de compra da empresa-alvo.

Quando as empresas adquirentes utilizam suas ações para adquirir a empresa-alvo, poderá haver um interesse natural dos gestores dessas empresas em adotar práticas de gerenciamento de resultados (GR) que envolvem, por exemplo, acelerar o recebimento de receitas, diferir despesas ou manipular os procedimentos contábeis, visando influenciar os preços negociados no mercado de capitais, com o objetivo de baratear o valor pago pelas F&A (Erickson & Wang, 1999). Em contrapartida, as empresas adquirentes podem utilizar dívidas como fonte de financiamento para realizar a F&A com dinheiro (Fischer, 2017), o que pode servir também como motivação para praticar o GR, visando influenciar a percepção dos provedores de dívida (Malikov & Zalata, 2024).

Contudo, uma das consequências das práticas de GR em períodos anteriores às F&A é a redução da sinergia esperada nos períodos posteriores às F&A, tanto do ponto de vista econômico (Mughal et al., 2021; Zhang, 2015) quanto do ponto de vista de mercado (Farooqi et al., 2017; Louis, 2004). Pois, considerando que as práticas de GR, como antecipar receitas e reduzir despesas em momentos anteriores às F&A, são oportunistas e momentâneas, é possível que, no período posterior, essas práticas se revertam, como, por exemplo, pela redução das receitas em comparação com o período anterior às F&A, o que pode afetar os indicadores utilizados para medir a sinergia, como as métricas de lucratividade e rentabilidade.

Os gestores das empresas-alvo também podem ter interesse em utilizar práticas de GR para aumentar o valor de mercado de suas ações e receber um excedente quando a

empresa adquirente realizar a aquisição. Se isso ocorrer, ao concluir a F&A, informações contábeis gerenciadas da empresa-alvo farão parte das informações contábeis das empresas adquirentes. Isso também pode influenciar a queda no desempenho econômico da empresa adquirente, afetando suas medidas de sinergia, conforme evidenciado por Campa e Hajbaba (2016) e Mughal et al. (2021). Contudo, por falta de informações suficientes das empresas-alvo, esse aspecto não foi abordado neste artigo.

Assim, pressupondo ocorrer a reversão das ações dos gestores das empresas adquirentes entre o período anterior e o posterior às F&A em relação às práticas de GR, isso fará com que o lucro seja reduzido, afetando a sinergia esperada, medida em termos contábeis e/ou econômicos. Esses lucros e essa menor sinergia poderão ser percebidos pelo mercado, que possivelmente reduzirá o preço das ações, afetando o valor de mercado das empresas adquirentes. Dessa forma, a questão de pesquisa que emerge neste artigo é: qual a relação entre as estratégias de GR das empresas adquirentes em F&A e o desempenho econômico e de mercado dessas empresas após as operações de F&A no Brasil?

O objetivo deste artigo foi avaliar se o desempenho econômico e de mercado, no período posterior às F&A, das empresas adquirentes no Brasil foi influenciado por suas práticas de GR ocorridas no período anterior às F&A. Ellahie et al. (2025) relatam que as F&A estão entre os tipos mais proeminentes de investimentos empresariais. De 1980 a 2018, empresas de capital aberto dos Estados Unidos da América investiram uma média de US\$92 milhões por ano em F&A, representando 18% dos investimentos anuais e 27% dos lucros anuais no mesmo período.

No Brasil, considerando as informações na base de dados Refinitiv[®] utilizadas para realizar este artigo, no período de 2010 a 2023, as F&A somaram US\$ 267 bilhões. Assim, esses valores relevantes e as características institucionais, culturais e de mercado no Brasil para avaliar o desempenho de uma transação de F&A continuam tendo importância prática e acadêmica (Ellahie et al., 2025).

Diante dessa relevância, os resultados evidenciados neste artigo, de forma geral, confirmam a queda no desempenho das empresas adquirentes quando se comparam os períodos posteriores e o período anterior às F&A, já evidenciada no contexto nacional por Camargos e Barbosa (2010), Motta et al. (2013), Novaes et al. (2022) e Vieira et al. (2017). Contudo, os resultados deste trabalho vão além dos achados anteriores ao evidenciar que as práticas de GR, sejam por *accruals* ou *real*, afetam negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes após as F&A.

Ao contrário, os resultados não evidenciaram uma relação negativa entre as práticas de GR e o desempenho de mercado, algo já evidenciado internacionalmente em outros contextos por Farooqi et al. (2017), Louis (2004) e Mughal et al. (2021). Isso mostra que diferenças estruturais dos países podem afetar a percepção do mercado em relação às práticas de GR em momentos de F&A.

Esses resultados sugerem que práticas contábeis oportunistas podem estar associadas a ineficiências operacionais, o que traz implicações para a governança corporativa das empresas, para a tomada de decisão dos investidores e contribui para o avanço da literatura acadêmica sobre qualidade da informação contábil em processos de F&A.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A literatura apresenta três motivos principais para que as F&A ocorram: o motivo da sinergia, o motivo de agência e o motivo da arrogância (*hubris effect*). O motivo da sinergia sugere que as F&A ocorrem devido aos ganhos econômicos resultantes da fusão

dos recursos das duas empresas. O motivo de agência sugere que as F&A são praticadas porque melhoram o bem-estar dos gestores da empresa adquirente em detrimento do bem-estar dos seus acionistas. A hipótese da arrogância sugere que os gestores cometem erros na avaliação das empresas-alvo e se envolvem em F&A, mesmo quando não há expectativa de sinergia (Berkovitch & Narayanan, 1993).

A hipótese de arrogância assume que os gestores da empresa adquirente são excessivamente otimistas quanto à sua capacidade de gerar riqueza a partir de uma F&A; assim, eles realizam uma oferta exagerada pela empresa-alvo, fazendo com que os acionistas das empresas adquirentes não ganhem com essas F&A (Mueller & Yurtoglu, 2007; Roll, 1986). Desse modo, há apenas uma transferência de riqueza da empresa adquirente para a empresa-alvo e nenhum ganho de sinergia (Roll, 1986). Portanto, a hipótese de arrogância assume que não há ganhos sinérgicos nas F&A.

Sob a perspectiva de agência, quando o proprietário (principal) delega um papel de tomada de decisão a uma ou mais pessoas (agentes), e assumindo que ambas as partes são maximizadoras de sua utilidade, tem-se que os gestores podem não agir no melhor interesse dos proprietários (El Hajjar et al., 2023). Assim, mesmo havendo hipótese de sinergia, pode ser que os ganhos sinérgicos não ocorram pelo fato de a F&A ter sido realizada por interesses próprios dos gestores.

Depreende-se, portanto, que a diferença entre a hipótese de agência e de arrogância está na possibilidade de a sinergia ocorrer ou não. Na hipótese de arrogância, essa possibilidade não existe. Na hipótese de agência, a sinergia é possível. Diante disso, o foco deste trabalho foi discutir a relação entre as práticas de GR das empresas envolvidas em F&A e o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes em processos de F&A, sob a perspectiva de sinergia e de agência.

De acordo com Damodaran (2005), sinergia é o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estariam disponíveis para essas empresas operarem de forma independente. A sinergia, do ponto de vista operacional, decorre das operações da empresa combinada e inclui economias de escala, aumentando o poder de fixação de preços, as margens de lucro e o potencial de crescimento. As sinergias operacionais podem afetar as margens, os retornos e o crescimento e, por meio desses, o valor das empresas envolvidas na F&A (Damodaran, 2005).

A perspectiva de agência pode reduzir a possibilidade de geração de sinergias, pois, segundo Jensen (2005), os problemas de agência estão associados a conflitos de interesses que podem ocorrer em situações que envolvam diversas partes, em um ambiente específico, no qual existe assimetria informacional, como é o caso das F&A. Nesse sentido, devido à presença de informações assimétricas entre empresas adquirentes e empresas-alvo, e levando em consideração o peso atribuído aos lucros divulgados nas demonstrações contábeis para a tomada de decisões, é possível que cada lado do negócio tenha incentivos e motivações para tentar manipular os números contábeis para maximizar seus respectivos resultados no negócio (Erickson & Wang, 1999).

De acordo com Healy e Wahlen (1999), o GR envolve o julgamento que os gestores utilizam nos relatórios financeiros e nas transações estruturais com o objetivo de enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico da empresa. Nesse sentido, a teoria da agência pode ser utilizada para explicar o aspecto motivacional para as práticas de GR em um contexto de F&A, pois o GR pode ser utilizado de forma oportunista pelos gestores para obter ganhos privados e maximizar sua própria riqueza, o que consequentemente pode levar à destruição de riqueza dos acionistas em F&A (Botsari & Meeks, 2008). As discussões acerca do GR e do desempenho em F&A estão apresentadas no próximo tópico.

2.1 GR e Desempenho em F&A

As práticas de GR envolvem a antecipação de receitas; a postergação ou redução de despesas, como aquelas com Pesquisa e Desenvolvimento; e a mudança nos critérios contábeis, como o cálculo da depreciação e a constituição de provisões, entre outros procedimentos conhecidos como gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* (GRA). Ao utilizarem esses tipos de práticas em períodos anteriores às F&A, conforme evidenciado por Antonio et al. (2023), Botsari e Meeks (2008), Erickson e Wang (1999), Higgins (2013), Louis (2004) e Miranda et al. (2024), pode ocorrer que, no momento seguinte às F&A, alguma ou algumas dessas práticas não sejam possíveis de serem replicadas pelos gestores, como, por exemplo, continuar antecipando receitas, por questões de mercado, da capacidade dos clientes em continuar adquirindo produtos em quantidades similares ao período anterior às F&A ou pela sua reversão, uma propriedade natural dos *accruals* (Allen et al., 2013; Dechow et al., 2012).

Diante disso, a sinergia esperada pode ser ofuscada pelas práticas de GRA do período anterior às F&A, pois, não sendo possível replicá-las ou revertê-las no período seguinte às F&A, isso pode afetar as margens de lucro, por exemplo, uma evidência de sinergia (Damodaran, 2005).

Outras práticas, como conceder descontos nos preços de venda para vender um volume maior e/ou aumentar os níveis de produção, visando reduzir o custo do produto vendido, com o objetivo de aumentar os lucros, são conhecidas como gerenciamento de resultados reais (GRR). Essas práticas visam alterar as atividades operacionais da empresa, em um esforço para impulsionar os resultados do período corrente (Gunny, 2010), e podem afetar, também, o fluxo de caixa das empresas (Roychowdhury, 2006).

Em contextos de F&A, pode haver uma preferência dos gestores pelas estratégias de GRR, tendo em vista que as práticas de *accruals* tendem a ser mais fáceis de serem detectadas pelo mercado, pelas empresas de auditoria e pelos órgãos reguladores (Cohen & Zarowin, 2010; Graham et al., 2005; Zang, 2012). Contudo, as práticas de GRR, por envolverem decisões operacionais que afetam o caixa das empresas, e não simplesmente uma mudança de prática contábil, podem não ser possíveis de reverter no período posterior às F&A. A redução de despesas administrativas, por exemplo, no período anterior às F&A, visando aumentar os resultados, pode não ser possível revertê-la rapidamente no período seguinte às F&A. Além disso, o aumento ou a redução nos custos dos produtos/mercadorias vendidas de um período para outro pode envolver alteração na capacidade produtiva da empresa, e a relação custo-benefício dessa decisão pode não ser eficiente.

No entanto, caso essas estratégias sejam realizadas e utilizadas com o propósito oportunista de aumentar os resultados no período anterior às F&A, pode-se esperar que haja uma tendência de reversão no período seguinte às F&A, pressupondo a ausência de motivação após a concretização das F&A. Com isso, espera-se que os indicadores econômicos e as evidências de sinergia piores no período posterior em relação ao período anterior às F&A.

Nesse sentido, algumas evidências, em diferentes contextos, mostram que o desempenho econômico no período posterior às F&A é pior do que o observado antes de sua ocorrência (Bertrand & Betschinger, 2012; Borodin et al., 2020; Mantravadi & Reddy, 2008; Rao-Nicholson et al., 2016; Yeh & Hoshino, 2002). Apesar de essas pesquisas terem sido desenvolvidas em contextos pouco comparáveis com o Brasil,

nacionalmente as pesquisas têm evidenciado a manutenção ou queda no desempenho econômico-financeiro em períodos pós-F&A (Angeli et al., 2024; Camargos & Barbosa, 2010; Motta et al., 2013; Novaes et al., 2022; Vieira et al., 2017).

No entanto, considerando que o objetivo deste trabalho é avaliar o desempenho em F&A, tendo como motivação para sua ocorrência a sinergia, espera-se que os ganhos sinérgicos que levem ao aumento das vendas e à redução dos custos, por exemplo, se reflitam nos lucros das empresas após a F&A. Contudo, a presença de práticas oportunistas de GR entre o período anterior e o posterior às F&A pode afetar a geração dessa sinergia.

Considerando que o GR ocorre quando os gestores utilizam o seu julgamento para alterar os relatórios financeiros de modo a enganar algumas partes interessadas sobre a realidade da empresa, com um objetivo específico (Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989), pode-se esperar que as práticas de GR, quer sejam por meio dos *accruals*, que sejam por meio das decisões reais realizadas no período anterior às F&A, afetem os lucros e, por consequência, as medidas de desempenho econômico, nos períodos posteriores às F&A. Dessa forma, propõem-se as seguintes hipóteses:

H₁: as práticas de GRA realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes, no período posterior às F&A.

H₂: as práticas de GRR realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes, no período posterior às F&A.

Sob o ponto de vista de mercado, tendo em vista a possível piora nos indicadores contábeis e, ainda, o receio dos acionistas das empresas adquirentes de que os motivos das F&A não sejam em prol dos acionistas (El Hajjar et al., 2023), a sinergia medida em termos de retornos no mercado de capitais pode também não ocorrer.

Na economia contemporânea, a maioria das empresas está organizada para criar valor para seus acionistas ou proprietários. Para atingir esse objetivo, as decisões implementadas pelas empresas devem ser entendidas como adequadas pelo mercado, aumentando a atratividade das ações e, como consequência, valorizando-as no mercado (Frezatti, 1998). Nesse caso, as decisões de F&A devem ser percebidas pelo mercado como geradoras de riqueza; sendo assim, o valor de mercado das ações das empresas que realizam combinações de negócios deveria ser ampliado, caso as F&A tenham sucesso.

Contudo, Erickson e Wang (1999) postularam que o mercado de capitais espera que uma empresa inflacione seus lucros antes de uma F&A que envolva suas ações e, consequentemente, desconte o preço das suas ações no anúncio da F&A, independentemente de a empresa gerenciar lucros ou não. Antecipando esse comportamento do mercado, a melhor resposta da adquirente é gerenciar os lucros.

Nesse sentido, em diferentes contextos, Farooqi et al. (2017), Huang et al. (2019) e Louis (2004) documentaram que as empresas utilizaram práticas de GRA e/ou GRR nos períodos que antecederam os anúncios de F&A e que havia uma relação negativa entre essas práticas e o desempenho de mercado dessas empresas no período posterior às F&A, resultados parcialmente atribuíveis à reversão dessas práticas (Louis, 2004).

No Brasil, Camargos e Barbosa (2010) apontaram que as F&A analisadas de 1996 a 2004 geraram valor para os acionistas. Ao contrário, Angeli et al. (2024), utilizando uma amostra de bancos brasileiros, não encontraram evidências entre as F&A e o desempenho desses bancos. Além da falta de consenso entre os resultados, a possibilidade de existirem práticas de GR nos períodos anteriores às F&A e de essas práticas

influenciarem o retorno de mercado após o processo de F&A permanece sem discussão no contexto nacional. Tendo isso em vista, propõem-se as seguintes hipóteses:

- H₃: as práticas de GRA realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho no mercado de ações das empresas adquirentes no período posterior às F&A.
- H₄: as práticas de GRR realizadas pelas empresas adquirentes, no período anterior às F&A, influenciam negativamente o desempenho no mercado de ações das empresas adquirentes no período posterior às F&A.

Conforme ressaltam Antunes e Martins (2007), a avaliação de desempenho de empresas é tarefa complexa, dada a abrangência de seu conceito, resultante das diferentes abordagens e metodologias utilizadas em função do objetivo, por parte do interessado no processo de avaliação. Contudo, o desempenho em F&A pode ser medido por meio de métricas contábeis relacionadas à lucratividade, à rentabilidade, ao giro do negócio e a indicadores de mercado comumente utilizados em pesquisas com esse tema, conforme descrito na Tabela 1, comparando o desempenho do período posterior em relação ao período anterior às F&A (Malik et al., 2014).

Tabela 1*Definição das variáveis de desempenho econômico e de mercado utilizadas nesta pesquisa*

Variável	Definição	Sigla	Forma de cálculo	Referências
Desempenho econômico	Retorno sobre os ativos	ROA	Lucro operacional dividido pelo ativo total do ano anterior	Bonfim e Callado (2016), Camargos e Barbosa (2010), Heron e Lie (2002), Yeh e Hoshino (2002)
	Retorno sobre o patrimônio líquido	ROE	Lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido	Bonfim e Callado (2016), Camargos e Barbosa (2010), Ismail et al. (2011), Yeh e Hoshino (2002)
	Margem bruta	MB	Lucro bruto dividido pelas vendas líquidas	Camargos e Barbosa (2010)
	Margem operacional	MO	Lucro operacional dividido pelas vendas líquidas	Camargos e Barbosa (2010)
	Margem líquida	ML	Lucro líquido dividido pelas vendas líquidas	Borodin et al. (2020), Camargos e Barbosa (2010), Rao-Nicholson et al. (2016)
	Giro do ativo	GA	Vendas líquidas dividido pelo ativo total do ano anterior	Camargos & Barbosa, (2010)
Desempenho de mercado	<i>Market-to-book</i>	MTB	Valor de mercado dividido pelo patrimônio líquido	Camargos e Barbosa (2009), Mughal et al. (2021), Sudarsanam e Mahate (2003), Tampakoudis e Anagnostopoulou (2020)
	Q-Tobin	QT	Valor de mercado mais o valor das dívidas dividido pelo ativo total	Camargos e Barbosa (2009), Mughal et al. (2021), Sudarsanam e Mahate (2003), Tampakoudis e Anagnostopoulou (2020)
	Retorno das ações	RET	Preço atual menos preço anterior dividido pelo preço anterior	Malta e Camargos (2016)

Fonte: Elaborada pelos autores com base na literatura consultada.

Além disso, as quatro hipóteses testadas neste artigo partem do pressuposto de que, independentemente da forma de pagamento pelas F&A, há motivações para as empresas se empenharem em práticas de GR. Malikov e Zalata (2024) salientam que a maioria dos estudos dessa temática considera que o método de pagamento utilizado na F&A pode influenciar a motivação de uma empresa para se envolver em práticas de GR. Esses estudos são motivados pelo argumento de que as empresas adquirentes que utilizam suas ações para adquirir a empresa-alvo têm maiores incentivos para aumentar os lucros no período anterior ao anúncio da F&A, pois lucros mais altos podem afetar a avaliação do mercado e levar à supervalorização das ações, reduzindo, por sua vez, o custo de compra da empresa-alvo.

No entanto, essa pressuposição exclui a possibilidade de as empresas adquirentes que utilizam dinheiro se envolverem em práticas de GR, e a atenção da literatura às empresas adquirentes que utilizam dinheiro tem sido limitada (Malikov & Zalata, 2024), apesar de serem prevalentes (Meng & Vijn, 2021). Além disso, as empresas adquirentes podem quitar as F&A com dinheiro, o que também pode servir como motivação para praticar GR, com o objetivo de influenciar a percepção dos provedores de dívida (Malikov & Zalata, 2024), utilizada para a obtenção das disponibilidades de caixa.

3. METODOLOGIA

3.1 Definição da Amostra

As informações contábeis necessárias para a condução deste estudo foram coletadas, anualmente, no período de 2008 a 2023, na base de dados Refinitiv®, o que leva em consideração a adoção completa do International Financial Reporting Standards (IFRS), por serem necessárias informações da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) das empresas para o cálculo dos *accruals* totais, conforme sugerido por Hribar e Collins (2002) em contextos de F&A. Além disso, considerando que a análise recai sobre a variação do desempenho calculada entre o período posterior e o anterior às F&A, os eventos de F&A considerados neste estudo foram aqueles ocorridos de 1º de janeiro de 2010 a 31 de dezembro de 2021.

Neste estudo, os critérios para a escolha da amostra são similares aos realizados por Botsari e Weeks (2008), Farooqi et al. (2017), Fasipe e Sun (2020) e Higgins (2013) e incluem os seguintes requisitos: i) as empresas adquirentes devem ser listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão; ii) as empresas adquirentes devem adquirir pelo menos 50% das ações da empresa-alvo; iii) não devem ser empresas do setor financeiro (bancos, seguradoras e fundos de investimento), pelo fato de essas empresas terem legislação própria ou estarem inseridas em setores regulamentados, que têm normas e plano de contas diferentes, os quais podem impactar o cálculo dos *accruals* e causar viés à análise; iv) as F&A devem ser completadas no período do estudo; e v) as F&A devem ser pagas com ações, dinheiro ou ambas. O número de empresas adquirentes utilizado neste estudo está apresentado na Tabela 2.

Tabela 2*Definição da amostra (empresas adquirentes de capital aberto)*

Descrição	n
Amostra inicial (número de F&A de 01/01/2010 a 31/12/2021) (adquirentes de capital aberto)	1.318
Exclusões	
Negócios não completados	479
Percentual de ações após a F&A abaixo de 50%	35
Negócios realizados no setor financeiro	148
Negócios sem valor da transação	278
Negócios com a forma de pagamento (outros ou desconhecido)	38
Negócios de empresas adquirentes com informações contábeis indisponíveis	107
Total de negócios realizados	233
Número de empresas adquirentes	89
Pagamento com dinheiro e ações (combinação)	19
Pagamento em ações	14
Pagamento em dinheiro	200
Total de negócios realizados (por tipo de aquisição)	233
Alvo de capital fechado	219
Alvo de capital aberto	14

*F&A = fusões e aquisições.***Fonte:** *Elaborada pelos autores com base nas informações obtidas no Refinitiv®.*

Observa-se, na Tabela 2, que, no período de 01/01/2010 a 31/12/2021, foram realizadas 1.318 F&A no Brasil, envolvendo empresas adquirentes de capital aberto e empresas-alvo de capital aberto e fechado. No entanto, após os critérios de exclusão, permaneceram na amostra 233 negócios realizados e completados por 89 empresas diferentes. Considerando a amostra utilizada neste artigo, a maior parte das F&A é concretizada em dinheiro (86%), e apenas 14% das transações de F&A envolvem as ações das empresas adquirentes, seja totalmente ou parcialmente, corroborando as evidências de Meng e Vijh (2021).

A Tabela 1 traz a definição das variáveis que representam o desempenho econômico e de mercado utilizadas neste artigo, conforme a literatura de suporte a este trabalho.

A próxima subseção aborda os modelos econométricos utilizados nesta pesquisa. O *software* Stata® foi utilizado para analisar os dados, realizar os testes de validação e estimar os coeficientes das regressões. As variáveis quantitativas contínuas foram winsorizadas nos níveis de 1% e 99% para limitar o efeito de *outliers*.

3.2 Modelos Econométricos para Análise do GR

Com o objetivo de obter a *proxy* de GR por meio dos *accruals*, optou-se por utilizar o modelo de *performance matching*, desenvolvido por Kothari et al. (2005), o qual sugere que as medidas de *accruals* devem ser estimadas considerando o desempenho recente das empresas; nesse caso, o retorno sobre os ativos (ROA). Além disso, Dechow et al. (2012) recomendam a inclusão da variável defasada dos *accruals* nos modelos estatísticos que verificam essas práticas, o que pode melhorar a especificação desses modelos em cerca de 40%, devido à propriedade inerente aos *accruals*, que é a sua reversão em períodos subsequentes.

A variável dependente desse modelo (Eq. 1), os *accruals* totais (ACT), foi calculada pela diferença entre o lucro líquido (LL) e o fluxo de caixa operacional (FCO). Em muitos casos, os autores consideram calcular os ACT utilizando as contas do grupo circulante do balanço patrimonial (BP). Ocorre que, em processos de F&A, em que uma empresa adquire ou se funde com outra empresa, as contas do circulante, como os estoques, os créditos a receber e os fornecedores, tendem a ser influenciadas pela consolidação das demonstrações contábeis das empresas. Assim, em estudos que têm foco em F&A, Hribar e Collins (2002) destacam que seria prudente que os pesquisadores obtivessem as medidas de *accruals* utilizando informações obtidas diretamente da DFC em vez de medidas aproximadas por meio do BP. Considerando-se os eventos de F&A, essa ideia é corroborada no contexto nacional por Boina e Macedo (2018).

$$\frac{ACT_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CREC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_4 \frac{LL_{it}}{A_{it-1}} + \beta_5 \frac{ACT_{it-1}}{AT_{it-2}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

em que ACT_{it} é o ACT calculado pela diferença entre o LL e o FCO, ΔREC_{it} é a variação da receita líquida, $\Delta CREC_{it}$ é a variação das contas a receber, PPE_{it} é o ativo imobilizado, AT_{it-1} é o ativo total; β 's são os coeficientes estimados do modelo, ε_{it} são os termos de erro do modelo, i indica cada unidade (empresa) e t é o tempo (ano).

Para detectar a manipulação de resultados com base nas atividades reais, este trabalho utiliza os modelos estatísticos desenvolvidos por Roychowdhury (2006), que investigam os padrões dos FCOs, das Despesas com Vendas Gerais e Administrativas (DVGA) e dos Custos de Produção (PROD). Os resíduos das Eqs. 2-4 representam o nível anormal das atividades reais da empresa, sendo as *proxies* do gerenciamento real e foram denominados neste trabalho de AFCO, ADVGA e APROD.

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\frac{DVGA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

em que PROD é o custo do produto vendido + variação dos estoques, A é o total do ativo, RL é a receita líquida, ΔRL é a variação da RL.

De acordo com alguns autores, dentre eles Fasipe e Sun (2020), Gunny (2010), Huang et al. (2019), Pimenta (2024), Reis et al. (2015) e Zang (2012), as diversas práticas de GRR podem estar relacionadas. Diante disso, seguindo esses autores e visando mitigar os possíveis erros de medição (Pimenta, 2024), constrói-se uma medida agregada das três *proxies* de GR por meio de decisões reais, AFÇO, ADVGA e APROD, denominada neste trabalho de GRR, conforme Eq. 5.

$$GRR_{it} = [(-1) * (AFÇO_{it})] + [(-1) * ADVGA_{it}] + (APROD_{it}) \quad (5)$$

As variáveis AFÇO e ADVGA são multiplicadas por -1, de tal forma que valores mais altos indicam que as DVGA e o gerenciamento das vendas que afetaram o FCO foram utilizados para aumentar o lucro. Com relação à variável APROD, não é necessário multiplicá-la por -1, pois essa já indica que, quanto maior o valor do resíduo, maior a quantidade produzida ou adquirida pela empresa.

As Eqs. 1-4 foram estimadas, levando em consideração as 89 empresas adquirentes componentes da amostra, pelo método dos mínimos quadrados ordinários, *cross-section* por setor e ano, conforme Dechow et al. (2012) e Roychowdhury (2006). As *proxies* de GRR, que são os resíduos das Eqs. 2 a 4, foram inseridas na Eq. 5, obtendo-se uma medida de GRR de forma agregada, identificada e tabulada para o momento em que ocorreu a F&A. De posse desse banco de dados, foi possível identificar as *proxies* de GRA e GRR no ano anterior às F&A. A análise também foi realizada considerando o segundo ano em relação ao ano anterior às F&A.

3.3 Modelos Econométricos para Verificação das Hipóteses de Pesquisa

Para testar as hipóteses propostas neste trabalho, foram utilizados modelos estatísticos adaptados de Bonfim e Callado (2016), Huang et al. (2019), Mughal et al. (2021) e Zhang (2015), conforme apresentados na sequência. As *proxies* de GRA e GRR foram utilizadas nas Eqs. 6 e 7, obtidas com a estimação das Eqs. 1 e 5 deste artigo. As Eqs. 6 e 7 foram estimadas por mínimos quadrados ordinários com controle por setor e erros-padrão clusterizados por empresa.

$$\Delta Syn(E)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 MTB_i + \beta_5 ENDIV_i + \beta_6 STR_i + \beta_7 PIB_i + SETOR_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

$$\Delta Syn(M)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 FCO_i + \beta_6 STR_i + \beta_7 PIB_i + SETOR_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

em que $\Delta Syn(E)_i$ é a *proxy* para desempenho econômico da empresa adquirente, medida por ΔMB , ΔMO , ΔML , ΔROA , ΔROE e a ΔGA do ano posterior em relação ao ano anterior ao anúncio das F&A, $\Delta Syn(M)_i$ é a *proxy* para desempenho de mercado da empresa adquirente, medida por ΔMTB , ΔQT e o retorno das ações (RET) do período

posterior em relação ao período anterior às F&A, GR_{Ai} é a *proxy* para GRA e GRR da empresa adquirente (pré-F&A), $\ln(deal)_i$ é o logaritmo natural do valor do negócio, $PubTarg_i$ é a variável *dummy* que assume valor 1 se a F&A foi realizada com empresa-alvo de capital aberto, e o valor 0, em caso contrário, MTB_i é o valor de mercado das ações da empresa adquirente dividido pelo patrimônio líquido, $ENDIV_i$ é o endividamento da empresa adquirente mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total, FCO_i é o valor do FCO da empresa adquirente dividido pelo ativo total, STR_i é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi realizada entre empresas do mesmo setor econômico e valor 0, caso contrário, e PIB_i é a variação percentual anual do produto interno bruto considerando o ano da F&A em relação ao ano anterior às F&A. Todas as variáveis contínuas foram consideradas no ano anterior às F&A.

Para que as hipóteses H_1 e H_2 não sejam rejeitadas, o coeficiente β_1 das Eqs. 6 e 7 deverá ser menor que 0 e estatisticamente significativo em ambas as equações. Além disso, seguindo estudos sobre desempenho econômico e de mercado em F&A (Farooqi et al., 2017; Huang et al., 2019; Louis, 2004; Mughal et al., 2021), foram utilizadas como variáveis de controle *market-to-book* (MTB), *ENDIV* e *FCO*, que representam as oportunidades de crescimento, o endividamento das empresas e o caixa operacional disponível para a empresa, além do desenvolvimento econômico, respectivamente; são consideradas variáveis que podem influenciar o desempenho econômico e/ou de mercado das empresas.

Outras variáveis de controle, tais como o *status* da empresa adquirida, se de capital aberto ou fechado (PUBTARG), o tamanho do negócio ($\ln deal$) e as transações realizadas no mesmo setor (STR), foram incluídas no modelo. As empresas de capital fechado são menos expostas ao olhar público; assim, as F&A só seriam concluídas após a certificação da geração de sinergia (Conn et al., 2005; Muehlfeld et al., 2011). As F&A que envolvem grandes valores podem revelar um pagamento acima do esperado; dessa maneira, as F&A podem não gerar sinergias. Ao contrário, F&A entre empresas do mesmo setor podem favorecer o ganho de sinergia, pois podem complementar as operações da empresa adquirente (Conn et al., 2005; Muehlfeld et al., 2011).

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Estatísticas descritivas

As informações da Tabela 3 mostram que os setores mais relevantes em termos de quantidade de F&A são os de Consumo, Energia, Bens Industriais e Materiais Básicos. Além disso, há prevalência de pagamento em dinheiro pelas F&A, conforme indicaram Meng e Vijn (2021).

Tabela 3

Distribuição setorial das fusões e aquisições

Setor	n	Total (%)	Forma de pagamento		
			Ações	Mista	Dinheiro
Consumo cíclico	20	8,6	1	2	17
Consumo não cíclico	42	18,0	3	7	32
Energia	44	18,9	0	2	42
Saúde	19	8,2	2	3	14
Tecnologia	15	6,4	0	0	15
Bens industriais	34	14,6	3	1	30
Materiais básicos	21	9,0	3	1	17

Construção civil	25	10,7	1	1	23
Varejo	10	4,3	1	1	8
Outros	3	1,3	0	1	2
Total	233	100,0	14	19	200

Fonte: *Elaborada pelos autores com base nas informações do Refinitiv®.*

As informações da Tabela 4 indicam que a variação média das variáveis que representam o desempenho econômico, no ano seguinte às F&A, em relação ao valor médio dessas variáveis no ano anterior às F&A, foi menor e estatisticamente significativa. Esses resultados permanecem similares quando se analisa o segundo ano após as F&A, exceto para a variável margem bruta (MB). Isso evidencia que o desempenho econômico das empresas adquirentes piora após as F&A, o que é condizente com pesquisas nacionais e internacionais sobre o tema (Bertrand & Betschinger, 2012; Borodin et al., 2020; Camargos & Barbosa, 2010; Mantravadi & Reddy, 2008; Motta et al., 2013; Novaes et al., 2022; Rao-Nicholson et al., 2016; Yeh & Hoshino, 2002).

Tabela 4*Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas*

Variáveis	1 ano após as F&A				2 anos após as F&A			
	1º quartil	Mediana	Média	3º quartil	1º quartil	Mediana	Média	3º quartil
Desempenho econômico								
VROA	-0,073	-0,010***	-0,021***	0,026	-0,077	-0,015***	-0,028***	0,013
VROE	-0,130	-0,022***	-0,132**	0,059	-0,170	-0,051***	-0,212***	0,030
VMB	-0,050	-0,008**	-0,012**	0,031	-0,050	-0,003	-0,008	0,038
VMO	-0,077	-0,010***	-0,021**	0,028	-0,059	-0,010**	-0,028**	0,030
VML	-0,070	-0,017***	-0,009	0,021	-0,093	-0,029***	-0,037**	0,021
VGA	-0,198	-0,045***	-0,062***	0,098	-0,260	-0,088***	-0,107***	0,058
Desempenho de mercado								
RET	-0,347	0,117***	0,198***	0,554	-0,255	0,153***	0,345***	0,878
VMTB	-1,198	-0,138***	-4,348**	0,375	-0,996	-0,172***	-5,334***	0,440
VQT	-0,324	-0,040***	-0,269***	0,132	-0,391	-0,088***	-0,284***	0,145
Proxies de gerenciamento de resultados								
GRA	-0,042	-0,017***	-0,014***	0,007	-0,053	-0,025***	-0,021***	0,007
GRR	0,051	0,239***	0,331***	0,459	0,010	0,122***	0,266***	0,411

F&A = fusões e aquisições; GRA = accruals discricionários da empresa adquirente; GRR = gerenciamento por meio de decisões reais; RET = retorno das ações entre um e dois anos posteriores em relação ao ano anterior às F&A; VGA = variação do giro do ativo; VMB = variação da margem bruta; VML = variação da margem líquida; VMO = variação da margem operacional; VMTB = variação do market-to-book; VQT = variação do Q-Tobin; VROA = variação do retorno sobre os ativos; VROE = variação do retorno sobre o patrimônio líquido.

**** = significativo a 1%; ** = significativo a 5%.*

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com relação ao desempenho de mercado, as variações no MTB e no Q-Tobin (QT) também se apresentaram, em média, negativas e estatisticamente significativas em relação ao período anterior às F&A, o que permaneceu quando a comparação foi entre o segundo ano pós-F&A e o ano anterior às F&A. Esses resultados estão condizentes com aqueles apresentados por Farooqi et al. (2017), Huang et al. (2019) e Louis (2004).

O RET entre 1 e 2 anos posteriores às F&A em relação ao ano anterior às F&A, em média, foi positivo e estatisticamente significativo. Isso sugere que o investidor que tinha ações no ano anterior às F&A e as manteve em sua carteira, em média, obteve valorização no preço de suas ações após o processo de F&A. Contudo, sabe-se que o mercado realiza a precificação das ações com base em suas expectativas. Portanto, apesar dessa evidência, pode ser que outros fatores, e não apenas as F&A tenham influenciado essas expectativas e, por consequência, tenha havido valorização no preço das ações.

Verificando as *proxies* de GR, percebe-se que o GRA, tanto antes quanto após as F&A, foi, em média, negativo e estatisticamente significativo. Isso sugere que as práticas de GR permaneceram similares antes e após as F&A, contudo, com o interesse em reduzir os resultados. Ao contrário, as *proxies* de GRR permaneceram positivas antes e após as F&A. Assim, pode-se entender que as empresas utilizam as práticas de GRA e GRR de forma complementar, pois o GRA foi negativo e o GRR positivo. Esses resultados corroboram a visão de Cohen e Zarowin (2010), Graham et al. (2005) e Zang (2012), de que, em contextos nos quais há uma atenção mais acentuada de alguns *players* de mercado, como empresas de auditoria, intermediários financeiros, dentre outros atores envolvidos nas F&A, as empresas tendem a migrar para as práticas de gerenciamento real.

Observa-se, na Tabela 5, que existem correlações negativas e estatisticamente significativas entre as práticas de GRA e as variáveis que representam o desempenho econômico. Especificamente, a variação do ROA entre o período posterior e o período anterior às F&A tem correlação negativa de 0,49 com o GRA. Isso sugere que quanto mais incidirem práticas de GRA, maior será a diferença negativa entre o ROA do período seguinte e o do período anterior às F&A, sendo o ROA do período seguinte menor do que o ROA do período anterior.

Tabela 5*Correlação entre as variáveis utilizadas*

Variáveis	GRA	GRR	VROA	VROE	VMB	VMO	VML	MTB	VQT	VGA	RET
GRA	1,00										
GRR	0,19**	1,00									
VROA	-0,49**	-0,22**	1,00								
VROE	-0,02	0,02	0,43**	1,00							
VMB	-0,19**	-0,01	0,47**	0,28**	1,00						
VMO	-0,37**	-0,05	0,71**	0,41**	0,69**	1,00					
VML	-0,45**	-0,01	0,42**	0,14**	0,46**	0,69**	1,00				
MTB	-0,04	-0,05	0,25**	0,52**	-0,14**	-0,00	-0,26**	1,00			
VQT	0,07	-0,03	0,16**	0,09	0,02	0,07	-0,00	0,16**	1,00		
VGA	-0,29**	-0,29**	0,57**	0,23**	0,08	0,24**	0,18**	0,15**	0,29**	1,00	
RET	0,08	-0,08	0,17**	0,09	0,09	0,13	0,11	0,04	0,51**	0,14	1,00

Nota: As variáveis estão descritas na Tabela 4.

** = significativo a 5%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

De forma similar, existe correlação negativa entre as práticas de GRA e as variáveis que representam a variação da lucratividade das empresas adquirentes; variação da margem bruta (VMB), variação da margem operacional (VMO), variação da margem líquida (VML) e variação do giro do ativo (VGA). No mesmo sentido, as práticas de GRR se relacionam negativamente com a variação do ROA (VROA) e VGA. Isso significa que, quanto maior o GR realizado pelas empresas adquirentes, menor é o ganho de sinergia econômica após a F&A, representado pelas variáveis de lucratividade e rentabilidade.

Em contrapartida, não se observa relação significativa entre as práticas de GR e a variação do desempenho de mercado medida pela variação do MTB (VMTB), variação do QT (VQT) e RET. Ou seja, os resultados sugerem que as práticas de GR, que afetam negativamente o desempenho econômico, não são relevantes quando se analisa a variação do desempenho no mercado.

4.2 Análise das Hipóteses de Pesquisa

Visando responder às hipóteses H_1 e H_2 , as Tabelas 6 e 7 apresentam os coeficientes associados à Eq. 6, considerando as variáveis que apresentaram queda significativa entre o período posterior e o anterior às F&A, levando em conta 1 e 2 anos após as F&A, conforme evidenciado na Tabela 3. Ressalta-se, no entanto, que os resultados apresentados englobam apenas os casos em que a variável GRA foi significativa nas estimativas, visando otimizar a interpretação dos dados.

Tabela 6*Coeficientes da Eq. 6 – Teste da hipótese H₁ – Desempenho econômico*

Variáveis	VROA ¹	VML ¹	VROA ²	VGA ²	VROA ¹	VROA ²	VGA ²
GRA	-0,489**	-1,412**	-0,740***	-1,786***			
GRR					-0,044*	-0,055**	-0,210*
LNDEAL	-0,000	0,000	-0,001	-0,012	-0,000	-0,001	-0,009
PUBTARG	-0,010	-0,032	0,005	0,072	-0,008	0,008	0,060
MTB	-0,000***	-0,001**	-0,001***	-0,001***	-0,000***	-0,000***	-0,001*
ENDIV	0,050	-0,221	0,004	0,201	0,106	0,090	0,403
STR	-0,005	0,009	0,003	-0,021	-0,012	-0,006	-0,051
PIB	-0,002	-0,011**	-0,002	0,000	-0,003	-0,003	-0,000
Intercepto	-0,038	-0,110	-0,050	-0,221**	-0,021	-0,030	-0,139
Teste VIF ³	1,99	2,00	1,99	2,00	2,01	2,01	2,02
Teste reset	1,37	35,61***	0,07	0,81	1,77	0,47	1,35
R ² ajustado	0,292	0,255	0,360	0,354	0,254	0,272	0,338
Obs.	194	195	194	195	193	193	195

Eq. 6: $\Delta Syn(E)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 MTB_i + \beta_5 ENDIV_i + \beta_6 STR_i + \beta_7 PIB_i + \varepsilon_i$

Nota: As demais variáveis estão definidas na Tabela 4.

ENDIV = endividamento da empresa adquirente mensurado pela relação entre o passivo oneroso e o ativo total; Lndeal = logaritmo natural do valor do negócio; MTB = market-to-book; PIB = variação percentual anual do produto interno bruto; PUBTARG = variável dummy que assume 1 se a fusão e aquisição (F&A) foi realizada com empresa-alvo de capital aberto, 0 em caso contrário; STR = variável dummy que assume valor igual a 1 se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico.

¹ Variação do desempenho calculado entre o ano posterior e o ano anterior às F&A; ² Variação do desempenho calculado entre o segundo ano após a F&A e o ano anterior às F&A; ³ Teste do variance inflation factor (VIF) médio com controle por setor.

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 7*Coefficientes da Eq. 7 – Teste da hipótese H₃ – Desempenho de mercado*

Variáveis	VMTB ¹	VQT ¹	RET ¹	VMTB ²	VQT ²	RET ²
GRA	45,922	3,209	0,710	25,323	2,833	0,929
LNDEAL	0,530	-0,103*	-0,046	0,781	-0,102*	-0,038
PUBTARG	2,793	0,380	0,695**	-0,079	0,048	0,353**
ENDIV	39,534*	1,724**	-0,373	36,529*	1,735**	-0,358
FCO	-74,350	2,844**	1,774**	-76,599	1,975*	1,405*
STR	3,770	0,230**	0,185	3,120	0,248	0,185
PIB	0,390	0,058*	0,015	0,329	0,041	-0,018
Intercepto	5,987	-0,156	0,331	-13,659	-0,301	0,265
Teste VIF ³	2,03	1,97	2,04	2,03	1,97	2,04
Teste reset	226,41***	41,73***	5,40***	456,64**	49,04***	0,44
R ² ajustado	0,490	0,437	0,241	0,498	0,428	0,177
Obs.	196	213	174	196	213	174

Eq. 7: $\Delta Syn(M)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 FCO_i + \beta_6 STR_i + \beta_7 PIB_i + \varepsilon_i$

Nota: As variáveis estão descritas nas Tabelas 4 e 6.

VIF = variance inflation factor.

¹ Variação do desempenho calculado entre o ano posterior e o ano anterior; ² Variação do desempenho calculado entre o segundo ano após a fusão e aquisição e o ano anterior;

³ Teste médio com controle por setor.

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se, na Tabela 6, que, quando a análise envolve 1 ano após a F&A em relação ao ano anterior à F&A, as práticas de GRA do ano anterior à F&A reduzem o ganho de sinergia representado pelas variáveis VROA e VML. Quando a análise recai sobre a diferença no desempenho econômico entre o segundo ano após a F&A e o ano anterior às F&A, observa-se que as práticas de GRA continuam a afetar negativamente o desempenho econômico das empresas adquirentes, representado pela VROA e pela VGA. Esses resultados estão aderentes àqueles encontrados por Heron e Lie (2002), coerentes com a análise da correlação e contribuem para que a hipótese H₁ formulada neste artigo não seja rejeitada.

As práticas de GR podem envolver a decisão dos gestores de acelerar o reconhecimento de vendas, por exemplo. A queda nas vendas no período pós-F&A em relação ao período anterior poderá afetar a lucratividade e a rentabilidade das empresas adquirentes, nesse caso, representadas pela ML e pelo ROA. Além disso, com as vendas líquidas abaixo do esperado, é possível que isso afete negativamente também o GA, como foi o caso.

As práticas de GRR do ano anterior às F&A reduzem o ganho de sinergia, representado pelo VROA e pelo VGA, considerando tanto 1 ano quanto 2 anos após a F&A, corroborando a análise da correlação. Sendo assim, a hipótese H₂ formulada neste artigo não deve ser rejeitada. Considerando que o ROA foi calculado dividindo o lucro operacional pelos ativos totais, essa é uma medida suscetível às influências das práticas de GRR, como conceder descontos temporários para aumentar o volume de vendas ou reduzir os custos dos produtos vendidos por meio de uma produção acima do esperado, podendo afetar o lucro operacional. Assim, é natural e esperado que as práticas de GRR afetassem essa medida de desempenho.

As estratégias de GRR incluem, por exemplo, a concessão excessiva de descontos comerciais ou condições de crédito mais flexíveis com o objetivo de antecipar receitas. Embora tais práticas elevem temporariamente o volume de vendas, essas tendem a reduzir a rentabilidade e aumentar o capital empregado em contas a receber, fazendo com que haja um crescimento do ativo circulante sem aumento sustentável do resultado operacional, podendo reduzir o GA. Interessante notar, ainda, que, apesar de a MO e a ML, entre o período seguinte e o período anterior às F&A, serem menores, essa queda não foi influenciada pelas práticas de GRR.

Com relação às variáveis de controle, percebe-se que os níveis de endividamento das empresas tendem a não refletir em melhor desempenho econômico. A razão disso, no contexto brasileiro, pode ser as altas taxas de juros na economia e o efeito dos financiamentos nos indicadores de rentabilidade ser anulado pela despesa financeira. O indicador MTB tende a afetar negativamente o desempenho econômico das empresas, pois empresas em processos de F&A podem sinalizar que as expectativas de crescimento ainda não se materializaram, revelando essa relação negativa.

As variáveis de controle relacionadas ao negócio não foram estatisticamente significativas. Em uma F&A que envolve empresas-alvo de capital aberto, são exigidas informações superiores sobre a F&A em relação a empresas-alvo de capital privado. Isso pode fazer com que os gestores envolvidos nesse processo concretizem esses negócios com projeções sobre os resultados da F&A que podem não se concretizar, para evitar exposição no mercado de capitais por uma desistência de uma F&A anteriormente anunciada (Conn et al., 2005; Muehlfeld et al., 2011). Esperava-se que o coeficiente associado à variável PUBTARG fosse negativo e estatisticamente significativo. Isso não ocorreu neste trabalho possivelmente pela baixa quantidade de F&A ocorridas com empresas-alvo de capital aberto.

Em contrapartida, esperava-se que empresas envolvidas em F&A do mesmo setor apresentassem um desempenho operacional superior, pois, normalmente, uma F&A desse tipo poderia levar a ganhos operacionais relacionados à escala, por exemplo. Esperava-se, ainda, que F&A de valores elevados afetasse negativamente o desempenho operacional das empresas adquirentes, pois poderia revelar que valores significativos indicassem sobrevalorização pela F&A, o que poderia afetar os ganhos de sinergia. No entanto, os coeficientes associados a essas variáveis não foram significativos, sugerindo que os valores envolvidos nas transações estavam alinhados com a expectativa de benefícios econômicos.

Para responder às hipóteses H₃ e H₄ deste artigo, a Tabela 7 apresenta os coeficientes associados à Eq. 7, que analisa a influência das práticas de GRA no desempenho de mercado das empresas adquirentes em F&A.

Quando as variáveis dependentes foram aquelas que representam o desempenho de mercado, VMTB, VQT e RET, a variável de interesse, GRA, não foi estatisticamente significativa, independentemente de a comparação ser com 1 ou 2 anos após as F&A. Assim, pode-se concluir que as práticas de GRA não afetaram o desempenho de mercado após as F&A, conforme a Tabela 7, rejeitando a hipótese H₃ apresentada neste artigo.

Os resultados apresentados na Tabela 8 demonstram que as práticas de GRR não influenciam as variáveis utilizadas neste artigo, MB, QT e RET, para medir o desempenho de mercado. A consequência é a rejeição da hipótese H₄.

Tabela 8*Coefficientes da Eq. 7 – Teste da hipótese H₄ – Desempenho de mercado*

Variáveis	VMTB ¹	VQT ¹	RET ¹	VMTB ²	VQT ²	RET ²
GRR	-11,460	0,275	0,123	-9,301	0,196	0,028
LNDEAL	0,339	-0,111**	-0,047	0,665	-0,110**	-0,040
PUBTARG	2,628	0,409	0,699**	-0,312	0,072	0,350**
ENDIV	33,512*	1,473**	-0,429	32,934*	1,509**	-0,437
FCO	-63,090	2,895**	1,774**	-68,555*	2,042*	1,500*
STR	4,349	0,282**	0,196*	3,363	0,292	0,199
PIB	0,621	0,062**	0,015	0,494	0,045	-0,018
Intercepto	12,021	-0,233	0,271	-8,852	-0,345	0,251
Teste VIF ³	2,05	2,00	2,08	2,05	2,00	2,08
Teste reset	250,76***	45,96***	5,34***	603,25***	54,66***	0,04
R ² ajustado	0,499	0,430	0,243	0,507	0,421	0,175
Obs.	195	212	174	195	212	174

Eq. 7: $\Delta Syn(M)_i = \beta_0 + \beta_1 GR_{Ai} + \beta_2 Ln(deal)_i + \beta_3 PubTarg_i + \beta_4 ENDIV_i + \beta_5 FCO_i + \beta_6 STR_i + \beta_7 PIB_i + \varepsilon_i$

Nota: As variáveis estão descritas nas Tabelas 4 e 6.

VIF = variance inflation factor.

¹ Variação do desempenho calculado entre o ano posterior e o ano anterior; ² Variação do desempenho calculado entre o segundo ano após a fusão e aquisição e o ano anterior;

³ Teste médio com controle por setor.

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Esses resultados não estão condizentes com os trabalhos internacionais que pesquisaram as práticas de GR em períodos que antecedem as F&A, especialmente Farooqi et al. (2017), Huang et al. (2019) e Louis (2004). No entanto, considerando que esse desempenho é medido comparando períodos posteriores em relação ao período anterior às F&A da mesma empresa, é possível que as práticas de GR tenham sido detectadas pelo mercado e refletidas nos indicadores utilizados neste artigo e, por isso, a relação negativa esperada não foi encontrada.

De modo geral, dentre as variáveis de controle, há uma tendência de o mercado avaliar positivamente o FCO e o endividamento das empresas em processos de F&A, com impactos positivos no MTB e no QT. Apesar disso, os resultados apontados na Tabela 4 revelaram que essas métricas foram menores após as F&A quando comparadas ao período anterior às F&A.

Em contrapartida, as empresas-alvo de capital aberto não afetam significativamente o desempenho de mercado, possivelmente devido ao pequeno número desse tipo de empresa na amostra. De igual forma, o tamanho do negócio, a ocorrência de F&A no mesmo setor e o PIB não afetam significativamente o desempenho de mercado das empresas adquirentes estudadas neste artigo.

5. TESTES ADICIONAIS

Visando verificar se os resultados apresentados permanecem similares mesmo utilizando as *proxies* de GRA e GRR em módulo, as Eqs. 6 e 7 foram reestimadas considerando essa mudança. Com relação ao desempenho econômico, os coeficientes relativos ao GRA e ao GRR em módulo não permaneceram similares nem mesmo apresentaram significância estatística. Isso pode ter ocorrido devido à presença de *proxies*

de GRA e GRR negativas, o que evidencia o interesse em reduzir os resultados. Assim, quando houve a transformação em módulo, isso modificou os resultados. Ressalta-se, porém, que essa alteração analisa a amplitude do GR, e não a intenção de gerenciar os resultados, quando se analisam as *proxies* de GR em seus valores reais. Com relação ao desempenho de mercado, os coeficientes relativos às *proxies* de GRA e GRR em módulo também permaneceram similares e não foram estatisticamente significativos.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste artigo foi verificar as relações entre as estratégias de GR das empresas envolvidas em F&A e o desempenho econômico e de mercado das empresas adquirentes após as operações de F&A no Brasil, no período de 2010 a 2021. Para atingir esse objetivo, foram utilizadas 233 F&A ocorridas nesse período, completadas por 89 empresas adquirentes.

Os resultados apontaram que o desempenho econômico médio das empresas adquirentes no período pós-F&A, representado pelos indicadores ROA, retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), MB, MO, ML e GA, teve queda em relação ao ano anterior às F&A. Da mesma forma, o desempenho médio de mercado, representado pelos indicadores MTB e QT, teve redução no ano seguinte às F&A. As diferenças no desempenho econômico e de mercado entre o ano posterior e o ano anterior às F&A foram estatisticamente significativas, revelando que o ganho de sinergia econômica e de mercado não ocorreu no ano seguinte às F&A.

As práticas de GRA e GRR adotadas pelos gestores das empresas adquirentes no ano anterior às F&A reduziram as variáveis que representaram a sinergia econômica. As implicações práticas e acadêmicas desses resultados revelam aos interessados na empresa objeto de F&A que o ganho de sinergia esperado pode não ocorrer devido a atitudes e interesses dos gestores, corroborando os conceitos da teoria de agência. Do ponto de vista acadêmico, esse fato traz evidências nacionais que corroboram os resultados apresentados no contexto internacional, mesmo considerando as diferenças institucionais e de mercado do Brasil em relação a outros contextos mundiais.

Em contrapartida, o desempenho de mercado não sofreu influência negativa das práticas de GR, apesar da queda no período seguinte às F&A, quando comparado com o período anterior às F&A. Uma leitura possível, a partir desses resultados, é que os participantes do mercado de capitais podem ter percebido que as empresas adquirentes gerenciaram seus resultados contábeis e anteciparam esse movimento, fazendo ajustes nos preços das ações dessas empresas. Esse ajuste afetou as métricas de desempenho de mercado estudadas neste artigo; por isso, não se detectou relação com as *proxies* de GR. Contudo, essa leitura carece de evidências empíricas que podem ser exploradas em pesquisas futuras.

É importante destacar que a falta de informações contábeis dificulta a análise do desempenho após as F&A das empresas adquirentes em um período mais longo, uma vez que a sinergia esperada entre as empresas objeto de F&A pode ocorrer em um período superior ao estudado neste artigo, devido às possíveis dificuldades de integração entre essas empresas. Além disso, outras métricas de desempenho, como ganhos tributários e/ou ganhos de *market share*, e outros fatores, como a troca de CEO após as F&A, também podem ser explorados em futuras pesquisas.

REFERÊNCIAS

- Allen, E., Larson, C., & Sloan, R. (2013). Accrual reversals, earnings and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 113-129. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.002>
- Angeli, A. P., Rebehly, P. C. P. W., Salgado, A. P., Júnior, Sardelari, J. R., Júnior, & Boranetti, C. R., Filho. (2024). Avaliação do comportamento dos bancos brasileiros em transações de fusão e aquisição. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 35(91), 1-18. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231747.pt>
- Antonio, M. O. M., Monte-Mor, D. S., Brugni, T. V., Avelino, B. C., & Nossa, V. (2023). Gerenciamento de resultados por accruals e por decisões operacionais em fusões e aquisições no Brasil. *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*, 42(2), 19-33. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v42i2.59768>
- Antunes, M. T. P., & Martins, E. (2007). Capital intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(1), 5-21. https://arquivo.anpad.org.br/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=9&cod_edicao_subsecao=30&cod_edicao_trabalho=456
- Banseh, M. Y., & Khansalar, E. (2016). The impact of the UK Corporate Governance Code 2010 on earnings management around mergers and acquisitions. *International Journal of Economics and Finance*, 8(2), 1-18. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n2p1>
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362. <https://doi.org/10.2307/2331418>
- Bertrand, O., & Betschinger, M-A. (2012). Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 40(3), 413-437. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2011.11.003>
- Boina, T. M., & Macedo, M. A. S. (2018). Capacidade Preditiva de accruals antes e após as IFRS no mercado acionário brasileiro. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 29(78), 375-389. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806300>
- Bonfim, E. T., & Callado, A. L. C. (2016). Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. *Contabilidade Vista e Revista*, 27(3), 105-123. <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/3044>
- Borodin, A., Sayabek Z. S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34-47. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/3>
- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, 633-670. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02091.x>
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. B. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902009000200007>
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. B. (2010). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 69-99. <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/816>
- Campa, D., & Hajbaba, A. (2016). Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings manage. *International Review of Financial Analysis*, 44, 56-64. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.008>

- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Conn, R. L., Cosh A., Guest, P. M., & Hughes, A. (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 815-870. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00615.x>
- Cumming, D., Jindal, V., Kumar, S., & Pandey, N. (2023). Mergers and acquisitions research in finance and accounting: Past, present, and future. *European Financial Management*, 29(5), 1464-1504. <https://doi.org/10.1111/eufm.12417>
- Damodaran, A. (2005). The value of synergy. <https://doi.org/10.2139/ssrn.841486>
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50, 275-334. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>
- El Hajjar, S., Menassa, E., & Kassamany, T. (2023). An exploratory study of US acquirers' market performance: Pre-versus post-Sarbanes-Oxleyact of 2002. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(2), 268-299. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2020-0246>
- Ellahie, A., Hshieh, S., & Zhang, F. (2025). Measuring the quality of mergers and acquisitions. *Management Science*, 71(1), 779-802. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.01225>
- Erickson, M., & Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 149-176. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00008-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00008-7)
- Eulerich, M., Kopp, R., & Fligge, B. (2022). Mergers and acquisitions research. A bibliometric analysis. *European Management Journal*, 40, 832-846. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2022.09.006>
- Farooqi, J., Ngo, T., & Jory, S. (2017). Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions. *Review of Accounting and Finance*, 16(3), 322-347. <https://doi.org/10.1108/RAF-12-2014-0132>
- Fasipe, O., & Sun, H. L. (2020). Real activities manipulation in stock-for-stock mergers. *Journal of Economics and Finance*, 44(3), 570-586. <https://doi.org/10.1007/s12197-019-09500-9>
- Fischer, M. (2017). The source of financing in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, 227-239. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.01.003>
- Frezatti, F. (1998). Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. *Caderno de Estudos FIPECAFI*, 10(19), 57-69. <https://doi.org/10.1590/S1413-92511998000300005>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Gunny, A. K. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27, 855-888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>

- Heron, R., & Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(1), 137-155. <https://doi.org/10.2307/3594998>
- Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 44-70. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.001>
- Hribar, D. W., & Collins, P. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Huang, W., Goodell, J. W., & Zhang, H. (2019). Pre-merger management in developing markets: The role of earnings glamor. *International Review of Financial Analysis*, 65, 1-25. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101375>
- Ismail, T. H., Abdou, A. A., & Annis, R. M. (2011). Review of literature linking corporate performance to mergers and acquisitions. *The Review of Financial and Accounting Studies*, 1, 89-104. <https://ssrn.com/abstract=1335509>
- Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00090.x>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 74, 121-148. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.004>
- Malik, M. F., Anuar, M. A., Khan, S., & Khan, F. (2014). Mergers and acquisitions: A conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 520-533. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v4i2.6623>
- Malikov, K. T., & Zalata, A. M. (2024). Earnings management by acquiring firms in cash mergers. *Accounting and Business Research*, 1-30. <https://doi.org/10.1080/00014788.2023.2288567>
- Malta, T. L., & Camargos, M. C. (2016). Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. *REGE - Revista de Gestão*, 23, 52-62. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2015.09.001>
- Mantravadi, P., & Reddy, A. V. (2008). Post-merger performance of acquiring firms from different industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22. <https://ssrn.com/abstract=1317757>
- Meng, B., & Vijh, A. M. (2021). Stock merger activity and industry performance. *Journal of Banking & Finance*, 129. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106160>
- Miranda, S. S., Filho, Carvalho, J. F., Rech, I. J., & Carmo, C. H. S. (2024). Associação entre gerenciamento de resultados e F&A realizadas por empresas adquirentes da B3. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 35(4), 115-14. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106160>
- Motta, L. F. J., Oliveira, P. V. C., Cavazotte, F. S. C. N., & Klotzle, M. C. (2013). Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. *Revista de Administração – FACES*, 12(4), 100-119. <https://revista.fumec.br/index.php/facesp/article/view/1827>
- Muehlfeld, K., Weitzel, U., & Witteloostuijn, A. (2011). Mergers and acquisitions in the global food processing industry in 1986-2006. *Food Policy*, 36(4), 466-479. <https://doi.org/10.1016/j.foodpol.2011.05.002>
- Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2007). Corporate governance and the returns to acquiring firms' shareholders: An international comparison. *Managerial and Decision Economics*, 28, 879-896. <https://doi.org/10.1002/mde.1365>

- Mughal, A., Tao, Q., Sun, Y., & Xiang, X. (2021). Earnings management at target firms and the acquirers' performance. *International Review of Economics and Finance*, 72, 384-404. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.12.011>
- Novaes, P. V. G., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2022). Is there really synergy creation after M&A? Evidence from Brazil under the life cycle approach. *Contaduría y Administración*, 67(1), 68-89. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2022.2991>
- Pimenta, M. M. (2024). As mudanças na discricionariedade contábil afetam o gerenciamento de resultados? Evidência internacional. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 17(3), 11-25. <https://doi.org/10.14392/asaa.2024170302>
- Rao-Nicholson, R., Salaber, J., & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373-387. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.024>
- Reis, E. M., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar divulgar perdas: um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 247-260. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501070>
- Roll, R. (1986). The Hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59, 197-216. <https://doi.org/10.1086/296325>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Sudarsanam, S., & Mahate, A. A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1-2), 299-342. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00494>
- Tampakoudis, I., & Anagnostopoulou, E. (2020). The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 1865-1875. <https://doi.org/10.1002/bse.2475>
- Verma, S. K., & Kumar, S. (2024). Fractal dimension analysis of financial performance of resulting companies after mergers and acquisitions. *Chaos, Solitons & Fractals*, 181, 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.chaos.2024.114683>
- Vieira, L. B., Brito, S. S., Santana, J. R. B., Sanches, S. L. R., & Galdamez, E. V. C. (2017). Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE – Revista de Gestão*, 24, 235-246. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2016.08.003>
- Yeh, T.-M., & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14(3), 347-366. [https://doi.org/10.1016/S0922-1425\(01\)00081-0](https://doi.org/10.1016/S0922-1425(01)00081-0)
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. *The Accounting Review*, 87(42), 675-703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>
- Zhang, Z. (2015). Under-performance of listed companies, real earnings management and M&A: Chinese empirical evidence. *Journal of Industrial Engineering and Management*, 8(2), 322-334. <https://doi.org/10.3926/jiem.1330>

DECLARAÇÃO DE CONTRIBUIÇÃO DOS AUTORES

Elizio Marcos dos Reis

Conceituação: líder;
Investigação: líder;
Metodologia: líder;
Recursos: líder;
Software: líder;
Redação – rascunho original: líder;

Wagner Moura Lamounier

Análise formal: apoio;
Metodologia: apoio;
Supervisão: líder;
Visualização: líder;
Redação – rascunho original: apoio;
Redação – revisão e edição: líder.

DECLARAÇÃO DE CONFLITO DE INTERESSE

Os autores declaram não haver conflito de interesse.

DECLARAÇÃO DE DISPONIBILIDADE DE DADOS

Todo o conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo pode ser disponibilizado a partir de solicitação aos autores.

DECLARAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE IA

Os autores declaram que utilizaram inteligência artificial generativa nas seguintes etapas de produção deste manuscrito:

- Tradução: ChatGPT.

Os autores também declaram que, independentemente do uso das ferramentas acima citadas, todo o conteúdo gerado foi supervisionado, verificado e validado criticamente por humanos. Os autores assumem total e exclusiva responsabilidade pela precisão dos dados, integridade das fórmulas matemáticas/estatísticas, originalidade do texto e pelas conclusões apresentadas no artigo publicado.

Este preprint foi submetido sob as seguintes condições:

- Os autores declaram que os necessários Termos de Consentimento Livre e Esclarecido de participantes ou pacientes na pesquisa foram obtidos e estão descritos no manuscrito, quando aplicável.
- Os autores declaram que a elaboração do manuscrito seguiu as normas éticas de comunicação científica.
- Os autores declaram que estão cientes que são os únicos responsáveis pelo conteúdo do preprint e que o depósito no SciELO Preprints não significa nenhum compromisso de parte do SciELO, exceto sua preservação e disseminação.
- Os autores declaram que os dados, aplicativos e outros conteúdos subjacentes ao manuscrito estão referenciados.
- O manuscrito depositado está no formato PDF.
- Os autores declaram que a pesquisa que deu origem ao manuscrito seguiu as boas práticas éticas e que as necessárias aprovações de comitês de ética de pesquisa, quando aplicável, estão descritas no manuscrito.
- Os autores declaram que uma vez que um manuscrito é postado no servidor SciELO Preprints, o mesmo só poderá ser retirado mediante pedido à Secretaria Editorial do SciELO Preprints, que afixará um aviso de retratação no seu lugar.
- Os autores concordam que o manuscrito aprovado será disponibilizado sob licença [Creative Commons CC-BY](#).
- O autor submissor declara que as contribuições de todos os autores e declaração de conflito de interesses estão incluídas de maneira explícita e em seções específicas do manuscrito.
- Os autores declaram que o manuscrito não foi depositado e/ou disponibilizado previamente em outro servidor de preprints ou publicado em um periódico.
- Caso o manuscrito esteja em processo de avaliação ou sendo preparado para publicação mas ainda não publicado por um periódico, os autores declaram que receberam autorização do periódico para realizar este depósito.
- O autor submissor declara que todos os autores do manuscrito concordam com a submissão ao SciELO Preprints.