

Investor Sentiment e o gerenciamento de resultados de adquirentes Stock-for-Stock

Alexandre Esteves[†]

Pedro Piccoli[‡]

Resumo: Este artigo analisa a relação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados por *accruals* em empresas adquirentes dos Estados Unidos, na modalidade *Stock-for-Stock* (troca de ações), no período que antecede o anúncio de aquisição. A associação entre o índice de sentimento do investidor de Baker e Wurgler e os *accruals* anormais evidencia uma relação significativa em períodos de baixo sentimento (mercado pessimista), enquanto não se observa qualquer relação significativa em momentos de maior otimismo. De modo geral, os resultados indicam que o gerenciamento de resultados contábeis em aquisições *Stock-for-Stock* é condicionado ao sentimento do mercado, manifestando-se principalmente em períodos de pessimismo. Esses achados são sustentados pela Teoria do Prospecto, que sugere que, diante da incerteza e da percepção de perdas, gestores tendem a assumir riscos (entre eles, o gerenciamento de resultados), para atenuar a visão negativa dos acionistas sobre a empresa.

Palavras-chave: sentimento do investidor; gerenciamento de resultados; atividades de M&A; fusões e aquisições.

Código JEL: G10, G34, M41.

1. Introdução

Embora os primeiros estudos sobre o gerenciamento de resultados remontem à década de 1980 (Healy, 1985; DeAngelo, 1986; Schipper, 1989), o tema continua sendo considerado atual. Um indicativo disto é um levantamento realizado na base de dados Scopus®, que identificou pouco mais de 5.300 artigos em língua inglesa, publicados entre 1985 e 2024. Contudo, grande parte destas publicações ocorreu em período recente: 475 em 2022, 472 em 2023, e 651 em 2024. O gerenciamento de resultados pode ser definido como a prática de intervenção deliberada nos valores financeiros reportados, seja por decisões contábeis ou de negócios, com o objetivo de gerar benefícios para os gestores, muitas vezes em detrimento dos

[†] Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC-PR). E-mail do autor: alexandre.esteves.scs@gmail.com

[‡] Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC-PR). E-mail do autor: pedro.r.piccoli@gmail.com

interesses de acionistas, credores ou outras partes interessadas (Schipper, 1989; Roychowdhury, 2006; Scott, 2015).

Há diversas motivações para o gerenciamento de resultados, como as expectativas de acionistas e investidores, aspectos contratuais, características das empresas e de seus agentes, além do ambiente econômico e regulatório, entre outros (Scott, 2015; Callao, Jarne e Wroblewski, 2021). As atividades de M&A (mergers & acquisitions; ou “fusões e aquisições”) configuram-se como circunstâncias especiais para essa prática, trazendo diferentes incentivos para os gestores das companhias adquiridas e adquirentes. Essas motivações variam conforme o papel da empresa na transação (se adquirente ou alvo), o tipo de pagamento predominante (ações, dinheiro, dívida etc.), entre outros fatores.

A literatura sobre o gerenciamento de resultados em torno das atividades de M&A destaca, sobremaneira, o uso de *accruals* pelas empresas adquirentes que adotam o método de pagamento *Stock-for-Stock* (Erickson e Wang, 1999; Louis, 2004; Gong, Louis e Sun, 2008; Higgins, 2013; Karim, Sarkar e Zhang, 2016; Botsari e Meeks, 2008). Nesse tipo de transação, o pagamento pela empresa-alvo ocorre majoritariamente com ações da adquirente. A motivação para o gerenciamento de resultados, nesse contexto, é buscar a valorização das ações no mercado de capitais por meio da publicação de resultados melhorados nos períodos anteriores ao anúncio da aquisição. Com o preço das ações artificialmente elevado, a empresa adquirente poderia utilizar uma quantidade menor de ações no acordo, reduzindo, assim, o custo relativo da aquisição.

Por outro lado, pesquisas sobre gerenciamento de resultados de empresas adquirentes que não especificam o método de pagamento apresentam conclusões contraditórias. Algumas, ao incluir empresas com diferentes formas de pagamento em M&As, não identificam práticas de gerenciamento de resultados (Eddey e Taylor, 1999; Heron e Lie, 2002; Koumanakos, Siriopoulos e Georgopoulos, 2005), enquanto outras as identificam (Hamza e Lakhal, 2010; Chen, Liu e Chen, 2014). Além disso, estudos focados em aquisições pagas majoritariamente em dinheiro indicam que não há relação com o gerenciamento de resultados (Erickson e Wang, 1999; Botsari e Meeks, 2008; Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen, 2017).

Uma vez evidenciado o gerenciamento de resultados em empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, esse campo de pesquisa começou a ganhar delineamentos mais claros e amplos a partir da segunda metade da década de 2000. Destacam-se, por exemplo, os estudos sobre os incentivos que promovem o gerenciamento de resultados em aquisições *Stock-for-Stock*, como ilustrado pela pesquisa 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.

Com o objetivo de entender melhor o fenômeno do gerenciamento de resultados nas empresas adquirentes *Stock-for-Stock* nos períodos antecedentes ao anúncio de aquisição, o presente estudo associa as expectativas dos investidores à manipulação dos resultados nessas circunstâncias. Embora as expectativas dos investidores possam ser representadas de diversas formas (como a supervalorização das ações ou a atenção do investidor, por exemplo), a pesquisa adota o sentimento do investidor como variável para a análise.

De acordo com Baker e Wurgler (2006, 2007), 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, variando entre patamares mais altos (otimistas) e mais baixos (pessimistas).

Esse sentimento é frequentemente associado de forma significativa e positiva ao gerenciamento de resultados por *accruals*, especialmente em pesquisas que observam a atividade recorrente das empresas, independentemente de eventos específicos como M&A ou IPO. Ou seja, quanto maior o otimismo, maiores são os níveis de gerenciamento por *accruals*; o que pode ser explicado pelo fato do otimismo reduzir os níveis de escrutínio e auditoria por parte dos investidores (Ali e Gurun, 2009; Simpson, 2013).

Assim como o gerenciamento de resultados nas empresas adquirentes *Stock-for-Stock* está associado a incentivos específicos que o potencializam, como abordado anteriormente, o presente estudo contribui à literatura ao analisar o papel do sentimento do investidor como um incentivo adicional à manipulação de resultados nessas circunstâncias.

Considerando a literatura que evidencia o gerenciamento de resultados nas empresas adquirentes em transações *Stock-for-Stock* (Erickson e Wang, 1999; Louis, 2004; Gong, Louis e Sun, 2008; Higgins, 2013; Karim, Sarkar e Zhang, 2016; Botsari e Meeks, 2008), e os estudos que endereçam fatores adicionais que incentivam ou limitam este fenômeno (Baik *et al.*, 2015; Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen, 2017; Kassamany, Ibrahim e Archbold, 2017; Khlifi e Zouari, 2021; Ramalingegowda, Utke e Yu, 2021), verifica-se que é escassa a literatura que relaciona os estímulos do mercado de capitais no gerenciamento de resultados sob as circunstâncias apontadas. Neste contexto, destacam-se as pesquisas de Louis e Sun (2016) sobre a preferência das empresas adquirentes gerenciadoras de resultado pelos anúncios às sextas-feiras; e os estudos de Botsari e Meeks (2018), que evidenciam maior manipulação de resultados por *accruals* nos períodos em que o retorno anormal das ações é mais pronunciado.

No entanto, não existem estudos conhecidos que investigam o impacto do sentimento do investidor no gerenciamento de resultados das empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, sendo este o *gap* teórico da presente pesquisa.

Para o presente estudo, considerou-se o mercado norte-americano, com foco em empresas adquirentes sediadas nos Estados Unidos e listadas na NYSE e NASDAQ¹. Esta escolha se justifica pelo ineditismo do tema, inclusive nesse ambiente de negócios, que é o mais destacado nas pesquisas sobre o assunto. Além disso, os Estados Unidos são o maior mercado do mundo. De acordo com dados de 2023, dos US\$ 2,49 trilhões transacionados globalmente em atividades de M&A, US\$ 1,48 trilhões vêm das transações realizadas nesse país².

Adicionalmente, algumas evidências empíricas sugerem a necessidade de um aprofundamento na compreensão do papel do sentimento do investidor nesse contexto. Em situações recorrentes, é observado que o sentimento do investidor exerce uma influência positiva no gerenciamento de resultados por *accruals* (Ali e Gurun, 2009; Simpson, 2013). No entanto, a atividade de M&A se distingue por não ser um evento recorrente, tratando-se de um marco peculiar no ciclo de vida das empresas, com o potencial de alterar significativamente sua estrutura, operações e desempenho (Travlos, 1987; Callao, Jarne e Wroblewski, 2021). Além disso, os investidores frequentemente demonstram uma preocupação elevada com a seleção adversa associada a essas transações, reagindo de forma negativa aos anúncios de aquisições (Travlos, 1987; Servaes, 1991; Smith e Kim, 1994), especialmente quando a transação envolve uma troca de ações (Asquith, Bruner e Mullins, 1990; Emery e Switzer, 1999).

No campo da aplicação, este estudo contribui para o entendimento dos processos de M&A e da formação dos valores das transações. Visa auxiliar reguladores, no desenvolvimento de políticas para maior transparência nestes eventos; auditores, na identificação de situações de maior pressão para manipulação de resultados; investidores, na melhor compreensão das oscilações de preços das ações; e gestores, ao alertá-los sobre os riscos do gerenciamento de resultados em aquisições *Stock-for-Stock*.

2. Literatura relacionada

2.1 Gerenciamento de resultados de empresas adquirentes

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

² Informações obtidas *on-line* nas fontes:

<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> , e

<https://www.statista.com/statistics/520772/value-of-merger-transactions-by-target-country/>

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. Scott (2015) atualizou o conceito, ao descrever o fenômeno como um conjunto de escolhas promovidas pelos gestores, tanto de políticas contábeis como de atividades reais³, as quais afetam os resultados da empresa de forma intencional, para se atingir determinados objetivos. Ao passo em que alguns estudos sobre o gerenciamento de resultados se tornaram notórios por seus métodos de detecção amplamente aceitos (Healy, 1985; DeAngelo, 1986; Jones, 1991; Dechow, Sloan e Sweeney, 1995; Burgsthaler e Dichev, 1997; Kothari, Leone e Wasley, 2005), outros enveredaram pela evidência de suas motivações (DeFond e Jiambalvo, 1994; Teoh, Welch e Wong, 1998; Bergstrasser e Philippon, 2006), e de seus limitantes (Becker *et al.*, 1998; Leuz, Nanda e Wysocki, 2003; Xie, Davidson III e DaDalt, 2003).

Entre as motivações do gerenciamento de resultados, destacam-se aquelas relacionadas ao mercado de capitais, cuja ideia geral é a de que os gestores inflam os lucros para atender ou superar as expectativas dos investidores (Scott, 2015). Tais motivações do mercado de capitais podem estar associadas a eventos específicos, como por exemplo: as ofertas de ações (Rangan, 1998; Teoh, Welch e Wong, 1998; Cohen e Zarowin, 2010) e as atividades de M&A (Christie e Zimmerman, 1994; Erickson e Wang, 1999); mas também aos eventos contínuos (recorrentes), como é o caso da busca das companhias em superar o *forecast* de analistas (Skinner e Sloan, 2002; Bergman e Roychowdhury, 2008), e o próprio sentimento do investidor (Ali e Gurun, 2009; Brown *et al.*, 2012; Simpson, 2013).

Especificamente sobre o gerenciamento de resultados acerca das atividades de M&A, destacam-se os estudos sobre as empresas adquirentes envolvidas em transações *Stock-for-Stock* (Erickson e Wang, 1999; Louis, 2004; Botsari e Meeks, 2008); sobre a manipulação de resultados em empresas-alvo, que inflam os lucros para atrair compradores e garantir bônus executivos (Christie e Zimmerman, 1994; Easterwood, 1998; Anagnostopoulou e Tsekrekos, 2015); e sobre a manipulação para redução de lucros nas transações de *Managerial Buyouts* (MBOs)⁴ para facilitar a aquisição da empresa pela gestão atual (Perry e Williams, 1994; Mao e Renneboog, 2015).

³ 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”.

⁴ MBO (*Managerial Buyout*) são atividades de M&A em que a gestão atual de uma empresa realiza a aquisição do controle da mesma.

O estudo de Erickson e Wang (1999) é considerado seminal na evidência do gerenciamento de resultados de empresas adquirentes em transações *Stock-for-Stock* em períodos antecedentes ao anúncio de aquisição, através de uma amostra com 55 transações de M&A. Posteriormente, Louis (2004) confirmou tais evidências, e demonstrou também a queda subsequente nos preços das ações, após o período de efetivação da aquisição.

Botsari e Meeks (2008) replicaram os estudos conduzidos por Erickson e Wang (1999) no mercado do Reino Unido (UK), analisando acordos de M&A ocorridos entre 1997 e 2001, majoritariamente pagos com trocas de ações. Os resultados indicaram gerenciamento de resultados até um ano antes do anúncio da aquisição. As descobertas de Erickson e Wang (1999) e Botsari e Meeks (2008) foram corroboradas posteriormente por Lee *et al.* (2008), que examinou o fenômeno no setor de telecomunicações, entre 1990 e 2006.

Os estudos acima destacados também foram replicados, e suas evidências corroboradas, em diferentes países, como por exemplo: o Canadá (Francoeur, Bem-Amar e Rakoto, 2012), o Japão (Higgins, 2013), países da Europa (Alsharairi, Black e Hofer, 2015), a China (Lennox, Wang e Wu, 2018) e a Coreia do Sul (Kim, Lee e Park, 2022). Também há destaque para o estudo *cross-country* de Karim, Sarkar e Zhang (2016), envolvendo trinta países, com observações entre os anos de 2004 e 2015. Além da detecção do gerenciamento de resultados de empresas adquirentes antes do anúncio de aquisição, foi evidenciada uma correlação negativa entre a proteção do investidor e os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals*.

Ao passo em que as descobertas de Erickson e Wang (1999) foram avaliadas mundialmente, a pesquisa sobre o tema se expandiu em termos de melhor delineamento dos fatores que potencializam ou mitigam o fenômeno. Gong, Louis e Sun (2008) demonstraram que o gerenciamento de resultados antes de aquisições *Stock-for-Stock* está associado às ações judiciais de investidores após o período de aquisição, uma vez que tais investidores experimentaram queda no desempenho das companhias. Mais tarde, Alsharairi e Salama (2012) descobriram que o fenômeno é mais pronunciado em empresas com menor alavancagem financeira.

Zhu e Lu (2013) evidenciaram o gerenciamento de resultados por meio de atividades reais em empresas adquirentes que utilizam troca de ações, com foco em empresas maiores, práticas de vendas e superprodução. A amostra incluiu 12.899 empresas de 386 setores, no período de 1987 a 2005. Esses resultados foram corroborados por Chang e Pan (2020), que observaram práticas semelhantes antes do anúncio de aquisições, e por Fasipe e Sun (2020), que destacaram a redução de *accruals* discricionários como forma de manipulação.

Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen (2017) investigaram o fenômeno antes e após a implementação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) nos Estados Unidos (2002), e seus resultados demonstram uma alteração no comportamento dos gerenciamento de resultados, não quanto à sua extinção pós-SOX, mas quanto à antecipação da prática em 1 (um) trimestre. Analogamente, Kassamany, Ibrahim e Archbold (2017) estudaram o impacto do Relatório Higgs⁵ (2009) no Reino Unido, descobrindo que o gerenciamento de resultados baseado em *accruals* nas circunstâncias descritas foi reduzido, ao passo em que a manipulação por atividades reais foi acrescida.

Em relação aos estímulos do mercado de capitais, destacam-se os estudos de Louis (2013), que comparou aquisições de empresas-alvo listadas e não listadas na bolsa de valores dos Estados Unidos, e descobriu um sobrepreço médio nas ações das empresas-alvo não listadas. Resultados semelhantes foram obtidos no mercado europeu por Alsharairi *et al.* (2015).

Posteriormente, Louis e Sun (2016) verificaram que os adquirentes *Stock-for-Stock* que se envolvem em gerenciamento de resultados, mantém uma tendência de realizar o anúncio de aquisição nas sextas-feiras, e concluir o acordo mais rapidamente que outras empresas.

Destaca-se também o artigo de Botsari e Meeks (2018), que evidenciaram maior gerenciamento de resultados por *accruals* de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* em períodos de pré-anúncio, no que os autores chamaram de “mercados aquecidos”; ou seja, períodos caracterizados por maior retorno anormal das ações das adquirentes.

Além da literatura que evidencia o gerenciamento de resultados de empresas adquirentes em transações *Stock-for-Stock*, há outros estudos que endereçam o gerenciamento de resultados, sem especificar o método de pagamento. Alguns destes estudos não encontram evidências sobre o fenômeno (Eddey e Taylor, 1999; Heron e Lie, 2002; Koumanakos, Siriopoulos e Georgopoulos, 2005; Gonçalves e Coelho, 2019). Contudo, alguns outros evidenciaram o gerenciamento de resultados em empresas adquirentes antes do anúncio da aquisição, como é o caso das pesquisas de Hamza e Lakhali (2010) e de Fakhfakh e Nasfi (2012) no mercado francês; e os estudos de Neffati, Fredj e Schalck (2011) em instituições financeiras norte-americanas.

Alguns estudos endereçaram aspectos mais específicos das atividades de M&A, e obtiveram evidências da manipulação de resultados prévia, sem definir distinções das empresas adquirentes quanto ao método de pagamento. Um destes casos é a pesquisa de Baik *et al.* (2015) na América do Norte, que aponta maior gerenciamento de resultados quando o alvo é de um país com diferenças institucionais significativas. Outros exemplos são a pesquisa de Zhu *et al.*

⁵ O Relatório Higgs, publicado em 2009 no Reino Unido, recomenda práticas de boa governança corporativa e transparências das empresas. É considerado o equivalente ao SOX (EUA), para as empresas do Reino Unido.

(2015) sobre *reverse mergers* (fusões reversas) de companhias americanas adquiridas por empresas chinesas de capital fechado; o estudo de Farooqi, Ngo e Jory (2017) abordando o gerenciamento por atividades reais (ou decisões operacionais); os artigos de Dai *et al.* (2017) e de Ramalingegowda, Utker e Yu (2021) sobre gerenciamento de resultados em *block acquisitions* corporativos (aquisições institucionais de grande parte das ações); e os estudos de Purayil e Lukose (2022) sobre *cross-border M&A* (aquisições transfronteiriças).

2.2 O sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados

O sentimento do investidor refere-se à crença nos fluxos de caixa futuros e nos riscos dos investimentos, que não são explicados por fatos conhecidos (Baker e Wurgler, 2006, 2007). Este sentimento, que pode ser “alto” (otimista) ou “baixo” (pessimista), é geralmente atribuído a investidores individuais, especialmente os *noise traders*, que geram risco adicional ao mercado devido à sua falta de habilidade e experiência, resultando em movimentos irracionais ou distantes dos fundamentos (DeLong *et al.*, 1990). Estudos recentes, no entanto, começaram a associar o sentimento do investidor também ao comportamento de investidores institucionais (Kling e Gao, 2008; Freyboote e Seagraves, 2016).

Normalmente, quando é referido o sentimento do investidor, entende-se que é o chamado *market-wide investor sentiment*; ou seja, as expectativas em relação ao agregado do mercado de capitais, à economia, e ao desempenho das empresas como um todo. Baker e Wurgler (2006, 2007) trouxeram contribuições significativas para a conceituação do fenômeno, bem como para sua detecção: o índice de Baker e Wurgler, que é produto de um modelo fatorial com 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. Ressalta-se que, além do índice de Baker e Wurgler (2006,2007), outras formas de detecção utilizadas são as *proxies* do índice de confiança do consumidor (Bergman e Roychowdhury, 2008) e as buscas textuais (Da, Engelberg e Gao, 2015; Behrendt e Schmidt, 2018).

Ao contrário do *market-wide sentimento*, o *firm-specific investor sentiment* é um fenômeno menos explorado neste campo de estudo, devido à sua natureza recente. Trata-se do sentimento do investidor em relação a empresas específicas, independentemente de suas expectativas em relação ao mercado como um todo. Pode ser detectado por *overnight returns* (variações de preços *close-to-open* das ações) (Aboody *et al.*, 2018), pelo índice de Yang e Zhou

(2016), ou por informações textuais de redes sociais e fóruns de discussão (Anand e Pathak, 2022; Long *et al.*, 2023; Allen *et al.*, 2024).

Apesar da amplitude dos estudos que associaram o sentimento do investidor ao desempenho dos ativos financeiros, poucos são os estudos sobre a influência do sentimento nas decisões empresariais. Neste contexto destacam-se as abordagens da *Catering Theory* dos Dividendos e a do *Market Timing*, ambas com fundamentos nos estudos de Baker e Wurgler (2002, 2004). Posteriormente, surgiram as pesquisas que associam o sentimento do investidor ao gerenciamento de resultados por *accruals*. Ali e Gurun (2009) evidenciaram que os *accruals* anormais aumentam em períodos de alto sentimento e são reduzidos em períodos de baixo sentimento, sendo este representado pelo índice de Baker e Wurgler (2006,2007). Os autores explicam seus achados com o fato de que em períodos mais otimistas, os investidores exercem menos escrutínio das demonstrações financeiras. Simpson (2013) apresenta estudo semelhante; contudo, emprega o *Michigan Consumer Sentiment Index* como *proxy* do sentimento. Seus achados corroboram Ali e Gurun (2009).

Ainda há pesquisas que associam o sentimento do investidor a outros comportamentos oportunistas dos gestores, com destaque para Bergman e Roychowdhury (2008), que demonstram a influência do sentimento do investidor nas decisões de reporte de informações ao mercado; e Brown *et al.* (2012), que analisam como o sentimento do investidor afeta o *disclosure* voluntário e divulgação de resultados *pro forma*.

Apesar das evidências sobre a relação positiva entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados em situações contínuas (recorrentes) das empresas, não há conhecimento até o momento sobre estudos que associam o mesmo ao gerenciamento de resultados em torno de atividades de M&A. Considerando que a atividade de M&A é um evento significativo na vida da empresa adquirente (Travlos, 1987; Callao, Jarne, Wroblewski, 2021), e que gera desconfiança e preocupação nos investidores (Servaes, 1991; Smith e Kim, 1994), especialmente nas aquisições *Stock-for-Stock* (Asquith, Bruner e Mullins, 1990; Emery e Switzer, 1999), entende-se que a relação entre o sentimento do investidor e o gerenciamento de resultados sob estas circunstâncias, poderá ser diversa da evidenciada nas situações recorrentes (contínuas).

Considerando ainda que há maior evidência sobre o gerenciamento de resultados por *accruals* (ao invés do gerenciamento por atividades reais) nas adquirentes em transações *Stock-for-Stock* (ao invés de outros métodos de pagamento), no presente estudo foi testada a 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 anteriores ao anúncio de aquisição.

3. Dados e metodologia

3.1 Amostra

As informações utilizadas na presente pesquisa foram obtidas na plataforma *Eikon Refinitiv – Thomson Reuters*[®], em duas bases de dados distintas: *Universe: Deals* (informações sobre os acordos de aquisição) e *Universe: Public Companies* (informações financeiras das empresas adquirentes). A amostra foi composta pelos acordos de aquisição com as seguintes características:

- Com anúncio de aquisição realizado entre os anos de 2002 e 2023
- Com transações completas
- Realizadas integralmente ou majoritariamente com troca de ações (*Stock-for-Stock*)
- Excluídas as privatizações e as ofertas de recompra de ações
- Consideradas relevantes (aquisições de participações superiores a 20% do capital da empresa-alvo ^{6 7})
- Cujas empresas adquirentes sejam companhias abertas com sede nos EUA, e listadas na NYSE ou NASDAQ, mas não pertencentes ao setor financeiro ou imobiliário
- Independentemente do país-sede da empresa-alvo
- Com disponibilidade dos dados, e possibilidade de terem as informações cruzadas nas duas bases de dados supracitadas.

A amostra final conta com 628 acordos de M&A ao longo de 22 anos (vide Tabela 1), 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

⁶ Embora os EUA não adotem as normas contábeis internacionais do IFRS, no presente estudo admitiu como critério de relevância o exposto na norma IAS 28, sobre a influência significativa na empresa subsidiária a participação acionária igual ou superior a 20%.

anúncio de aquisição. A seguir, na Tabela 1, é demonstrada a distribuição dos 628 acordos de aquisição nos diferentes setores de atividade e anos.

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.

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.

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” (Dechow, Sloan e Sweeney, 1995). Os *accruals* foram estimados para todas as empresas de capital aberto dos Estados Unidos, desde que não-financeiras e não-imobiliárias, 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 ($TACC_{it}$) (vide equação 1).

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

Em que:

$ABACC_{it}$ = *accruals* anormais

$TACC_{it}$ = *accruals* totais

$NACC_{it}$ = *accruals* normais

Os *accruals* totais ($TACC_{it}$) foram calculados pela diferença entre o *EBEI*⁸ (resultado líquido antes dos itens excepcionais) e o *CFO*⁹ (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 antecedente (Louis e Sun, 2016; Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen, 2017). Assim, conclui-se que os *accruals* anormais são representados pelo termo de erro da equação 2, a seguir.

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

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

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

⁸ *EBEI* = *Earnings Before Extraordinary Items* (ou, Lucro Líquido Antes dos Itens Extraordinários), segundo a nomenclatura do *Eikon Refinitiv*®, e literatura auxiliar.

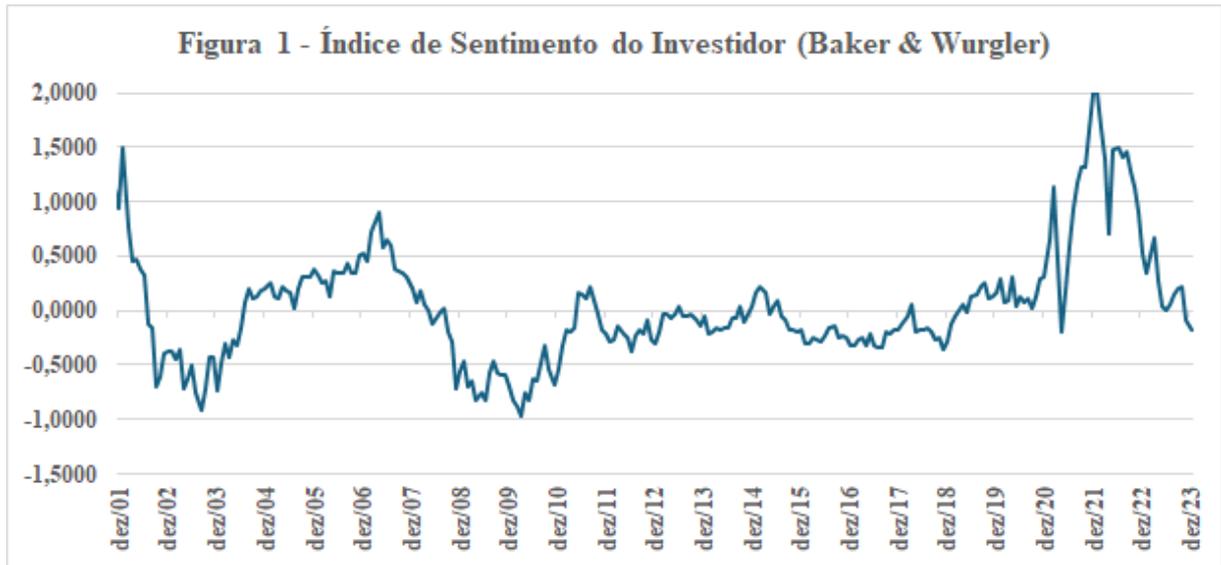
⁹ *CFO* = *Cash Flow from Operations* (ou, Fluxo de Caixa das Operações), segundo o *Eikon Refinitiv*.

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 percentis 2 e 98 de cada extremidade dos dados. A winsorização simultânea das variáveis e dos *accruals* anormais estimados é baseada em Louis e Sun (2016), e fundamenta-se no fato de haver uma quantidade substancial de dados da amostra de 20 anos no mercado norte-americano.

3.2.2 Sentimento do Investidor

O presente estudo representou o *market-wide investor sentiment* através do Índice de Sentimento de Baker e Wurgler (2006, 2007), cujos dados mensais estão publicamente disponíveis *online*¹⁰. Verifica-se que, atualmente, o índice original produzido pelo primeiro componente principal de seis fatores, foi recalculado para admitir somente 5 fatores, que são: (a) prêmio de dividendos, (b) retorno médio do 1º dia dos IPO's, (c) quantidade de IPO's, (d) descontos de fundos mútuo, e (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. Para o presente estudo, foi utilizada a versão ortogonalizada das variáveis, em relação às condições macroeconômicas (Ali e Gurun, 2009; Yu e Yuan, 2011; Brown *et al.*, 2012). A Figura 1 apresenta o índice de sentimento do investidor de Baker e Wurgler (2006, 2007) ao longo do período utilizado no estudo.

¹⁰ Dados disponíveis em: <https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/data/SENTIMENT.xlsx>



Nota: Série Histórica do Índice de Sentimento do Investidor de Baker & Wurgler, de 2001 a 2003, versão ortogonalizada de 5 fatores. Fonte: *website* do Prof. Jeffrey Wurgler (NYU), disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/data/SENTIMENT.xlsx>

Para se investigar a potencial causalidade, foi associado a cada *accrual* anormal estimado, o valor do índice de sentimento do trimestre anterior, calculado com base na média mensal do trimestre (Cohen e Zarowin, 2010; Simpson, 2013). Foram considerados os valores positivos do índice como “alto sentimento” (otimismo), e os valores negativos como “baixo sentimento” (pessimismo) (Baker e Wurgler, 2006, 2007; Ali e Gurun, 2009; Yu e Yuan, 2011; Brown *et al.*, 2012).

3.3 Modelagem dos dados

Seguindo Louis (204), Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen (2015), e Louis e Sun (2016), a modelagem dos dados consistiu em duas etapas sequenciadas: (a) confirmação de evidências anteriores quanto ao gerenciamento de resultados por *accruals* nos trimestres antecedentes ao anúncio de aquisição *Stock-for-Stock*; e (b) associação dos trimestres com *accruals* anormais significativos ao índice de sentimento do investidor defasado em um trimestre.

Para a etapa (a), foram estabelecidos testes de média para os *accruals* de cada um dos quatro trimestres antecedentes, sendo denominados do mais recente para o mais antigo: $t-1$, $t-2$, $t-3$ e $t-4$. Como a acumulação dos *accruals* pode se dar “dosada” para ocorrer em períodos superiores a um único trimestre, especialmente diante de um evento extraordinário como é o caso de uma atividade de M&A (Louis, 2004; Louis e Sun, 2016; Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen, 2017), também foram testados os seguintes períodos acumulados: $ACUMUL_1$ (de $t-$

$t-1$ até $t-2$); $ACUMUL_2$ (de $t-1$ até $t-3$), e $ACUMUL_3$ (de $t-1$ até $t-4$). Os testes realizados foram do tipo “amostra única”, contra o valor referencial de “zero”. Contudo, para a etapa (b), não foram contemplados os períodos acumulados, já que o sentimento de investidor exerceria influência potencial no trimestre posterior somente; e não, em períodos mais alongados.

Como cada um dos quatro trimestres constitui uma amostra particular de *accruals* anormais, cada uma delas foi dividida em duas subamostras: uma, representando os *accruals* nos períodos posteriores ao “alto sentimento”; e a outra, representando os *accruals* em períodos posteriores ao “baixo sentimento”. Por fim, cada uma das 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.

4. Resultados

4.1 Estatística descritiva

Na tabela 2, em seu Painel “A”, é demonstrada a estatística descritiva das variáveis que compõem a estimativa dos *accruals* anormais. Verifica-se, como é esperado, grande heterogeneidade nas medidas apuradas, uma vez que o período amostral é relativamente alto, e o presente estudo não endereça setores de atividade em específico. Também é esperado que a variável LTA_i apresente extremos de máximo e mínimo superiores aos *accruals* anormais, já que se refere aos *accruals* totais de períodos anteriores. Adicionalmente, é esperado que a variável PPE_{it} , não demonstre valores inferiores a zero, e apresente o menor desvio padrão relativo à média (coeficiente de variação), entre as variáveis destacadas.

TABELA 2 - Estatística Descritiva da variável $ABACC_{it}$ e seus componentes (2002 a 2023)

PAINEL A					
No. de observações = 183.827					
Variável	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão
$ABACC_{it}$	-0,477394	0,578877	0,011309	0,005073	0,173469
$(\Delta REV - \Delta REC)_{it}$	-2,697724	1,867632	0,002541	0,001347	0,088969
PPE_{it}	0,000000	0,886640	0,506511	0,416868	1,870909
LTA_i	-1,128217	0,894005	-0,026996	-0,024854	1,592904

PAINEL B**No. de observações = 2.323**

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão
<i>ABACC_{it}Total</i>	-0,477394	0,578877	0,020647	0,007811	0,174037
<i>ABACC_{it}Alto Sent.*</i>	-0,477394	0,558936	0,012187	0,003882	0,153733
<i>ABACC_{it}Baixo Sent.**</i>	-0,471489	0,578877	0,028309	0,011504	0,190306

Observações:

(1) O Painel A demonstra a estatística descritiva da variável *ABACC_{it}* e de seus componentes, para a amostra total das companhias utilizadas na estimação dos *accruals* anormais, entre 2002 e 2023.

(2) O Painel B demonstra a estatística descritiva da variável *ABACC_{it}* das empresas adquirentes *Stock-for-Stock* em períodos antecedentes ao anúncio de aquisição, entre 2002 e 2023, e também segregadas nas subamostras de alto e baixo sentimento.

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).

Desta forma, o Painel “B” da tabela 2 apresenta a estatística descritiva da variável *ABACC_{it}* associadas aos acordos de aquisição *Stock-for-Stock* empregados no presente estudo, nos trimestres que antecedem ao anúncio de aquisição, tanto em períodos de alto sentimento, como nos de baixo sentimento. Como pode ser observado, 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*. Também é observado que a média de *accruals* anormais no baixo sentimento é superior à média de *accruals* em alto sentimento. Nota-se ainda que o desvio-padrão entre a amostra de *accruals* totais e das subamostras de alto e baixo sentimento são relativamente próximos, em termos relativos à média.

A tabela 3 demonstra a estatística descritiva do Índice de Baker e Wurgler (2006,2007), no período amostral, em sua versão ortogonalizada de cinco fatores. Este índice é apurado e apresentado mensalmente. Devido à sua natureza proveniente de cálculo fatorial, e aos parâmetros definidos pelos autores do índice, ele tende a apresentar medidas centrais mais próximas ao “zero”, e baixo desvio-padrão.

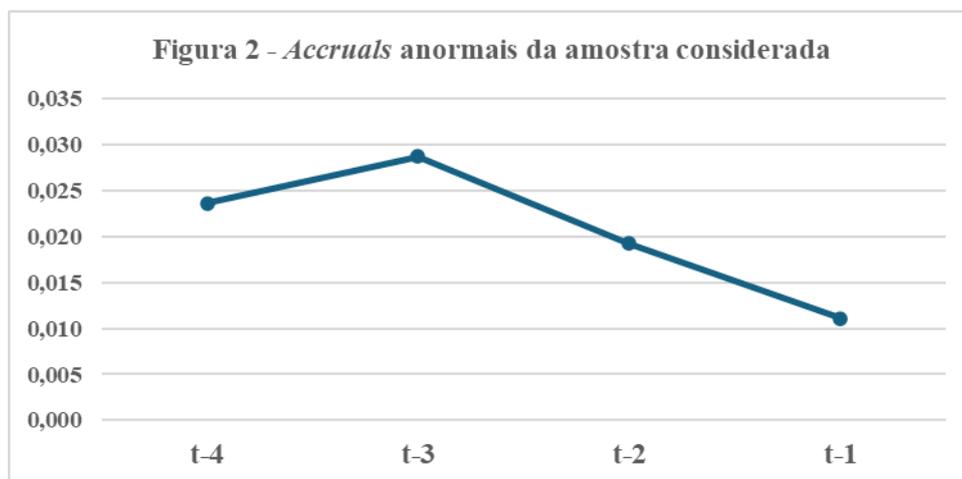
**TABELA 3 - Estatística Descritiva da variável $SENT_t$
no período amostral (2002-2023)**

No. de observações = 264					
Variável	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-Padrão
$SENT_t$	-0,9675	2,0059	0,0270	-0,0433	0,5162

Nota 1: versão ortogonalizada de 5 fatores, mensal, do índice de sentimento do investidor de Baker e Wurgler.
Nota 2: observações podem ser consultadas no website do Prof. Jeffrey Wurgler (NYU), no *link*:
<https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/data/SENTIMENT.xlsx>

4.2 Associação entre o sentimento do investidor e os accruals anormais

Como exposto na Seção 3, anteriormente à associação dos *accruals* anormais ao índice de sentimento do investidor, buscou-se a evidenciação do gerenciamento de resultados nos quatro trimestres antecedentes ao anúncio de aquisição *Stock-for-Stock* (Erickson e Wang, 1999; Louis, 2004; Baik *et al.*, 2015; Louis e Sun, 2016; Alsharairi, Dixon e Al-Hamadeen, 2017). Na Figura 2, observa-se que os *accruals* médios anormais nestes trimestres são todos positivos, corroborando a literatura anterior. Adicionalmente, observa-se que o trimestre $t-3$ é o mais destacado no gerenciamento de resultados por *accruals*, havendo redução gradativa na medida em que a data do anúncio de aquisição se aproxima, embora as empresas pareçam continuar a se utilizar deste expediente.



Nota: *Accruals* anormais médios das empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, nos quatro trimestres antecedentes ao anúncio de aquisição.

A tabela 4 apresenta 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.

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

Amostras de <i>accruals</i>	No Obs.	Média	Valor "t" H0: $\mu = 0$	Valor "p"
<i>ABACC_{t-1}</i>	633	0,011*	1,628	0,052
<i>ABACC_{t-2}</i>	618	0,019***	2,762	0,003
<i>ABACC_{t-3}</i>	597	0,029***	4,001	0,000
<i>ABACC_{t-4}</i>	579	0,024***	3,288	0,001
<i>ACUMUL₁</i>	666	0,032***	3,048	0,001
<i>ACUMUL₂</i>	676	0,060***	4,389	0,000
<i>ACUMUL₃</i>	678	0,079***	5,197	0,000

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. Tais resultados indicam que as empresas acumulam resultado nos trimestres anteriores ao anúncio da aquisição, menos acentuadamente *t-1* (significância ao nível de 10%), e mais destacadamente em *t-2*, *t-3* e *t-4* (significância ao nível de 1%). Os trimestres acumulados *ACUMUL1*, *ACUMUL2* e *ACUMUL3* também apresentam grande significância. Observa-se ainda que todos os coeficientes apurados apresentam sinal positivo, sinalizando acumulação de *accruals*, em contrapartida de lucros aumentados. Tais resultados corroboram as evidências da literatura, no que se refere aos *accruals* anormais de empresas adquirentes nos períodos de pré-anúncio de aquisição *Stock-for-Stock*. Considerando que um processo de aquisição contempla muitas etapas antecedentes até sua conclusão, é pertinente considerar que as empresas inclinadas ao gerenciamento de resultados iniciem sua prática desde bem antes do trimestre imediatamente anterior ao anúncio de aquisição, como demonstram as evidências.

Para que fosse plenamente confirmada a importância do método de pagamento no fenômeno descrito acima, foi realizada também a análise dos *accruals* anormais de empresas adquirentes em transações majoritariamente em *cash* (dinheiro), mantidas os demais critérios

idênticos na formação da amostra. A amostra das empresas adquirentes *Cash* foi concebida unicamente nesta etapa da pesquisa, e seus 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***

Amostras de <i>accruals</i>	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

Através dos valores da tabela 5, verifica-se que os *accruals* anormais das empresas adquirentes *Cash* não são significativos, diferentemente do que ocorre nas empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, o que reafirma as evidências trazidas pela literatura progressa, de que a manipulação de resultado de adquirentes é condicionada ao meio de pagamento. Como exposto anteriormente, as empresas adquirentes *Stock-for-Stock* gerenciam mais seus resultados para aumento lucros em períodos precedentes ao anúncio de aquisição, já que visam o potencial beneficiamento quanto ao preço do acordo. O gerenciamento de resultados nas circunstâncias descritas tende a disparar notícias positivas para os investidores, e consequentemente gera um alta nos preços das ações, o que por sua vez proporciona aos adquirentes um acordo de aquisição mais vantajoso, pois será efetivado através da troca de uma quantidade menor de ações (pode-se afirmar que a adquirente paga menos pela empresa-alvo)

Para a próxima etapa de análise, foram selecionados todos os trimestres antecedentes ao anúncio de aquisição, da amostra formada por empresas adquirentes *Stock-for-Stock*, uma vez que, isolada ou cumulativamente, evidenciam *accruals* anormais significantes. Esta próxima etapa consiste na associação dos *accruals* anormais com o índice de sentimento do investidor de Baker e Wurgler (2006, 2007), defasado em um trimestre. Após a devida associação, 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 anteriormente, 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. Conforme exposto anteriormente, os trimestres acumulados não foram testados, uma vez que o sentimento do investidor sugere ações mais imediatas. Os resultados são apresentados na tabela 6.

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

PAINEL A: <i>Accruals</i> associados ao Alto Sentimento⁴				
Amostras de <i>accruals</i>	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 Sentimento				
Amostras de <i>accruals</i>	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
<i>ABACC_{t-4}</i>	313	0,011***	3,239	0,001

Pode-se concluir através da análise dos valores “t” e “p” de cada subamostra, que os *accruals* de baixo sentimento são altamente significantes, exceto em *t-1* (vide painel B, da tabela 6). Os valores do painel A demonstram que os *accruals* anormais de alto sentimento não apresentam significância estatística, com a exceção em *t-2* (significância ao nível de 10%). Estas evidências sugerem que, em termos gerais, as decisões de se manipular *accruals* para aumento dos 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 relevantes, na perspectiva de um anúncio de aquisição iminente.

Estes achados podem ser explicados segundo o entendimento de que a decisão de gerenciar lucros por *accruals* é uma tomada de risco por parte dos gestores da empresa adquirente. A Teoria do Prospecto (Kahneman e Tversky, 1979) elucida esta assunção de risco em situações de perdas conhecidas, já que propõe a ideia de que os tomadores de decisões assumem menos riscos em situações favoráveis, e maior risco em situações desfavoráveis (perdas prováveis). O gerenciamento de resultados já foi anteriormente explicado à luz da Teoria do Prospecto, em circunstâncias similares (Burgstahler e Dichev, 1997; Shen e Chih, 2005).

Menciona-se também os estudos de Graham, Harvey and Rajgopal (2005), cuja pesquisa com 401 gestores de companhias evidenciou que 78% deles admitiram sacrificar o valor de longo prazo para gerenciar ou suavizar resultados, atendendo a diversos *benchmarks*: resultado do ano anterior, evitação de perdas, etc. As principais razões destacadas pelos executivos foram: (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%). Claramente, todos estes três fatores são prejudicados em períodos de baixo sentimento. E quando ocorre de ser justamente no baixo sentimento que a empresa planeja realizar uma aquisição relevante (*Stock-for-Stock*), se torna maior a sua necessidade de difundir percepções de estabilidade e baixo risco. Assim, é potencialmente nestes períodos que o gerenciamento de resultados se faz mais necessário, o que é corroborado pelos resultados do presente estudo (tabela 6).

Adicionalmente, a preocupação do investidor com a seleção adversa produz reações negativas do mercado em relação à notícia de aquisição (Travlos, 1987; Servaes, 1991; Smith e Kim, 1994; Betton, Eckbo e Thornburn, 2008), ao ponto de analisarem a performance e a saúde financeira das adquirentes (Schlingemann, 2004). As aquisições *Stock-for-Stock* são percebidas de forma ainda mais negativa pelos investidores, como uma sinalização de falta de recursos e de comprometimento com as partes interessadas (Asquith, Bruner e Mullins, 1990; Emery e Switzer, 1999). Tudo isto pode potencializar a assunção de risco pelos gestores quanto à prática de gerenciamento de resultados em períodos de baixo sentimento.

Embora Ali e Gurun (2009) e Simpson (2013) tenham identificado um aumento no gerenciamento de resultados em períodos de alto sentimento do mercado, seus estudos abordam situações contínuas e recorrentes nas empresas, sem foco específico em estudos de eventos, como atividades de M&A ou ofertas de ações. Em contextos pontuais, como os analisados nesta

pesquisa, o gerenciamento de resultados pode apresentar um comportamento distinto em relação às expectativas dos investidores. Assim, argumenta-se que, no caso das empresas adquirentes em transações *Stock-for-Stock*, a principal motivação para o gerenciamento de resultados não é simplesmente a menor vigilância dos agentes de mercado, característica de períodos recorrentes, mas sim a necessidade de melhorar a percepção dos investidores quanto ao risco de uma aquisição iminente.

4.3 Testes de robustez

No presente estudo foram considerados dois testes de robustez, sendo o primeiro baseado em um modelo alternativo para detecção do fenômeno, objeto de estudo. Assim, em substituição ao teste “t” amplamente utilizado na literatura, foi aplicado um modelo de regressão linear múltipla em que os *accruals* anormais são a variável dependente, e o sentimento do investidor, a 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 e Wurgler, mas sim, o índice de confiança do consumidor nos EUA.

4.3.1 Análise de resultados através de modelo de regressão

Embora a modelagem através do teste “t” de amostra única seja a mais amplamente difundido na literatura sobre o tema, considerou-se como teste de robustez a aplicação de um modelo de regressão linear múltipla do tipo *POLS*, em que os *accruals* anormais das empresas adquirentes *Stock-for-Stock* nos quatro trimestres antecedentes ao anúncio de aquisição são a variável dependente; e o índice de sentimento do investidor defasado, a variável explicativa. A equação (3) demonstra a relação especificada nesta modelagem.

(3)

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

Em que:

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

$SENT_{t-1}$: índice do sentimento do investidor (Baker e 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, dividido pelo ativo total
- $QTR4_i$: variável *dummy* representando o quarto trimestre (encerramento anual), quando assumir valor =1.

A inclusão de variáveis de controle foi baseada na metodologia de estudos anteriores que associam os *accruals* anormais ao sentimento do investidor em situações contínuas do mercado (Ali e Gurun, 2009; Simpson, 2013). A variável $SIZE_{it}$ foi incluída por representar características associadas ao tamanho da companhia: liquidez, desempenho operacional, volume de recursos etc. Adicionalmente, entende-se que empresas maiores detêm mecanismos mais robustos para controle do gerenciamento de resultados (governança corporativa, qualidade da auditoria externa etc.). A variável LEV_{it} é associada ao nível de escrutínio dos agentes creditórios; sendo que, quanto maior sua magnitude, menor é o gerenciamento de resultados. A variável ROA_{it} representa o desempenho operacional da companhia e seu potencial de crescimento (Kothari, Sloan e Sweeney, 2005). 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). Os erros-padrão foram agrupados em indústrias-ano, seguindo literatura anterior (Louis e Sun, 2016).

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

$ABACC_{it}$	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

No. de observações = 2.323 R2 = 0,0298

F (5, 148) = 6,20 VIF² = 1,42

Significância de F = 0,0000 Erro-padrão agrupado em 149 *clusters* (empresa-ano)

$QTR4_i$	-0,021**	-2,23	0,027
----------	----------	-------	-------

Observações:

(1) *POLS* = *Pooled Ordinary Least Squares*, dados em painel.

(2) 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 $SIZE_{it}$.

Na tabela 7, o 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: 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, 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.

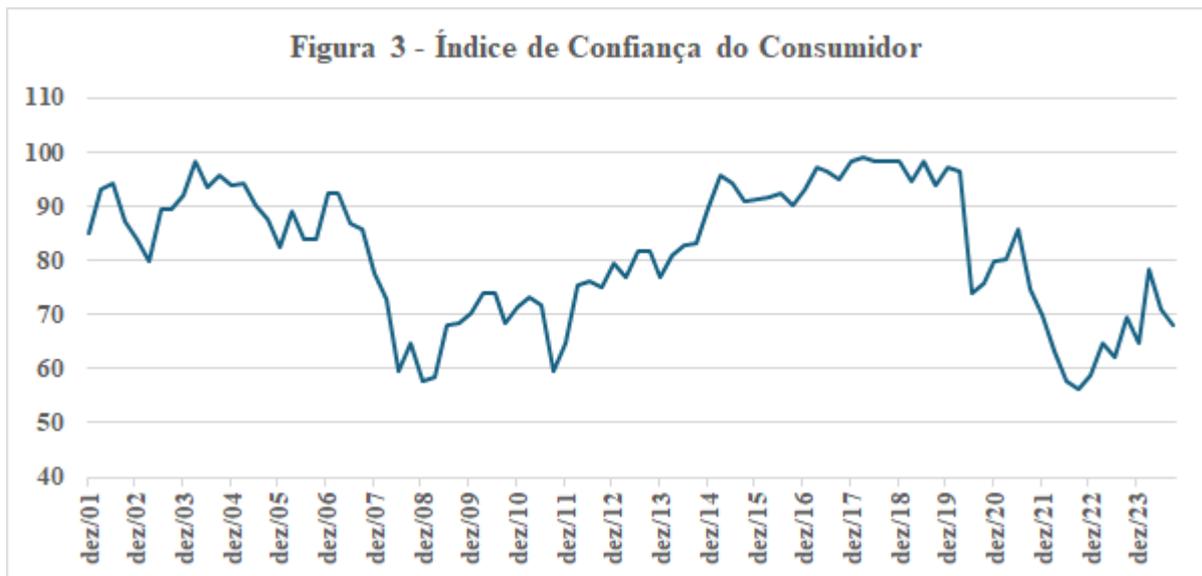
4.3.2 Utilização do Índice de Confiança do Consumidor

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 publicamente¹¹ pela Universidade de Michigan (*ICS* – *Index of Consumer Sentiment*). Diversos estudos utilizam o sentimento do consumidor como *proxy* para o sentimento do investidor (Bergman e Roychowdhury, 2008; Ali e Gurun, 2009; Simpson, 2013). Diferentemente do índice de Baker e 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 (média = 83,3). Os períodos com valores superiores à média foram considerados períodos de alto sentimento (otimista), e aqueles com valores inferiores como baixo sentimento (pessimista). Além disto, ao passo em que o índice de Baker e Wurgler tem apuração mensal, o *ICS* tem apuração trimestral.

A Figura 3 demonstra o comportamento histórico do *ICS* no período amostral. A linha negra posicionada no valor 83,3 demonstra o corte entre alto sentimento e baixo sentimento.

¹¹ Disponível *online* em: <http://www.sca.isr.umich.edu/tables.html>

Embora alguns períodos considerados mais otimistas ou mais pessimistas coincidam com o que é representado pelo índice de sentimento do investidor de Baker e Wurgler (2006, 2007), nota-se algumas diferenças. Como exemplo, 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 entre 2012 e 2019 são classificados como alto sentimento, diferentemente do que se observa na figura 1 (sentimento alternando entre alto e baixo, próximo a zero).



Nota: Índice de Confiança do Consumidor (ICS) nos Estados Unidos (EUA), elaborado e publicado pela Universidade de Michigan, entre 2001 e 2023. Informações disponíveis no *website*:

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

Novas subamostras de *accruals* em alto e baixo sentimento foram formadas, com base no *ICS*. Posteriormente, cada uma destas novas subamostras foi submetida ao teste “t” de amostra única, cujos resultados são apresentados na tabela 8.

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

PAINEL A: *Accruals* associados ao Alto Sentimento

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

$ABACC_{t-4}$	319	0,013	1,542	0,124
PAINEL B: <i>Accruals</i> associados ao Baixo Sentimento				
Amostras de <i>accruals</i>	No Obs.	Média	valor "t"	valor-p
$ABACC_{t-1}$	297	0,117**	2,568	0,011
$ABACC_{t-2}$	284	0,027***	2,695	0,008
$ABACC_{t-3}$	275	0,023**	2,115	0,035
$ABACC_{t-4}$	260	0,036***	3,037	0,003

De forma geral, verifica-se 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). Já nos *accruals* de alto sentimento, verifica-se uma significância um pouco maior em $t-2$, permanecendo os demais trimestres sem significância estatística. Desta forma, assume-se que o gerenciamento de resultados por *accruals* de empresas adquirentes *Stock-for-Stock* em períodos que antecedem a data do anúncio de aquisição é altamente condicionado ao baixo sentimento do investidor.

5. Considerações finais

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*, 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 conseqüentemente, 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.

Foi concluído 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.

Os 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) a Teoria do Prospecto (Kahneman e Tversky, 1979), que sugere que os gestores são mais inclinados a assumir riscos em contextos de perdas e incertezas, (tais como, o risco de gerenciar de resultados contábeis); (b) a já conhecida inclinação dos gestores para atender a demandas indiretas de investidores (Graham, Harvey e Rajgopal, 2005); e (c) a temeridade que estes mesmos investidores detêm quanto à uma nova aquisição (Travlos, 1987; Servaes, 1991; Smith e Kim, 1994; Betton, Eckbo e Thornburn, 2008). Tal 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 e Mullins, 1990; Emery e Switzer, 1999).

Quanto às limitações, é reconhecido que o gerenciamento de resultados por atividades reais (ou operacionais) não foi abordado na presente pesquisa. Adicionalmente, há limitações relacionadas às escolhas metodológicas, mesmo que sustentadas pela literatura pregressa e adequadas ao problema de pesquisa abordado. Uma última limitação verificada diz respeito ao escopo geográfico (mercado dos Estados Unidos).

Estudos futuros podem ser conduzidos para 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.

Referências

- Aboody, D., Even-Tov, O, Lehavy, R. e Trueman, B. (2018). Overnight Returns and Firm-Specific Investor Sentiment, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* v.0, n.0, 1-21.
- Ali, A. e Gurun, U. G. (2009). Investor Sentiment, Accruals Anomaly, and Accruals Management, *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 34: 415-431.

- Allen, F., Haas, M., Nowak, E., Pirovano, M. e Tenglouov, A. (2021). Squeezing shorts through social media platforms, *Swiss Finance Institute Research Paper* 21-31.
- Alsharairi, M., Black, E. L. e Hofer, C. (2015). The impact of pre-merger earnings management on non-cash acquisition premia: evidence from the European market for corporate control, *Corporate Ownership & Control* 12(4): 587-602.
- Alsharairi, M. e Salama, A. (2011). Does high leverage impact earnings management? Evidence from non-cash mergers and acquisitions, *Journal of Financial and Economic Practice* 12(1): 17-33.
- Alsharairi, M., Black, E. L., Hofer, C. e Al-Hamadeen R. (2015). The post-merger performance of the European M&As: does pre-merger earnings management matter?, *Corporate Ownership & Control* 13(1): 994-1005.
- Alsharairi, M., Dixon, R. e Al-Hamadeen R. (2017). Event-specific earnings management: additional evidence from US M&A pre-and post-SOX, *Journal of Financial Reporting and Accounting* 15(1)1: 78-98.
- Anagnostopoulou, S. C. e Tsekrekos, A.E. (2015). Earnings management in firms seeking to be acquired, *British Accounting Review* 47(1): 351-375.
- Anand, A. e Pathak, J. (2022). The role of Reddit in the GameStop short squeeze, *Economics Letters* 211(110249).
- Asquith, P., Bruner, R. F. e Mullins, D. W. (1990). Merger returns and the form of financing. *Working paper*, Disponível em: <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2319/SWP-3203-22601312.pdf>
- Baik, B., Cho, K., Choi, W. e Kang, J-K. (2015). The role of institutional environments in cross-border mergers: a perspective from bidders' earnings management behavior, *Management International Review* 55(5): 615-646.
- Baker, M. e Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance* 57(1): 1-32.
- Baker, M. e Wurgler, J. (2004). Catering Theory of Dividends, *The Journal of Finance* 59(3): 1125-1165.
- Baker, M. e Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, *The Journal of Finance* 61(4): 1645-1680.
- Baker, M. e Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market, *Journal of Economic Perspectives* 21(2): 129-151.
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J. e Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management, *Contemporary Accounting Research* 15(1): 1-24.

- Behrendt, S. e Schmidt, A. (2018). The Twitter myth revisited: Intraday investor sentiment, Twitter activity and individual-level stock return volatility, *Journal of Banking and Finance* 96: 355-367.
- Bergstresser, D. e Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management, *Journal of Financial Economics* 80: 511-529.
- Bergman, N. K. e Roychowdhury, S. (2008). Investor Sentiment and Corporate Disclosure, *Journal of Accounting Research* 46(5): 1057-1083.
- Betton, S., Eckbo, B. E. e Thornburn, K. S. (2008). Corporate takeovers, *Handbook of Empirical Corporate Finance* p. 291-429.
- Botsari, A. e Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid?, *Journal of Business Finance & Accounting* 35(5-6): 633-670.
- Botsari, A. e Meeks, G. (2018). Acquirers' earnings management ahead of stock-for-stock bids in 'hot' and 'cold' markets, *Journal of Accounting and Public Policy* 37(5): 355-375.
- Brown, N., Christensen, T. E., Elliott, W. B. e Mergenthaler, R. D. (2012). Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures, *Journal of Accounting Research* 50(1): 1-40.
- Burgstahler, D. e Dichev I. D. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses, *Journal of Accounting & Economics* 24: 99-126.
- Callao, S., Jarne, J. I. e Wroblewski, D. (2021). A systematic approach to the motivations for earnings management: a literature review, *International Journal of Emerging Trends in Social Sciences* 10(1): 1-20.
- Chang, C-C. e Pan, H. (2020). How do stock-for-stock acquirers manage earnings? The accruals feature of real earnings management, *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 16(2): 100202.
- Chen, S., Liu, Y. e Chen, I. (2014). Long-run stock performance and its determinants for asset buyers, *Journal of Business Finance & Accounting* 41(5-6): 685-716.
- Christie, A. A e Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures - corporate-control contests, *The Accounting Review* 69(4): 539-56.
- Cohen, D. A. e Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings, *Journal of Accounting and Economics* 50(1): 2-19.
- Da, Z., Engelberg, J. e Gao, P. (2015). The Sum of All FEARS Investor Sentiment: The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices, *The Review of Financial Studies* 38(1).
- Dai, L., Dharwadkar, R., Shi, L. e Zhang, B. (2017). The governance transfer of blockholders: Evidence from block acquisitions and earnings management around the world, *Journal of Corporate Finance* 45: 586-607.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders, *The Accounting Review* 61: 400-420.

- Dechow, P. M., Sloan, R. G. e Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management, *The Accounting Review* 70(2): 193-225.
- DeFond, M. L. e Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals, *Journal of Accounting and Economics* 17(1-2): 145-176.
- DeLong, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. e Waldmann, R. J. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets, *Journal of Political Economy* 98(4): 703-738.
- Easterwood, C. M. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis, *Journal of Applied Business Research* 14(1): 29-48.
- Emery, G. W. e Switzer, J. A. (1999). Expected market reaction and the choice of method of payment for acquisitions, *Financial Management* p. 73-86.
- Erickson, M. e WANG, S. W. (1999). Earnings management by acquiring firms in Stock-for-Stock mergers, *Journal of Accounting & Economics* 27(2): 149-176.
- Eddey, E. H. e Taylor, S. L. (1999). Directors' recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers, *Abacus* 35(1): 29-45.
- Fakhfakh, H. e Nasfi, F. (2012). The determinants of earnings management by the acquiring firms, *Journal of Business Studies Quarterly* 3(4): 43-57.
- Farooqi, J., Ngo, T. e Jory, S. (2017). Real activities manipulation by bidders prior to mergers and acquisitions, *Review of Accounting and Finance* 16(3): 322-347.
- Fasipe, O. e Sun, H. L. (2020). Real activities manipulation in stock-for-stock mergers, *Journal of Economics and Finance* 44(3): 570-586.
- Francoeur, C., Ben-Amar, W. e Rakoto, P. (2012). Ownership structure, earnings management and acquiring firm post-merger market performance: Evidence from Canada, *International Journal of Managerial Finance*.
- Freybote, J e Seagraves, P. A. (2016). Heterogeneous Investor Sentiment and Institutional Real Estate Investments, *Real Estate Economics* v. 0.: 1-23.
- Gonçalves, T. e Coelho, G. (2019). Earnings management during mergers and acquisitions - European evidence, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* v.102: 29-43.
- Gong, G., Louis, H. e Sun, A. X. (2008). Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance, *Journal of Accounting and Economics* 46(1): 62-77.
- Graham, J. R., Harvey, C. R. e Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3): 3-73.
- Hamza, T. e Lakhali, F. (2010). The determinants of earnings management by the acquirer: the case of French corporate takeovers, *Journal: Laboratoire Orleanais de Gestion*.

- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics* 7(1-3): 85-107.
- Heron, R. e Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37(1): 137-155.
- 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.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29(2): 193-228.
- Kahneman, D. e Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decisions under risk, *Econometrica* 47(2): 263-291.
- Karim, M. A., Sarkar, S. e Zhang, S. (2016). Earnings management surrounding M&A: Role of economic development and investor protection, *Advances in Accounting* v.35: 207-215.
- Kassamany, T., Ibrahim, S. e Archbold, S. (2017). Accrual and real-based earnings management by UK acquirers: Evidence from pre- and post-Higgs periods, *Journal of Accounting & Organizational Change* 13(4):492-519.
- Kim, K. S., Lee, J. H. e Park, Y. W. (2022). Acquiring firms' earnings management in stock-for-stock mergers within Korean business groups, *Managerial Finance* 48(1): 27-48.
- Khelifi, S. e Zouari, G. (2021). The impact of CEO overconfidence on real earnings management: Evidence from M&A transactions, *Accounting and Management Information Systems* 20(3): 402-424.
- Kling, G. e Gao, L. (2008). Chinese institutional investors' sentiment, *International Financial Markets, Institutions & Money* v.18: 374-387.
- Kothari, S. P., Leone, A. J. e Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of Accounting and Economics* v.39: 163-197.
- Koumanakos, E., Siriopoulos, C. e Georgopoulos, A. (2005). Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece, *Managerial Auditing Journal* 20(7): 663-678.
- Lee, H., Kim, S., Nam, C. e Han S. H. (2008). Earnings management of acquiring firms in stock-for-stock takeovers in the telecommunications industry, *Journal of Media Economics* 21(4): 217-233.
- Lennox, C., Wang, Z-T. e Wuc, X. (2018). Earnings management, audit adjustments, and the financing of corporate acquisitions: Evidence from China, *Journal of Accounting and Economics* v.65: 21-40.
- Leuz, C., Nanda, D. e Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison, *Journal of Financial Economics* v.69: 505-527.

- Long, S., Lucey, B., Xie, Y. e Yarovaya, L. (2023). "I just like the stock": The role of Reddit sentiment in the GameStop share rally, *Financial Review* 58(1): 19-37.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 74(1): 121-148.
- Louis, H. (2013). Are stock-for-stock acquirers of unlisted targets really less overvalued?, *Financial Management* 42(4): 901-929.
- Louis, H. e Sun, A. X. (2016). Abnormal accruals and managerial intent: evidence from the timing of merger announcements and completions, *Contemporary Accounting Research* 33(3): 1101-1135.
- Mao, Y. e Renneboog, L. (2015). Do managers manipulate earnings prior to management buyouts?, *Journal of Corporate Finance* v.35: 43-61.
- Neffati, A., Fredj, I. B. e Schalck, C. (2011). Earnings management and banking performance: A stochastic-frontier analysis on U.S. bank mergers interdisciplinary, *Journal of Research in Business* 1(6): 58-65.
- Perry, S. E. e Williams, T. H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers, *Journal of Accounting and Economics* v.18: 157-179.
- Purayil, V. P. e Lukose, P. J. (2021). Does cross-border acquisition reduce earnings management of emerging market acquirers? Evidence from India, *International Review of Finance*, p. 1–26.
- Ramalingegowda, S., Utke, S. e Yu, Y. (2021). Common institutional ownership and earnings management, *Contemporary Accounting Research* 38(1): 208-241.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 50(1): 101-122.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation, *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
- Schipper, K. (1989). Earnings management, *Accounting Horizons* 3(4): 91.
- Schlingemann, F. P. (2004). Financing decisions and bidder gains, *Journal of Corporate Finance* 10(5): 683-701.
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory*, 7. ed. Canada: Pearson.
- Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers, *The Journal of Finance* 46(1): 409-419.
- Shen, C. H. e Chih, H. L. (2005). Investor protection, prospect theory, and earnings management: An international comparison of the banking industry, *Journal of Banking & Finance* 29(10): 2675-2697.
- Simson, A. (2013). Does investor sentiment affect earnings management?, *Journal of Business Finance & Accounting* 40(7-8): 869-900.

- Skinner, D. J. e Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio, *Review of accounting studies* 7(2): 289-312.
- Smith, R. L. e Kim, J. H. (1994). The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns, *Journal of Business* p. 281-310.
- Teoh, S. H., Welch, I. e Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, *The Journal of Finance* 53(6): 1935-1974.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns, *The Journal of Finance* 42(4): 943-963.
- Yang, C. e Zhou, L. (2016). Individual stock crowded trades, individual stock investor sentiment and excess returns, *North American Journal of Economics and Finance* 38: 39-53.
- Xie, B., Davidson III, W. N. e DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance* v.9: 295-316.
- Yu, J. e Yuan, Y. (2011). Investor sentiment and the mean–variance relation, *Journal of Financial Economics* 100(2): 367-381.
- Zhu, X. e Lu, S. (2013). Earnings management through real activities manipulation before mergers and acquisitions, *Journal of Finance and Accountancy* v.13: 1.
- Zhu, T., Lu, M., Shan, Y. e Zhang, Y. (2015). Accrual-based and real activity earnings management at the back door: Evidence from Chinese reverse mergers, *Pacific-Basin Finance Journal* v.35: 317–339.