

# Fusões e aquisições e qualidade da informação contábil: análise do *enforcement* nos países do G20

Vanessa Noguez Machado<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-5006-5203>

E-mail: vanessanoguezmachado93@gmail.com

Suliani Rover<sup>2</sup>

 <https://orcid.org/0000-0001-8612-2938>

E-mail: sulianirover@gmail.com

<sup>1</sup> Pesquisadora independente não afiliada atualmente, Florianópolis, SC, Brasil

<sup>2</sup> Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Departamento de Ciências Contábeis, Florianópolis, SC, Brasil

Recebido em 29/08/2024 – Desk aceite em 15/10/2024 – 2ª versão aprovada em 22/04/2025

Editor-Chefe Acadêmico: Andson Braga de Aguiar

Editora Associada: Márcia Martins Mendes De Luca

## RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi analisar a influência do *enforcement* na relação entre as fusões e aquisições (F&A) transfronteiriças e domésticas com alvos altamente endividados e o gerenciamento de resultados das companhias adquirentes de países que compõem o G20, no período de 2010 a 2022. O estudo aborda uma lacuna na literatura ao investigar como diferentes níveis de *enforcement* influenciam o gerenciamento de resultados em F&A, especialmente quando as empresas-alvo possuem alto endividamento. Além disso, compara essas influências em operações domésticas e transfronteiriças. O estudo explora a relação entre *enforcement* e gerenciamento de resultados, indicadores críticos da qualidade da informação contábil. A análise fornece *insights* sobre como o *enforcement* pode mitigar práticas contábeis oportunistas em F&A, afetando a transparência e a utilidade das informações para os investidores. As conclusões contribuem para gestores, investidores e reguladores ao demonstrar como o *enforcement* melhora a qualidade da informação contábil, especialmente em F&A de alvos endividados, orientando políticas que promovam a transparência e a redução de práticas oportunistas. A pesquisa utilizou regressão múltipla de dados em painel para adquirentes de alvos endividados, tendo como variável dependente o gerenciamento de resultados (Jones modificado e Pae) e como variáveis independentes a origem das F&A (domésticas e transfronteiriças), além das variáveis de controle. A análise foi efetuada para amostras de alto e baixo *enforcement*. Os resultados indicam que, em ambientes de alto *enforcement*, as empresas adquirentes em F&A de alvos altamente endividados adotam práticas contábeis mais conservadoras, resultando em menor gerenciamento de resultados. Em contrapartida, em ambientes de baixo *enforcement*, há maior tendência ao gerenciamento de resultados. As F&A domésticas mostraram maior propensão ao gerenciamento de resultados do que as transfronteiriças.

**Palavras-chave:** fusões e aquisições, qualidade da informação contábil, *enforcement*, alvos altamente endividados.

## Endereço para correspondência

Suliani Rover

Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Departamento de Ciências Contábeis

Rua Engenheiro Agrônomo Andrei Cristian Ferreira, s/n – CEP: 88040-900

Trindade – Florianópolis – SC – Brasil

Este é um texto bilíngue. Este artigo também foi traduzido para o idioma inglês e publicado sob o DOI [10.1590/1808-057x20252204.en](https://doi.org/10.1590/1808-057x20252204.en). Este artigo deriva de uma tese de doutorado defendida pela autora, Vanessa Noguez Machado, em 2024.



# Mergers and acquisitions and accounting information quality: An analysis of enforcement in G20 countries

## ABSTRACT

*The aim of this research was to analyze the impact of enforcement on the relationship between cross-border and domestic mergers and acquisitions (M&As) involving highly indebted targets and the earnings management of acquiring companies in G20 countries from 2010 to 2022. This study fills a gap in the literature by examining how varying levels of enforcement impact earnings management in M&As, particularly when the target companies are highly indebted. Additionally, it compares these influences in domestic and cross-border transactions. The study explores the relationship between enforcement and earnings management, which are critical indicators of accounting information quality. The analysis provides insights into how enforcement can mitigate opportunistic accounting practices in M&As, thereby affecting the transparency and usefulness of information for investors. The findings are valuable for managers, investors, and regulators, as they demonstrate how enforcement can improve the quality of accounting information, particularly in M&As involving indebted targets. This information can guide policies that promote transparency and reduce opportunistic practices. The research employed multiple regression analysis of panel data on acquirers of indebted targets. Earnings management (as measured by the modified Jones and Pae models) was the dependent variable, and the origin of the M&A (domestic or cross-border) was the independent variable, in addition to control variables. The analysis was performed on high- and low-enforcement samples. The results indicate that acquiring companies in M&As of highly indebted targets adopt more conservative accounting practices in high enforcement environments, resulting in less earnings management. In contrast, there is a greater tendency toward earnings management in low enforcement environments. Domestic M&As showed a greater propensity for earnings management than cross-border M&As.*

**Keywords:** mergers and acquisitions, accounting information quality, enforcement, highly indebted targets.

## 1. INTRODUÇÃO

O aumento das operações de fusões e aquisições (F&A) em nível mundial tem intensificado o debate sobre a geração de valor dessas operações para as companhias envolvidas (Hussain et al., 2022). Desde 2010, mais de 500 mil transações foram concluídas, com destaque para 2021, quando mais de 60 mil operações de F&A foram anunciadas em todo o mundo (Statista, 2022). As F&A podem ser definidas como a combinação de duas ou mais companhias independentes, formando uma única entidade por meio da aquisição de seu controle (Weston et al., 2013). A ênfase nessas operações pode ocorrer em virtude de as F&A serem vistas como estratégias de crescimento corporativo no curto prazo (Hussain et al., 2022), não apenas para a criação e distribuição de valor para as companhias (Malmendier et al., 2018), mas também para a inserção no mercado global (Cartwright & Cooper, 1990; Deng & Yang, 2015; Khan et al., 2021).

Para garantir o sucesso de uma F&A, é fundamental que o processo seja norteado por uma estratégia de negócios clara, alinhada aos objetivos de longo prazo da empresa, com o alinhamento (Haspeslagh & Jemison, 1991) e uma avaliação criteriosa dos ativos tangíveis e intangíveis envolvidos na transação (Hambrick & Crozier, 1985). Nesse contexto, a estrutura financeira das empresas-alvo pode ser um fator decisivo para o sucesso ou o fracasso da operação. Empresas com elevado endividamento podem

se tornar alvos mais atrativos para F&A, especialmente se estiverem subvalorizadas ou enfrentando dificuldades financeiras, o que pode gerar oportunidades para os adquirentes em busca de ganhos de sinergia ou expansão estratégica (Harford et al., 2009).

No entanto, a qualidade da dívida – como prazo, custo e garantias envolvidas – pode impactar significativamente a viabilidade da aquisição. Dívidas de curto prazo e com alto custo financeiro representam um risco adicional para a adquirente, o que pode reduzir o potencial de sucesso da operação (Bris & Cabolis, 2008). Além disso, podem gerar dificuldades na obtenção de financiamento para a aquisição, uma vez que o alto risco agregado à operação pode tornar a captação de recursos mais onerosa ou limitada (Chemmanur et al., 2011), além de aumentar a complexidade do processo de integração entre as empresas (Weber et al., 1996). Por esse motivo, Tang et al. (2021) ressaltam a necessidade de se adotarem ações estratégicas para mitigar esses desafios, considerando não apenas o montante do endividamento, mas também suas características específicas, como prazo e custo financeiro.

A realização de F&A com uma empresa-alvo altamente endividada pode trazer desafios adicionais para a consolidação e apresentação das demonstrações financeiras da empresa adquirente, resultando dificultando a identificação, a avaliação e a divulgação adequadas

de transações, ativos e passivos da empresa adquirida (Dechow et al., 2010). Além disso, a aquisição de empresas com esse perfil pode criar incentivos para que a empresa adquirente manipule os resultados contábeis visando melhorar sua posição financeira e satisfazer as expectativas dos investidores sobre a criação de sinergia na operação (Healy & Wahlen, 1999).

Nesse cenário, a qualidade das informações contábeis fornecidas pelas empresas adquirentes que buscam alvos altamente endividados pode ser comprometida devido a práticas contábeis que envolvem ajustes nas estimativas, tais como o reconhecimento prematuro de receitas ou a omissão de custos e passivos relevantes (Botsari & Meeks, 2008; Erickson & Wang, 1999; Higgins, 2013), comprometendo a relevância e confiabilidade dos números contábeis (Porter & Norton, 2014). Tais aspectos podem ser medidos por meio da propensão ao gerenciamento de resultados (Dechow et al., 2010; Wang, 2006), uma vez que incentivos para que as companhias adquirentes apresentem resultados positivos com as operações podem impulsionar o comportamento oportunista dos gestores frente às informações contábeis a serem reportadas pelas companhias, afetando a qualidade dessas informações.

As características institucionais e ambientais de um país desempenham um papel fundamental na qualidade das informações contábeis reportadas aos usuários externos (Dechow & Schrand, 2004; Dechow et al., 2010). Dentre esses fatores, destaca-se o nível de *enforcement*, que se refere à capacidade do sistema regulatório de garantir o cumprimento das normas contábeis e financeiras (La Porta et al., 1998). No entanto, o *enforcement* não deve ser analisado isoladamente, pois sua efetividade depende da interação com outros mecanismos institucionais, como a governança corporativa, que pode atuar como um fator complementar, mitigando práticas oportunistas na divulgação de informações contábeis (Djankov et al., 2008; La Porta et al., 2000). Assim, o *enforcement* pode reduzir os incentivos para o gerenciamento de resultados, independentemente da presença ou ausência de outros mecanismos de governança (Ball et al., 2000).

O nível de *enforcement* varia entre os países devido a múltiplos fatores, como a eficácia das instituições reguladoras, a capacidade de aplicação das leis, a cultura de conformidade e a disponibilidade de recursos para fiscalização e monitoramento (Coffee, 2002; La Porta et al., 1998). Em ambientes onde o *enforcement* é mais rigoroso, as sanções para o descumprimento das normas contábeis tendem a ser mais severas, aumentando o nível de transparência e confiabilidade dos relatórios financeiros. Por outro lado, em países com *enforcement* mais fraco, há menor monitoramento e aplicação das regras, o que pode facilitar práticas contábeis inadequadas,

como a manipulação de resultados (Dechow et al., 1995; Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989), a omissão de informações relevantes (Cohen et al., 2010; Francis, LaFond et al., 2005; Skinner, 1993) e o reconhecimento prematuro de receitas (Ball et al., 2000; Hope et al., 2008). Dessa forma, o *enforcement* exerce um papel essencial na qualidade da informação contábil, influenciando a credibilidade dos demonstrativos financeiros e a proteção dos investidores.

Ambientes que utilizam instrumentos de *enforcement* mais severos, por exemplo, com maior monitoramento e proteção dos investidores (Djankov et al., 2008), impulsionam escolhas contábeis com diferentes níveis de discricionariedade (Dechow et al., 2010), bem como podem influenciar o comportamento do mercado frente às oscilações do preço das ações dessas companhias após a data de divulgação de suas demonstrações financeiras (Barth, 2008). Isso se justifica em virtude das diferenças regulatórias, comportamentais, fiscais e culturais do ambiente em que as companhias operam seus negócios, as quais tendem a afetar os incentivos para que os gestores tomem decisões mais conservadoras, com menor gerenciamento de resultados e maior relevância para seus *stakeholders* (Ball et al., 2000; Choi et al., 2018; Xie et al., 2017). Esse nível de aplicação de norma não apenas monitora a informação divulgada pelas empresas (Ewert & Wagenhofer, 2019), mas também influencia a qualidade desse reporte e como essas informações podem ser recebidas por seus usuários, tendo em vista a maior confiabilidade gerada pela maior fiscalização (Bigus & Dreyer, 2023).

Sob o ponto de vista das fusões e aquisições (F&A) domésticas (nacionais) e transfronteiriças (internacionais), essas podem apresentar diferenças significativas em relação ao *enforcement* no ambiente em que as companhias adquirentes estão inseridas e à qualidade das informações reportadas (La Porta et al., 1998; Coffee, 2002). Isso ocorre porque, nas F&A domésticas, que normalmente acontecem dentro do mesmo país, as empresas adquirentes e as empresas-alvo estão sujeitas ao mesmo ambiente regulatório e legal (La Porta et al., 1998; Coffee, 2002; Jensen, 1976), o que resulta não apenas na harmonização das práticas contábeis, mas também na simplificação da integração contábil e operacional, e na redução do risco de conformidade regulatória e legal (Biddle et al., 2009; Francis et al., 1999).

Tendo isso em mente, é esperado que as F&A domésticas apresentem maior sinergia no curto prazo, exatamente por apresentarem uma menor complexidade do que as operações transfronteiriças, gerando um maior incentivo para a adquirente manipular os resultados contábeis em prol da melhora de sua posição financeira

e atender às expectativas dos investidores (Cohen et al., 2010; Francis, Khurana et al., 2005; Skinner, 1993). Já nas F&A transfronteiriças, a maior complexidade decorre das diferenças entre os sistemas contábeis, as culturas organizacionais, as práticas de governança corporativa e os ambientes regulatórios das companhias adquirente e alvo. Além disso, há um risco mais elevado de não conformidade, devido à necessidade de adaptação a diferentes normas contábeis, exigências regulatórias e culturas empresariais (Levitt, 2003). Nesse contexto, espera-se que os ganhos de sinergia ocorram mais no longo prazo, o que pode reduzir o incentivo para que os gestores manipulem os resultados por meio de *accruals*.

Contudo, evidências sugerem que, mesmo em F&A transfronteiriças, os gestores podem substituir o gerenciamento de resultados por *accruals* pelo gerenciamento por meio de transações operacionais, ajustando atividades reais, como a antecipação ou postergação de despesas e investimentos para influenciar os lucros reportados (Purayil & Lukose, 2021). Dessa forma, a menor manipulação via *accruals* não implica, necessariamente, em uma redução geral do gerenciamento de resultados, mas sim em uma possível mudança na estratégia utilizada para atingir os objetivos desejados. Aliado a isso, o nível de *enforcement* dos países em que as companhias se encontram tende a afetar ainda mais essas operações, dado que, em países com menor *enforcement*, há um monitoramento e um controle reduzidos das informações e números contábeis que envolvem essas transações (Ball et al., 2000; Lang et al., 2008).

Pouco se sabe a respeito de como diferentes níveis de *enforcement* do ambiente afetam a relação entre a qualidade da informação contábil reportada e as F&A, no que se refere às companhias-alvo altamente endividadas. Embora haja expectativas de geração de valor por parte das companhias adquirentes e de suas partes interessadas nessas operações (Malmendier et al., 2018), ainda não há consenso sobre os impactos efetivos das F&A nos resultados das companhias adquirentes no período pós-anúncio (Capron & Pistre, 2002). Isso ocorre porque,

embora alguns estudos salientem impactos positivos nos resultados, ainda que mínimos (Chatterjee, 1986; Tunyi, 2021), existe uma vertente de pesquisas que indica que as companhias adquirentes tendem a apresentar resultados piores após as operações de F&A (Datta et al., 1992; Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Nesse sentido, o presente estudo tem como objetivo analisar a influência do *enforcement* na relação entre as F&A transfronteiriças e domésticas com alvos altamente endividados e o gerenciamento de resultados das companhias adquirentes de países que compõem o G20 no período de 2010 a 2022. A análise da influência do *enforcement* em operações de F&A envolvendo alvos altamente endividados é essencial para se compreender como diferentes ambientes regulatórios afetam a qualidade das informações contábeis e o comportamento das empresas adquirentes.

Este estudo contribui significativamente para a literatura ao explorar a relação entre o *enforcement* e a produção de informações contábeis confiáveis, destacando a importância de um ambiente regulatório robusto para mitigar riscos e promover a confiança dos investidores, especialmente nos países do G20, onde a cooperação internacional é fundamental para harmonizar padrões contábeis e garantir a transparência financeira.

Ao focar nas empresas-alvo altamente endividadas, a pesquisa revela o *trade-off* entre os ganhos de sinergia e os riscos aumentados nessas operações, fornecendo uma perspectiva valiosa para os *stakeholders* na tomada de decisões mais informadas. Além disso, ao abordar os incentivos para comportamentos oportunistas sob a Teoria da Agência, o estudo enriquece a compreensão dos usuários da informação contábil sobre comportamentos típicos em operações de F&A, tanto domésticas quanto transfronteiriças. Isso auxilia as companhias e seus *stakeholders* a planejar e investir de forma mais eficaz, além de preparar futuras operações de F&A para melhor entender e comunicar os potenciais resultados nos mercados em que atuam.

## 2. PRESSUPOSTOS TEÓRICOS

F&A são operações efetuadas entre duas ou mais companhias que são legal e economicamente independentes entre si, com o objetivo de formar uma entidade econômica maior (Ernst & Häcker, 2011). Esse processo pode ocorrer tanto pela fusão dos ativos líquidos das companhias adquirente e alvo, quanto pelo controle de um ou mais negócios pela companhia adquirente, fazendo

parte de uma estratégia de crescimento organizacional por parte dos gestores (Hambrick & Crozier, 1985).

Em busca de maior sinergia, bem como de diversificar seus negócios, visando oportunidades tecnológicas e inovadoras, muitas empresas acabam realizando F&A com empresas-alvo altamente endividadas (Andrade et al., 2001; Bena & Li, 2014; Higgins & Rodriguez, 2006).



No entanto, essas operações podem se mostrar arriscadas, em virtude da instabilidade financeira e da incerteza decorrente dessa incorporação, uma vez que a adquirente terá de suprir os recursos faltantes na adquirida para que a riqueza dos acionistas não seja prejudicada (Bruyland & Maeseneire, 2016). Tal problema pode sobrecarregar a adquirente financeiramente, aumentando custos e despesas e reduzindo o desempenho da operação e da adquirente, fazendo com que estratégias de negócio sejam implementadas de forma imediata para mitigar esses problemas (Tang et al., 2021).

Dessa forma, durante as operações de F&A, os gestores das companhias adquirentes podem tomar decisões pautadas em comportamentos oportunistas, agindo em benefício próprio e de seus interesses (Jensen & Meckling, 1976), visando tanto a superavaliação das ações pré-anúncio quanto o atingimento de metas pós-aquisições, o que prejudica a eficiência do negócio e de seus investimentos (Chu et al., 2016). Nesse cenário de busca por sinergia e de incentivos à decisão oportunística por parte dos gestores das companhias adquirentes, encontram-se as práticas de gerenciamento de resultados no período que antecede as F&A (Botsari & Meeks, 2008; Bartov et al., 2021; Erickson & Wang, 1999; Higgins, 2013).

O gerenciamento de resultados pode ser conceituado como os ajustes intencionais advindos do regime de competência (Dechow & Dichev, 2002), utilizando a subjetividade do que é postulado nas normas contábeis para manipular a percepção dos usuários externos sobre os resultados reportados pelas companhias (Healy & Wahlen, 1999). Existem duas formas principais de gerenciamento de resultados: por *accruals* discricionários e por atividades operacionais (ou reais). O gerenciamento por *accruals* ocorre por meio de ajustes contábeis sem impacto direto nos fluxos de caixa (Dechow et al., 2010), sendo considerado menos prejudicial para o desempenho da empresa no longo prazo (Roychowdhury, 2006).

Estudos como o de Purayil & Lukose (2021) indicam que, em F&A transfronteiriças, a redução do gerenciamento por *accruals* pode levar os gestores a substituí-lo pelo gerenciamento por atividades reais, ajustando transações operacionais. No entanto, o presente estudo opta por focar no gerenciamento por *accruals* por três razões principais. Primeiro, o *enforcement* atua diretamente sobre os ajustes contábeis, tornando os *accruals* uma métrica mais relevante para avaliar o impacto regulatório. Segundo, as técnicas de mensuração do gerenciamento por *accruals* estão mais consolidadas na literatura, permitindo uma análise empírica mais robusta (Jones, 1991; Dechow et al., 1995). Terceiro, no contexto de F&A, há evidências de que a manipulação contábil via *accruals* ocorre de maneira mais evidente quando comparada ao gerenciamento por atividades reais, devido

à necessidade de manter a aparência de solidez financeira no curto prazo (Botsari & Meeks, 2008; Erickson & Wang, 1999). Assim, embora a substituição entre *accruals* e atividades reais seja reconhecida, a abordagem adotada neste estudo se justifica pelo alinhamento metodológico com os objetivos da pesquisa.

Além disso, as características do ambiente em que as companhias se encontram podem vir a afetar essas F&A (Xie et al., 2017), tendo em vista os diferentes níveis de *enforcement* dos países em que as empresas adquirentes e alvos podem negociar suas ações. Em sua análise das características de um país e sua relação com as F&A, Xie et al. (2017) demonstram que, de modo geral, quanto maior a distância econômico-financeira entre a empresa adquirente e a empresa-alvo, maiores tendem a ser as consequências de seus diferentes níveis de *enforcement* em aspectos como a proporção de controle e tempo para conclusão da operação. Nessa mesma linha, autores como Kim e Wu (2008) e Nguyen e Knyphausen-Aufseß (2016) evidenciam que altas classificações de crédito a longo prazo dos países e menor incerteza econômica são fatores que estimulam as operações de F&A, corroborando a ideia de que ambientes com alto nível de *enforcement* macroeconômico, em cenários mais desenvolvidos e com menor incerteza, tendem a fomentar ainda mais essas operações.

No contexto da qualidade da informação contábil das companhias envolvidas nessas operações, pode-se afirmar que um maior nível de *enforcement* está relacionado a um monitoramento mais rigoroso e uma fiscalização mais eficaz na aplicação das normas contábeis, garantindo maior qualidade aos seus usuários, por parte dos órgãos de fiscalização (Brown et al., 2014; Healy & Palepu, 2001; La Porta et al., 1998). Esse ambiente de maior *enforcement* tende a melhorar a qualidade da informação contábil, reduzindo a discricionariedade nos resultados reportados (Dechow et al., 2010). Além disso, Purayil & Lukose (2021) argumentam que as companhias adquirentes em F&A transfronteiriças, especialmente quando negociam com alvos em países com alto nível de *enforcement*, são menos propensas a gerenciar seus resultados devido ao rigoroso monitoramento e à aplicação da lei nesses ambientes.

Por outro lado, em ambientes com menor aplicação regulatória, a qualidade das informações contábeis tende a ser inferior, uma vez que a discricionariedade na tomada de decisões contábeis aumenta (Bigus & Dreyer, 2023). Isso ocorre porque as lacunas regulatórias e as práticas contábeis menos rigorosas podem ser exploradas em ambientes com baixo nível de *enforcement*. Em contraste, países com maior *enforcement* desencorajam essas práticas, devido à supervisão mais rigorosa e ao maior risco de repercussões legais (Henley, 2021).

Além disso, as operações de F&A domésticas, por serem realizadas em ambientes com menor fiscalização regulatória, têm maior propensão ao gerenciamento de resultados, motivadas pela expectativa de melhorar o desempenho das empresas adquirentes (Jiraporn et al., 2008; Botsari & Meeks, 2008). Já as F&A transfronteiriças, que estão sujeitas a maior escrutínio e a normas internacionais mais rigorosas, enfrentam menores oportunidades de manipulação de lucros (Ho, 2010; Purayil & Lukose, 2021). Nesse contexto, é formulada a hipótese 1 (H1) do estudo.

**H<sub>1</sub>:** Companhias adquirentes de F&A originárias de países com menor *enforcement* apresentam um maior gerenciamento de resultados nas operações com empresas-alvo altamente endividadas, principalmente as domésticas.

A hipótese H1 se fundamenta na Teoria da Agência, que é reforçada pelo conceito de assimetria de informações, especialmente ao se considerar a origem das empresas envolvidas em operações de fusões e aquisições (F&A). Em operações domésticas, a similaridade regulatória e institucional não impede o gerenciamento de resultados, mas influencia a forma como ele ocorre. Embora a existência de regras e fiscalizações semelhantes possa aumentar a previsibilidade do ambiente contábil, também pode facilitar a identificação de lacunas regulatórias passíveis de exploração pelos gestores (La Porta et al., 2000). Em contraste, nas operações transfronteiriças, as diferenças nos ambientes regulatórios entre os países envolvidos elevam os desafios. Essas divergências podem agravar a assimetria de informações entre as empresas adquirentes e as empresas-alvo, tornando o gerenciamento de resultados mais provável.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa utiliza dados disponíveis na Refinitiv®, no *World Bank*, no *Worldwide Governance Indicators* (WGI) e na *IFRS Foundation*. Não foram analisadas as instituições financeiras, pois sua estrutura de capital é mais alavancada que a das demais empresas, além de estarem sujeitas a uma regulamentação específica do setor, o que poderia prejudicar a comparabilidade entre as empresas analisadas. Além disso, optou-se por analisar apenas as companhias que efetuaram operações de F&A com alvos com alto endividamento no período de 2010 a 2022.

Com o intuito de proporcionar maior comparabilidade nos resultados entre as companhias objeto de estudo, optou-se por considerar apenas as F&A em que a adquirente detém o controle de 100% das ações com direito a voto da empresa-alvo, seja por meio de aquisição total, seja em casos em que já detinha algum percentual da empresa-alvo e passou a apresentar 100% de controle após a aquisição em

questão. Além disso, caso cada companhia tenha realizado mais de uma operação, foi considerado o endividamento da empresa-alvo que apresentava o valor mais representativo, considerando apenas essa operação para fins de análise.

Com relação às variáveis de pesquisa, tem-se a Tabela 1. Como variável de gerenciamento de resultados, a pesquisa está pautada nos *accruals* discricionários, analisando dois modelos: o Jones Modificado (Dechow et al., 1995) e o Pae (2005). No modelo Jones Modificado, considera-se como *accruals* discricionários o valor resultante da subtração dos *accruals* totais pelos *accruals* não discricionários. Com isso, é feita, primeiramente, a estimação dos betas ( $\beta_1$ ,  $\beta_2$  e  $\beta_3$ ) do modelo proposto por Jones (1991), os quais fornecerão os coeficientes estimados da regressão para explicar os *accruals* totais das companhias analisadas, pautando-se em contas como o ativo do período anterior, a variação das receitas e o imobilizado.

$$ACT_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta Disp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta Div_{it}) - Depr_{it} \quad 1$$

$$ACT_{it} = \beta_1 (1/A_{t-1}) + \beta_2 (\Delta R_{it}/A_{it-1}) + \beta_3 (PPE_{it}/A_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad 2$$

$$TAC_{it} = \beta_1 (1/A_{t-1}) + \beta_2 ((\Delta R_{it} - \Delta CR_{it})/A_{it-1}) + \beta_3 (PPE_{it}/A_{it-1}) \quad 3$$

em que:  $ACT_{it}$  = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;  $\Delta AC_{it}$  = variação do ativo corrente (circulante) da empresa *i* no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$\Delta PC_{it}$  = variação do passivo corrente (circulante) da empresa *i* no final do período *t-1* para o final do período *t*;  $\Delta Disp_{it}$  = variação das disponibilidades da empresa *i*

**Tabela 1***Descrição das variáveis na análise de gerenciamento de resultados*

| Variáveis                                                 |                          |                                                                                                                        | Métrica                                                                                                                                                            | Relação esperada                                   | Fundamento teórico                             | Fonte de dados                                                   |
|-----------------------------------------------------------|--------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| Variáveis dependentes                                     |                          |                                                                                                                        |                                                                                                                                                                    |                                                    |                                                |                                                                  |
| Gerenciamento de Resultados (GR)                          | Accruals Discrecionários | ADJ                                                                                                                    | Estimado pelo modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995).                                                                                                    |                                                    |                                                | Refinitiv                                                        |
|                                                           |                          | ADP                                                                                                                    | Estimado pelo modelo de Pae (2005).                                                                                                                                |                                                    |                                                | Refinitiv                                                        |
| Variáveis independentes de interesse                      |                          |                                                                                                                        |                                                                                                                                                                    |                                                    |                                                |                                                                  |
| Origem de F&A                                             | Doméstica                | DOM                                                                                                                    | Dummy de operações de F&A domésticas (nacionais), ou seja, quando a adquirente e a adquirida são do mesmo país.                                                    | +                                                  | Botsari & Meeks (2008); Jiraporn et al. (2008) | Refinitiv                                                        |
|                                                           | Transfronteiriça         | TRA                                                                                                                    | Dummy de operações de F&A transfronteiriças, ou seja, quando a adquirente e a adquirida são de países distintos.                                                   | +                                                  | Ho (2010); Purayil & Lukose (2021)             | Refinitiv                                                        |
| Variáveis independentes de controle                       |                          |                                                                                                                        |                                                                                                                                                                    |                                                    |                                                |                                                                  |
| Tamanho                                                   | Tam                      | Logaritmo natural do ativo total da companhia adquirente.                                                              | -                                                                                                                                                                  | Dechow et al. (2010)                               | Refinitiv                                      |                                                                  |
| Experiência de adoção das IFRS                            | IFRS                     | Tempo em anos de adoção das IFRS pelo país de origem da adquirente.                                                    | -                                                                                                                                                                  | Brown et al. (2014); Healy & Palepu (2001)         | Refinitiv                                      |                                                                  |
| Produto Interno Bruto                                     | PIB                      | Crescimento real do PIB, representado pelo percentual de crescimento do PIB de um ano para outro;                      | -                                                                                                                                                                  | Kim & Wu (2008); Nguyen & Knyphausen-Aufseß (2016) | Standard & Poor's                              |                                                                  |
| Inflação                                                  | INF                      | Indicador de taxa de inflação em termos percentuais;                                                                   | +                                                                                                                                                                  | Henley (2021)                                      | Standard & Poor's                              |                                                                  |
| Estado de Direito                                         | ED                       | Indicador de estado de direito, escalado de 0 a 100;                                                                   | -                                                                                                                                                                  | La Porta et al. (1998)                             | World Bank (WGI)                               |                                                                  |
| Qualidade Regulatória                                     | QR                       | Qualidade regulatória, escalada de 0 a 100;                                                                            | -                                                                                                                                                                  | Djankov et al. (2008)                              | World Bank (WGI)                               |                                                                  |
| Covid                                                     | Covid                    | Dummy que representa o período pandêmico de Covid-19, nos anos de 2020 e 2021, sendo 1 nesses períodos e 0 nos demais. | +                                                                                                                                                                  | Bigus & Dreyer (2023)                              | -                                              |                                                                  |
| Cenários analisados (segmentados na análise de regressão) |                          |                                                                                                                        |                                                                                                                                                                    |                                                    |                                                |                                                                  |
| Nível de Enforcement                                      | Baixo Enforcement        | BEF                                                                                                                    | Dummy que representa o baixo nível de enforcement dos países de origem das companhias adquirentes. Ou seja: se abaixo da média, considera-se 1; se acima, então 0. | +                                                  | Healy & Wahlen (1999); Schipper (1989)         | World Bank, Trading Economics, Leuz (2010) e Brown et al. (2014) |
|                                                           | Alto Enforcement         | AEF                                                                                                                    | Dummy que representa o alto nível de enforcement dos países de origem das companhias adquirentes. Ou seja: se acima da média, considera-se 1; se abaixo, então 0.  | -                                                  | Ball et al. (2000); Purayil & Lukose (2021)    |                                                                  |

**Nota:** Efeitos fixos de setor e ano controlados.**Fonte:** Elaborada pelas autoras.

no final do período  $t-1$  para o final do período  $t$ ;  $\Delta Div_{it}$  = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa  $i$  no final do período  $t-1$  para o final do período  $t$ ; e  $Depr_{it}$  = despesas com depreciação e amortização da empresa  $i$  durante o período  $t$ . Todas as

variáveis não binárias ponderadas pelos ativos totais no início do período  $t$ .

Ainda, o modelo proposto por Pae (2005) é baseado na persistência dos fluxos de caixa operacionais nos ajustes do regime de competência das companhias, conforme a Equação 4.

$$ACT_{it} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta_1 \Delta R_{it} + \beta_2 PPE_{it} + \beta_3 FCO_{it} + \beta_4 FCO_{it-1} + \beta_5 TA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

4

em que:  $ACT_{it}$  = *accruals* totais da empresa  $i$  no período corrente  $t$ , ponderada pelos ativos totais no início do período  $t$ ;  $\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , ponderada pelos ativos totais no início do período  $t$ ;  $PPE_{it}$  = saldos das contas Ativo Imobilizado e Ativo Diferido (bruto) da empresa  $i$  no final do período  $t$ , ponderada pelos ativos totais no início do período  $t$ ;  $A_{it-1}$  = ativos totais da empresa  $i$  no final do período  $t-1$ , ponderada pelos ativos totais no início do período  $t$ ;  $FCO_{it}$  = fluxo de caixa operacional da empresa  $i$  no período  $t$ , ponderada pelos ativos totais no início do período  $t$ ;  $FCO_{it-1}$  = fluxo de caixa operacional da empresa  $i$  no período  $t-1$ , ponderada pelos ativos totais no início do período  $t$ ;  $TA_{it-1}$  = *accruals* totais da empresa  $i$  no período  $t-1$ , ponderada pelos ativos totais no início do período  $t$ ; e  $\varepsilon_{it}$  = resíduo da regressão para a empresa  $i$  no ano  $t$ , considerado na presente pesquisa como a variável de *Accruals* Discricionários do modelo Pae (ADP).

A métrica de *enforcement* utilizada na Tabela 2 fundamenta-se nas metodologias de Leuz (2010) e Brown et al. (2014), amplamente reconhecidas na literatura para medir a qualidade regulatória e a aplicação das normas contábeis. Para essa estimativa, foram considerados indicadores que refletem o rigor regulatório e a efetividade da fiscalização, incluindo desenvolvimento econômico, PIB real per capita, regulação de valores mobiliários, contratos de *self-dealing*, estado de direito e ações coletivas.

A métrica de Leuz (2010) avalia o grau de rigor e efetividade da regulamentação de relatórios corporativos, comparando jurisdições com base em variáveis institucionais e de governança. A regulamentação de valores mobiliários é analisada sob três dimensões: (i) requisitos de divulgação, que medem a transparência exigida das empresas na oferta pública de valores mobiliários; (ii) padrão de responsabilidade, que avalia a prestação de contas de emissores, diretores e distribuidores; e (iii) *enforcement* público, que abrange poderes normativos, capacidade investigativa e imposição de sanções pelas autoridades regulatórias.

Além disso, a métrica incorpora o Índice de Proteção dos Acionistas, de Djankov et al. (2008), que mede a governança corporativa por meio de: (i) direitos antidiretores, (ii) controle *ex-ante* (mecanismos regulatórios preventivos), (iii) controle *ex-post* (capacidade de acionamento judicial) e (iv) *enforcement* público voltado à proteção dos investidores. O sistema legal de cada país também é contemplado por dois indicadores: Estado de Direito, que mede a solidez institucional e a confiança no cumprimento das normas (La Porta et al., 1998); e ações coletivas, que refletem a existência de mecanismos jurídicos para acionistas litigantes atuarem coletivamente contra abusos administrativos (Leuz, 2010).

A métrica de Brown et al. (2014) complementa o modelo ao considerar seis dimensões que analisam o *enforcement* contábil: (i) existência de um órgão regulador para monitorar a conformidade contábil; (ii) autoridade desse órgão para estabelecer normas; (iii) realização de auditorias e revisões periódicas dos demonstrativos financeiros; (iv) publicidade dos resultados dessas revisões; (v) imposição de sanções em caso de descumprimento regulatório; e (vi) estrutura organizacional do órgão regulador, incluindo o número de funcionários alocados para fiscalização por milhão de habitantes.

Com base nesses indicadores, foi elaborado um índice consolidado de *enforcement*, no qual os valores foram agregados para cada país analisado, conforme evidenciado na Tabela 3. A classificação final foi realizada com base na média dos países da amostra, sendo classificados como “alto *enforcement*” (acima da média) ou “baixo *enforcement*” (abaixo da média). Para aumentar a precisão da métrica, os dados foram atualizados em relação às estimativas originais de Leuz (2010), incorporando novos elementos sobre desenvolvimento econômico e PIB per capita. Essa atualização se justifica pelo fato de que mercados de capitais mais desenvolvidos tendem a apresentar regulamentações mais sofisticadas e exigentes em relação à transparência e à qualidade das demonstrações financeiras (Zada et al., 2021). Além disso, países com PIB real per capita mais elevado geralmente possuem sistemas



**Tabela 2***Estimação do nível de enforcement para os países do G20*

| País           | Desenvolvimento econômico | PIB real per capita | Regulação de valores mobiliários |                            |                     | Contratos de Self Dealing |                  |                  |                     | Estado de Direito | Ações coletivas |
|----------------|---------------------------|---------------------|----------------------------------|----------------------------|---------------------|---------------------------|------------------|------------------|---------------------|-------------------|-----------------|
|                |                           |                     | Requisitos de divulgação         | Padrão de responsabilidade | Enforcement público | Direitos antidiretores    | Controle ex ante | Controle ex post | Enforcement público |                   |                 |
| Argentina      | 0                         | 1,29                | 0,5                              | 0,22                       | 0,58                | 2                         | 0,33             | 0,35             | 0                   | 0,18              | 0               |
| Austrália      | 1                         | 6,08                | 0,75                             | 0,66                       | 0,9                 | 4                         | 0,89             | 0,63             | 0,5                 | 2                 | 1               |
| Áustria        | 1                         | 4,7                 | 0,25                             | 0,11                       | 0,17                | 3                         | 0                | 0,43             | 1                   | 2,1               | 0               |
| Bélgica        | 1                         | 4,41                | 0,42                             | 0,44                       | 0,15                | 3                         | 0,39             | 0,7              | 0,5                 | 1,64              | 0               |
| Brasil         | 0                         | 0,88                | 0,25                             | 0,33                       | 0,58                | 5                         | 0,22             | 0,32             | 0,5                 | -0,15             | 1               |
| Canadá         | 1                         | 4,49                | 0,92                             | 1                          | 0,8                 | 4                         | 0,33             | 0,95             | 1                   | 2,01              | 1               |
| Dinamarca      | 1                         | 6,01                | 0,58                             | 0,55                       | 0,37                | 4                         | 0,25             | 0,68             | 0,75                | 1,97              | 0               |
| Finlândia      | 1                         | 4,71                | 0,5                              | 0,66                       | 0,32                | 4                         | 0,14             | 0,77             | 0                   | 2,13              | 0               |
| França         | 1                         | 3,89                | 0,75                             | 0,22                       | 0,77                | 4                         | 0,08             | 0,68             | 0,5                 | 1,49              | 1               |
| Alemanha       | 1                         | 4,3                 | 0,42                             | 0                          | 0,22                | 4                         | 0,14             | 0,43             | 1                   | 1,91              | 0               |
| Grécia         | 1                         | 2,02                | 0,33                             | 0,5                        | 0,32                | 2                         | 0,08             | 0,35             | 0,5                 | 0,75              | 0               |
| Índia          | 0                         | 0,21                | 0,92                             | 0,66                       | 0,67                | 5                         | 0,33             | 0,82             | 0,5                 | 0,23              | 1               |
| Indonésia      | 0                         | 0,41                | 0,5                              | 0,66                       | 0,62                | 4                         | 0,81             | 0,5              | 0                   | -0,9              | 0               |
| Irlanda        | 1                         | 9,86                | 0,67                             | 0,44                       | 0,37                | 5                         | 0,78             | 0,8              | 0                   | 1,86              | 0               |
| Itália         | 1                         | 3,29                | 0,67                             | 0,67                       | 0,48                | 2                         | 0,17             | 0,68             | 0                   | 0,94              | 0               |
| Japão          | 1                         | 3,6                 | 0,75                             | 0,66                       | 0                   | 5                         | 0,22             | 0,77             | 0                   | 1,82              | 0               |
| México         | 0                         | 0,98                | 0,58                             | 0,11                       | 0,35                | 3                         | 0,19             | 0,15             | 0,5                 | -0,37             | 0               |
| Holanda        | 1                         | 5                   | 0,5                              | 0,89                       | 0,47                | 3                         | 0,06             | 0,35             | 0                   | 1,97              | 1               |
| Portugal       | 1                         | 2,21                | 0,42                             | 0,66                       | 0,58                | 3                         | 0,14             | 0,75             | 1                   | 1,16              | 1               |
| África do Sul  | 0                         | 0,6                 | 0,83                             | 0,66                       | 0,25                | 5                         | 1                | 0,63             | 0                   | 0,3               | 0               |
| Espanha        | 1                         | 2,74                | 0,5                              | 0,66                       | 0,33                | 5                         | 0,22             | 0,52             | 1                   | 1,38              | 1               |
| Suécia         | 1                         | 5,55                | 0,58                             | 0,28                       | 0,5                 | 4                         | 0,17             | 0,5              | 1                   | 1,98              | 0               |
| Turquia        | 0                         | 1,4                 | 0,5                              | 0,22                       | 0,63                | 3                         | 0,33             | 0,52             | 0                   | 0,07              | 0               |
| Reino Unido    | 1                         | 4,72                | 0,83                             | 0,66                       | 0,68                | 5                         | 1                | 0,9              | 0                   | 1,93              | 1               |
| Estados Unidos | 1                         | 6,29                | 1                                | 1                          | 0,9                 | 3                         | 0,33             | 0,98             | 0                   | 1,92              | 1               |
| Máx.           | 1                         | 9,86                | 1                                | 1                          | 0,9                 | 5                         | 1                | 0,98             | 1                   | 2,13              | 1               |
| Mín.           | 0                         | 0,21                | 0,25                             | 0                          | 0                   | 2                         | 0                | 0,15             | 0                   | -0,9              | 0               |
| Méd.           | 0,72                      | 3,59                | 0,6                              | 0,52                       | 0,48                | 3,76                      | 0,34             | 0,61             | 0,41                | 1,21              | 0,4             |

**Fonte:** *Elaborada pelas autoras.*

**Tabela 3***Classificação de alto e baixo enforcement*

| País           | <i>Enforcement</i><br>(Leuz, 2010) |               | <i>Enforcement</i><br>(Brown et al., 2014) |               | <i>Enforcement</i><br>(ACP) |               | Convergência<br>entre as métricas | Apresentam Dados de Alvos<br>Altamente Endividados | Amostra<br>Final |
|----------------|------------------------------------|---------------|--------------------------------------------|---------------|-----------------------------|---------------|-----------------------------------|----------------------------------------------------|------------------|
|                | Nível                              | Classificação | Nível                                      | Classificação | Nível                       | Classificação |                                   |                                                    |                  |
| África do Sul  | 9,27                               | Baixo         | 29,00                                      | Baixo         | 6,72                        | Baixo         | Converge                          | Sim                                                | 7                |
| Alemanha       | 13,42                              | Alto          | 44,00                                      | Alto          | 18,36                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 32               |
| Argentina      | 5,45                               | Baixo         | 11,00                                      | Baixo         | 6,03                        | Baixo         | Converge                          | Sim                                                | 2                |
| Austrália      | 18,41                              | Alto          | 52,00                                      | Alto          | 25,13                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 29               |
| Áustria        | 12,76                              | Alto          | 27,00                                      | Baixo         | 18,74                       | Alto          | Diverge                           | Sim                                                | 0                |
| Bélgica        | 12,65                              | Alto          | 44,00                                      | Alto          | 18,66                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 6                |
| Brasil         | 8,93                               | Baixo         | 23,00                                      | Baixo         | 6,22                        | Baixo         | Converge                          | Sim                                                | 15               |
| Canadá         | 17,5                               | Alto          | 54,00                                      | Alto          | 21,38                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 59               |
| Dinamarca      | 16,16                              | Alto          | 49,00                                      | Alto          | 23,95                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 4                |
| Espanha        | 14,35                              | Alto          | 42,00                                      | Alto          | 15,68                       | Baixo         | Diverge                           | Sim                                                | 0                |
| Estados Unidos | 17,42                              | Alto          | 56,00                                      | Alto          | 25,74                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 499              |
| Finlândia      | 14,23                              | Alto          | 32,00                                      | Baixo         | 20,32                       | Alto          | Diverge                           | Sim                                                | 0                |
| França         | 14,38                              | Alto          | 45,00                                      | Alto          | 18,36                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 33               |
| Grécia         | 7,85                               | Baixo         | 26,00                                      | Baixo         | 11,57                       | Baixo         | Converge                          | Sim                                                | 2                |
| Holanda        | 14,24                              | Alto          | 43,00                                      | Alto          | 20,89                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 8                |
| Índia          | 10,34                              | Baixo         | 21,00                                      | Baixo         | 6,03                        | Baixo         | Converge                          | Sim                                                | 18               |
| Indonésia      | 6,6                                | Baixo         | 14,00                                      | Baixo         | 5,30                        | Baixo         | Converge                          | Não                                                | 0                |
| Irlanda        | 20,78                              | Alto          | 41,00                                      | Alto          | 34,86                       | Alto          | Converge                          | Não                                                | 0                |
| Itália         | 9,9                                | Baixo         | 46,00                                      | Alto          | 15,81                       | Baixo         | Diverge                           | Sim                                                | 0                |
| Japão          | 13,82                              | Alto          | 34,00                                      | Baixo         | 17,99                       | Alto          | Diverge                           | Sim                                                | 0                |
| México         | 5,49                               | Baixo         | 25,00                                      | Baixo         | 5,47                        | Baixo         | Converge                          | Sim                                                | 11               |
| Portugal       | 11,92                              | Baixo         | 29,00                                      | Baixo         | 13,34                       | Baixo         | Converge                          | Sim                                                | 11               |
| Reino Unido    | 17,72                              | Alto          | 54,00                                      | Alto          | 21,96                       | Alto          | Converge                          | Sim                                                | 50               |
| Suécia         | 15,56                              | Alto          | 34,00                                      | Baixo         | 22,48                       | Alto          | Diverge                           | Sim                                                | 0                |
| Turquia        | 6,67                               | Baixo         | 20,00                                      | Baixo         | 6,88                        | Baixo         | Converge                          | Sim                                                | 3                |
| <b>Total</b>   |                                    |               |                                            |               |                             |               |                                   |                                                    | <b>789</b>       |
| Média          | 12,63                              | –             | 35,80                                      | –             | 16,31                       | –             | –                                 | –                                                  | –                |
| Desvio-padrão  | 4,29                               | –             | 13,03                                      | –             | 7,88                        | –             | –                                 | –                                                  | –                |
| Mínimo         | 5,45                               | –             | 11,00                                      | –             | 5,30                        | –             | –                                 | –                                                  | –                |
| Máximo         | 20,78                              | –             | 56,00                                      | –             | 34,86                       | –             | –                                 | –                                                  | –                |

**Fonte:** *Elaborada pelas autoras.*

regulatórios mais rígidos, o que reforça a necessidade de ajustar a métrica para garantir maior representatividade e fidedignidade aos resultados (Crawley, 2015).

Por fim, visando garantir uma análise robusta e livre de vieses teóricos, foi aplicada a técnica estatística de Análise de Componentes Principais (ACP) para consolidar a métrica final de *enforcement*. A ACP permite reduzir a dimensionalidade dos dados, identificando padrões e relações entre variáveis, além de assegurar que a classificação

dos países seja determinada exclusivamente com base em dados empíricos. Essa abordagem representa uma evolução metodológica em relação às métricas propostas por Leuz (2010) e Brown et al. (2014), proporcionando uma avaliação mais precisa da relação entre *enforcement* e gerenciamento de resultados em operações de F&A.

Para a classificação de alto nível de endividamento, baseou-se na média do RANKVAL de cada setor da empresa-alvo nas operações dos países analisados.

$$RANKVAL = VALNOLIA + (NETDEBT) - CASH \quad 5$$

$$RANKVAL = VALNOLIA + (STRD + STD + PFDEQ) - CASH \quad 6$$

em que: RANKVAL corresponde ao Valor de Classificação inc. Dívida Líquida da Alvo; VALNOLIA é o valor da transação; NETDEBT é o valor da dívida líquida da empresa alvo; CASH diz respeito ao Caixa e Títulos e Valores Mobiliários na data das informações financeiras mais atuais antes do anúncio da transação; STRD é a dívida simples, representando o montante total de obrigações financeiras da empresa-alvo, sem qualquer conversibilidade em ações ou características preferenciais;

STD é a dívida de curto prazo, referente a obrigações com vencimento inferior a um ano; e PFDEQ é o valor do Capital Preferencial, que corresponde ao montante de ações preferenciais emitidas pela empresa-alvo, geralmente com características híbridas entre dívida e patrimônio.

Por fim, para a análise de regressão do gerenciamento de resultados foi operacionalizado o modelo evidenciado nas equações 8 e 9.

$$ADJ_{it} = \alpha + \beta_1 DOM_{it} + \beta_2 TRA_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 INF_{it} + \beta_6 ED_{it} + \beta_7 QR_{it} + \beta_8 Covid_{it} + \varepsilon_{it} \quad 7$$

$$ADP_{it} = \alpha + \beta_1 DOM_{it} + \beta_2 TRA_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 INF_{it} + \beta_6 ED_{it} + \beta_7 QR_{it} + \beta_8 Covid_{it} + \varepsilon_{it} \quad 8$$

Vale salientar que esse modelo foi rodado não somente pela regressão à média para cada um dos níveis de *enforcement* (alto e baixo), mas também por meio da segregação dos valores positivos e negativos das *proxies* de gerenciamento de resultados, por três motivos principais: 1) ajuda a identificar diferentes estratégias de manipulação contábil, como inflar lucros em períodos de baixo desempenho ou criar reservas em períodos de alto desempenho, evitando que os efeitos de cancelamento entre *accruals* positivos e negativos

masquem a verdadeira extensão do gerenciamento de resultados (Dechow et al., 1995); 2) permite detectar práticas como a criação de “reservas de cookie jar”, fornecendo maior margem de valores para suavizar lucros ao longo do tempo (Healy, 1985); e 3) oferece uma visão mais detalhada das práticas contábeis, controlando melhor as variáveis contextuais e as circunstâncias específicas que influenciam o gerenciamento de resultados, como as condições econômicas e os objetivos da administração (Dechow et al., 2010).

## 4. RESULTADOS

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis da pesquisa.

De acordo com a Tabela 4, é possível evidenciar que, para países com alto nível de *enforcement*, as F&A domésticas apresentam uma média de *accruals* discricionários pelo modelo Jones Modificado (ADJ) de -0,04731, com um desvio padrão de 0,20642, indicando uma maior variabilidade do que as companhias que

efetuaram operações transfronteiriças, cujo desvio padrão é de 0,18738. Levando em consideração que, quanto maior o desvio padrão, mais dispersos estão os erros de regressão e, por isso, maior a propensão ao gerenciamento de resultados por meio de decisões discricionárias dos gestores, as empresas negociadas em países com alto nível de *enforcement* e que efetuaram a aquisição de alvos do mesmo país com alto nível de

endividamento tendem a apresentar uma maior propensão a gerenciar seus resultados. A menor variabilidade nas F&A transfronteiriças pode ser atribuída aos controles regulatórios mais rigorosos e à maior fiscalização em operações internacionais (Dechow et al., 2010; Jiraporn et al., 2008; Botsari & Meeks, 2008).

Por outro lado, países com baixo nível de *enforcement* mostram uma média de ajustes discricionários (ADJ) de -0,03555 para F&A domésticas, com um desvio padrão de 0,30841, sendo essa a maior variabilidade, tanto quando se compara a origem das companhias adquirente e alvo (F&A domésticas e transfronteiriças), quanto o nível de *enforcement*. Esse elevado desvio padrão sugere uma maior propensão ao gerenciamento de resultados, corroborando a hipótese de que as operações domésticas em ambientes com menor *enforcement* apresentam uma maior flexibilidade para práticas discricionárias.

Em relação aos *accruals* discricionários pelo modelo de Pae (ADP), o resultado é similar. Analisando as companhias de países com alto *enforcement* em F&A domésticas (0,19326), pode-se notar uma variabilidade maior do que nas transfronteiriças (0,17714), o que corrobora a ideia de que, nas operações internacionais, os gestores seriam menos incentivados a gerenciar seus resultados, devido ao maior escrutínio regulatório e à conformidade com normas internacionais rigorosas (Ho, 2010; Purayil & Lukose, 2021).

O mesmo ocorre quando analisadas as companhias de países com baixo *enforcement*, com desvio padrão de 0,19873, corroborando os achados da literatura de que a falta de *enforcement* rigoroso permite maior flexibilidade para práticas discricionárias, resultando em maior variabilidade das proxies de gerenciamento de resultado e, com isso, maior propensão ao gerenciamento de resultados (Healy & Palepu, 2001). Além disso, a maior variabilidade observada nas transações domésticas em países com baixo *enforcement* sugere que essas empresas se aproveitam da menor fiscalização para gerenciar resultados, especialmente em operações com empresas-alvo altamente endividadas.

Partindo-se dos dados da pesquisa, efetuaram-se as regressões dos dados em painel à média (Tabela 5), com tratamento para outliers (winsorização a 1%), buscando-se analisar a influência do *enforcement* na relação entre as F&A transfronteiriças e domésticas com alvos altamente endividados e o gerenciamento de resultados das companhias adquirentes dos países que compõem o G20.

Com base na Tabela 5, pode-se notar que a constante é significativamente negativa em todos os modelos e submodelos, indicando uma tendência geral de *accruals*

discricionários negativos, levando a crer que, em média, as companhias tendem a apresentar menor gerenciamento de resultados em ambos os modelos, independentemente do nível de *enforcement* a que estão submetidas. Esses achados evidenciam que, mesmo com a premissa de que, em ambientes regulatórios mais rígidos, tenderiam a existir práticas conservadoras (Dechow et al., 2010), com gerenciamento de resultados para diminuir os lucros das companhias, quando analisadas as F&A com alvos altamente endividados, as práticas mais conservadoras podem ser vistas em diferentes realidades de *enforcement*, o que pode ser explicado pelo maior risco atrelado a esse tipo de operação (Bruyland & Maeseneire, 2016), dadas as potenciais sobrecargas financeiras trazidas por esses alvos (Tang et al., 2021).

Para as F&A domésticas, os coeficientes não são estatisticamente significativos na maioria dos modelos, indicando que não há evidências robustas de que as F&A domésticas impactem os *accruals* discricionários de maneira consistente. Em contrapartida, em países com baixo *enforcement* (BEF), observa-se um coeficiente positivo (0,041) no modelo ADJ, embora não seja estatisticamente significativo. Já no que se refere às F&A transfronteiriças, diferentemente do esperado, essas apresentam um impacto positivo e significativo no gerenciamento de resultados, particularmente em países com baixo *enforcement* (BEF).

No modelo ADJ, o coeficiente é de 0,107, ao nível de 1%, enquanto no modelo ADP, o coeficiente é de 0,057, ao nível de 10%. Esses resultados indicam que as companhias que realizam F&A transfronteiriças em países com baixo *enforcement* tendem a aumentar o gerenciamento de resultados, provavelmente devido à menor rigidez regulatória e ao maior risco atrelado a esse tipo de operação internacional. Este achado corrobora a literatura sobre o *enforcement*, que sugere que um menor monitoramento e controle por parte dos órgãos reguladores propiciaria um maior incentivo à manipulação dos resultados (Dechow et al., 1996; Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989), mas não corresponde à literatura que aborda a origem das F&A (domésticas e transfronteiriças), segundo a qual as operações domésticas tenderiam a apresentar maior manipulação, por se esperar maiores resultados no curto prazo (Cohen et al., 2010; Francis, Khurana, 2005; Skinner, 1993).

De forma geral, os resultados corroboram a literatura existente, que sugere que o *enforcement* desempenha um papel crucial na moderação das práticas de gerenciamento de resultados, independentemente do contexto analisado. Companhias em países com baixo *enforcement* parecem mais propensas a gerenciar resultados, especialmente



**Tabela 4**  
Estatística descritiva das variáveis da pesquisa

| Variáveis | Nível do Enforcement | Origem | Observações | Média    | Desvio Padrão  | Mediana  | Mínimo   | Máximo  |
|-----------|----------------------|--------|-------------|----------|----------------|----------|----------|---------|
| ADJ       | Alto                 | DOM    | 1.445       | -0,04731 | <b>0,20642</b> | -0,05005 | -1,25378 | 1,29243 |
|           |                      | TRA    | 749         | -0,03580 | 0,18738        | -0,03699 | -1,30888 | 1,21736 |
|           | Baixo                | DOM    | 69          | -0,03555 | <b>0,30841</b> | -0,04829 | -1,51431 | 1,32994 |
|           |                      | TRA    | 33          | 0,01203  | 0,16973        | -0,00996 | -0,36128 | 0,57761 |
|           | Total                | DOM    | 1.514       | -0,04678 | <b>0,21201</b> | -0,04992 | -1,51431 | 1,32994 |
|           |                      | TRA    | 782         | -0,03378 | 0,18682        | -0,03495 | -1,30888 | 1,21736 |
| ADP       | Alto                 | DOM    | 1.485       | -0,00426 | <b>0,19326</b> | -0,02151 | -0,80957 | 1,52658 |
|           |                      | TRA    | 763         | -0,00028 | 0,17714        | -0,01974 | -0,75414 | 1,53818 |
|           | Baixo                | DOM    | 72          | -0,00762 | <b>0,19873</b> | -0,02082 | -0,53751 | 0,64881 |
|           |                      | TRA    | 36          | 0,02550  | 0,15420        | 0,01678  | -0,36060 | 0,61912 |
|           | Total                | DOM    | 1.557       | -0,00442 | <b>0,19345</b> | -0,02139 | -0,80957 | 1,52658 |
|           |                      | TRA    | 799         | 0,00088  | 0,17616        | -0,01847 | -0,75414 | 1,53818 |

Fonte: Elaborada pelas autoras.

**Tabela 5**  
Regressão à média do modelo de gerenciamento de resultados

| Variáveis   | (1)       |         | (2)       |         | (3)             |         | (4)       |         | (5)       |         | (6)           |         |
|-------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------------|---------|-----------|---------|-----------|---------|---------------|---------|
|             | ADJ       |         |           |         |                 |         | ADP       |         |           |         |               |         |
|             | Todas     |         | AEF       |         | BEF             |         | Todas     |         | AEF       |         | BEF           |         |
| Constant    | -2,293*** | (0,193) | -2,300*** | (0,210) | -2,473***       | (0,736) | -2,200*** | (0,163) | -2,252*** | (0,183) | -1,865***     | (0,654) |
| DOM         | -0,002    | (0,007) | -0,004    | (0,007) | 0,041           | (0,037) | -0,007    | (0,006) | -0,008    | (0,007) | 0,015         | (0,024) |
| TRA         | 0,011     | (0,008) | 0,007     | (0,009) | <b>0,107***</b> | (0,034) | 0,01      | (0,008) | 0,008     | (0,008) | <b>0,057*</b> | (0,033) |
| Tam         | 0,084***  | (0,008) | 0,083***  | (0,009) | 0,100***        | (0,034) | 0,089***  | (0,007) | 0,089***  | (0,007) | 0,084***      | (0,030) |
| PIB         | -0,303*** | (0,116) | -0,365*** | (0,122) | 0,321           | (0,364) | -0,360*** | (0,104) | -0,418*** | (0,109) | 0,179         | (0,304) |
| INF         | -0,605*   | (0,336) | -0,848    | (0,636) | -0,302          | (1,023) | -0,435    | (0,282) | 0,053     | (0,549) | -0,599        | (0,790) |
| ED          | 0,147**   | (0,057) | 0,144**   | (0,071) | 0,194           | (0,140) | 0,179***  | (0,050) | 0,215***  | (0,066) | 0,036         | (0,144) |
| QR          | 0,005     | (0,032) | 0,01      | (0,045) | -0,049          | (0,095) | -0,009    | (0,026) | -0,04     | (0,039) | 0,015         | (0,082) |
| Covid       | -0,026*** | (0,006) | -0,027*** | (0,007) | -0,002          | (0,031) | -0,026*** | (0,006) | -0,027*** | (0,006) | -0,005        | (0,033) |
| Observações | 7.089     |         | 6.544     |         | 545             |         | 7.413     |         | 6.829     |         | 584           |         |
| Firmas      | 779       |         | 724       |         | 55              |         | 777       |         | 722       |         | 55            |         |
| R²          | 0,13      |         | 0,127     |         | 0,192           |         | 0,054     |         | 0,056     |         | 0,067         |         |
| R² Ajustado | 0,128     |         | 0,125     |         | 0,161           |         | 0,052     |         | 0,053     |         | 0,033         |         |
| Teste F     | 23,637    |         | 21,075    |         | 5,008           |         | 13,52     |         | 13,039    |         | 2,854         |         |

\*\*\*, \*\* e \* dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelas autoras.

em contextos de F&A transfronteiriças, diferentemente do esperado para esse tipo de origem de F&A. Este achado é consistente com a literatura que aponta para a menor eficácia regulatória nesses países, permitindo maior flexibilidade para práticas contábeis oportunistas (Cartwright & Cooper, 1990; Henley, 2021).

Analisaram-se também os *accruals* discricionários positivos e negativos da amostra, com o objetivo de conferir robustez à análise. De acordo com a análise, nos modelos de *accruals* discricionários positivos (ADJ), as F&A transfronteiriças apresentam um coeficiente positivo e significativo, tanto quando analisadas todas as companhias, quanto quando analisadas apenas as de alto *enforcement*, com valores de 0,040 e 0,039, respectivamente, ao nível de 1%, indicando que a rigidez regulatória pode incentivar as companhias a inflarem seus resultados, possivelmente para mostrar um desempenho financeiro mais robusto pós-aquisição (Henley, 2021). Por outro lado, nos *accruals* discricionários negativos (ADJ), as F&A transfronteiriças apresentam coeficientes negativos, mas apenas significativos em países com baixo *enforcement* (BEF), com um valor de -0,059, ao nível de 5%. Isso sugere que, em ambientes regulatórios menos rigorosos, as companhias tendem a praticar menos a redução de seus lucros.

Em relação às F&A domésticas, apenas no caso de *accruals* positivos (ADJ e ADP) foram evidenciados coeficientes significativos, sendo os coeficientes positivos em países com baixo *enforcement* (BEF), como mostrado pelo coeficiente de 0,121 e significância de 10% no modelo ADP Positivo. Isso sugere uma menor necessidade de práticas agressivas de gerenciamento de resultados em F&A domésticas, que geralmente envolvem menor complexidade regulatória e cultural (Botsari & Meeks, 2008). Já na análise dos *accruals* negativos, os coeficientes não são significativos, indicando que as F&A domésticas não impactam substancialmente a redução dos resultados quando ocorre a manipulação dos lucros das companhias.

Um aspecto importante a considerar é o impacto das aquisições de empresas-alvo altamente endividadas, que, de acordo com os resultados evidenciados na pesquisa, estão mais inclinadas a gerenciar seus resultados para baixo, diferentemente do que é preconizado na literatura,

segundo a qual empresas endividadas tenderiam a estar mais inclinadas a práticas de gerenciamento de resultados para melhorar a percepção de sua saúde financeira (Bartov et al., 2021). Dessa forma, esse achado leva a crer que, em média, as empresas tendem a adotar práticas mais conservadoras ao gerenciar resultados, possivelmente devido ao maior risco e escrutínio associados a alvos altamente endividados (Bruyland & Maeseneire, 2016). A combinação de alto endividamento e baixa qualidade de *enforcement* pode criar um ambiente propício para o gerenciamento de resultados, mas a necessidade de manter uma aparência de estabilidade pode levar a práticas contábeis mais conservadoras.

Além disso, com base nos resultados, a Hipótese 1 é rejeitada, pois as evidências mostram que companhias de países com baixo *enforcement* tendem a gerenciar mais os resultados em F&A transfronteiriças, mas essa tendência não é consistentemente observada em F&A domésticas. A dinâmica do *enforcement*, a complexidade das operações transfronteiriças e o impacto das aquisições de empresas-alvo altamente endividadas desempenham papéis cruciais na modulação das práticas de gerenciamento de resultados. Esses achados sugerem que, enquanto o *enforcement* mais fraco permite maior flexibilidade para práticas contábeis agressivas, a complexidade e os riscos das F&A transfronteiriças e o elevado endividamento dos alvos podem incentivar tanto a manipulação quanto a adoção de práticas mais conservadoras, dependendo do contexto específico (Cartwright & Cooper, 1990; Dechow et al., 2010).

De modo geral, os resultados indicam que o *enforcement* desempenha um papel crucial na moderação das práticas de gerenciamento de resultados, corroborando a literatura que sugere que ambientes regulatórios mais rígidos inibem práticas contábeis oportunistas. Empresas em países com baixo *enforcement* mostram maior propensão a gerenciar resultados, especialmente em operações de F&A transfronteiriças. Logo, tal resultado denota que, mesmo analisando a origem das F&A, é necessário levar em conta, sempre, o *enforcement* ao qual essas organizações estão submetidas para a análise da qualidade dos resultados dessas companhias, devendo ser uma análise conjunta de fatores, e não apenas segregada.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados da pesquisa indicam que, em ambientes com menor *enforcement*, há uma maior tendência a práticas contábeis oportunistas, o que resulta em uma menor qualidade da informação contábil das companhias adquirentes em operações de fusões e aquisições (F&A) envolvendo empresas-alvo altamente endividadas. Especificamente, constatou-se que, em operações domésticas, onde as empresas operam dentro do mesmo contexto legal e cultural, a expectativa de sinergias a curto prazo pode incentivar o gerenciamento de resultados, conforme sugerido pela literatura. No entanto, esse comportamento não se manifesta de forma uniforme, pois outros fatores, como o nível de *enforcement* e o risco associado às transações, também influenciam a forma como as empresas gerenciam seus resultados.

Além disso, a alta complexidade e os riscos associados às F&A com empresas-alvo altamente endividadas incentivam as companhias adquirentes a gerenciarem seus resultados para apresentarem uma saúde financeira melhor. No entanto, em ambientes com maior *enforcement*, essas empresas tendem a adotar práticas contábeis mais conservadoras, contrastando com a expectativa de que empresas endividadas gerenciem resultados para melhorar sua percepção financeira. Esse comportamento sugere que o maior risco e o maior escrutínio regulatório associados às operações transfronteiriças atuam como um dissuasor para a manipulação contábil.

A pesquisa também revela que, contrariamente às hipóteses iniciais, não houve uma tendência consistente de maior gerenciamento de resultados em operações transfronteiriças em ambientes de baixo *enforcement*. A complexidade e o alto endividamento das empresas-alvo parecem influenciar significativamente as práticas contábeis, sugerindo que outros fatores, além do *enforcement*, desempenham um papel crucial na determinação da qualidade da informação contábil em F&A. Dessa forma, os resultados reforçam que a relação entre *enforcement* e gerenciamento de resultados não é linear, sendo mediada por características específicas das

transações, como a alavancagem financeira da empresa-alvo e o grau de risco percebido pelos gestores.

Esses achados ressaltam a importância de um *enforcement* robusto para garantir a qualidade e a relevância das informações contábeis. A pesquisa contribui teoricamente ao mostrar que o alto endividamento pode tanto incentivar a manipulação contábil, quanto promover práticas mais conservadoras, dependendo do nível de *enforcement* e do contexto das F&A. Também enfatiza a importância de estruturas regulatórias rigorosas para aumentar a credibilidade das informações financeiras.

Contudo, é importante destacar algumas limitações deste estudo. Primeiro, a pesquisa se baseia em dados de empresas dos países que compõem o G20, o que pode limitar a generalização de seus resultados para economias com níveis muito distintos de desenvolvimento regulatório. Além disso, a análise foca no gerenciamento de resultados via *accruals*, sem explorar o gerenciamento por atividades reais, que pode representar outra forma relevante de manipulação contábil em determinados contextos.

Diante dessas limitações, sugere-se que pesquisas futuras ampliem o escopo da investigação, incluindo diferentes grupos de países, com características regulatórias mais heterogêneas, e explorando a interação entre gerenciamento por *accruals* e por atividades reais. Além disso, estudos futuros poderiam analisar o impacto de variáveis macroeconômicas, como ciclos econômicos e crises financeiras, sobre o gerenciamento de resultados em operações de F&A.

Finalmente, a pesquisa oferece importantes contribuições práticas para gestores, investidores e reguladores ao demonstrar como o *enforcement* e a origem das F&A influenciam o gerenciamento de resultados. Essas descobertas auxiliam na formulação de políticas que promovam maior transparência e reduzam as práticas contábeis oportunistas, fortalecendo a confiança do mercado nas operações de F&A.

## REFERÊNCIAS

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120. <https://www.jstor.org/stable/2696594>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 105-134. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Barth, M. E. (2008). Global financial reporting: Implications for U.S. academics. *The Accounting Review*, 83(5), 1159-1180. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.5.1159>
- Bartov, E., Cheng, C. S. A., & Wu, H. (2021). Overbidding in mergers and acquisitions: An accounting perspective. *The Accounting Review*, 96(2), 55-79. <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0260>
- Bena, J., & Li, K. (2014). Corporate innovations and mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 69(5), 1923-1960. <https://doi.org/10.1111/jofi.12059>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Bigus, J. & Dreyer, F. (2023). Country-level accounting enforcement and IPO underpricing. *ABACUS*, 59(3), 735-775. <https://doi.org/10.1111/abac.12280>
- Botsari, A., & Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), 633-670. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02091.x>
- Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 605-648. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm089>
- Brown, P., Preiato, J., & Tarca, A. (2014). Measuring country differences in enforcement of accounting standards: An audit and enforcement proxy. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(1-2), 1-52. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12066>
- Bruyland, E., & de Maeseneire, W. (2016). The risk effects of acquiring distressed firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), 1297-1324. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12210>
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794. <https://doi.org/10.1002/smj.262>
- Cartwright, S. & Cooper, C. L. (1990). The impact of mergers and acquisitions on people at work: Existing research and issues. *British Journal of Management*, 1(2), 65-76. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.1990.tb00163.x>
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7(2), 119-139. <https://doi.org/10.1002/smj.4250070203>
- Chemmanur, T. J., Paeglis, I., & Simonyan, K. (2011). Management quality and antitakeover provisions. *Journal of Law and Economics*, 54(4), 651-692. <https://doi.org/10.1086/661115>
- Choi, J., Han, S., & Kim, T. (2018). Agency costs and corporate governance in China: Evidence from Chinese listed companies. *Asian Review of Accounting*, 26(1), 4-24. <https://doi.org/10.1108/ARA-07-2016-0072>
- Chu, W., Yang, N., & Yang, S. (2016). Corporate governance' impact on research and development. *Journal of Business Research*, 69(6), 2239-2243. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.12.036>
- Coffee, J. C. (2002). Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. *Columbia Law Review*, 102(7), 1757-1831. <https://doi.org/10.2307/1123661>
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2010). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 85(3), 1015-1050. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757>
- Crawley, M. J. (2015). Macroeconomic consequences of accounting: The effect of accounting conservatism on macroeconomic indicators e the money supply. *The Accounting Review*, 90(3), 987-1011. <https://doi.org/10.2308/accr-50998>
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, 13(1), 67-84. <https://doi.org/10.1002/smj.4250130106>
- Dechow, P.M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59. <https://www.jstor.org/stable/3203324>
- Dechow, P. M., Ge, W., Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: a review of proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), p. 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. The Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- Deng, P., & Yang, M. (2015). Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*, 24, 157-172. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.07.005>
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>
- Erickson, M., & Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 149-176. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00008-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00008-7)



- Ernst, D., & Häcker, J. (2011). *Applied international corporate finance* (2nd ed.). Vahlen.
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2019). Effects of increasing enforcement on financial reporting quality and audit quality. *Journal of Accounting Research*, 57(1), 121-168. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12251>
- Francis, J., Maydew, E. L., & Sparks, H. C. (1999). The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 18(2), 17-34. <https://doi.org/10.2308/aud.1999.18.2.17>
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005) Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, 80(4), 1125-1162. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1125>
- Francis, J. R., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2005) The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Hambrick, D. C., & Crozier, L. M. (1985). Stumblers and stars in the management of rapid growth. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 31-45. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(85\)90005-9](https://doi.org/10.1016/0883-9026(85)90005-9)
- Harford, J., Klasa, S., & Walcott, N. (2009). Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 1-14. <https://ssrn.com/abstract=890849>
- Haspeslagh, P., & Jemison, D. B. (1991). *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*. Free Press.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Healy, P. M., & Palepu, G. P. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Henley, J. M. (2021). The effect of tax system characteristics on cross-border mergers and acquisitions. *Journal of International Accounting Research*, 20(3), 43-58. <https://doi.org/10.2308/JIAR-2021-061>
- Higgins, H. (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>
- Higgins, M. J., & Rodriguez, D. (2006). The outsourcing of R&D through acquisitions in the pharmaceutical industry. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 351-383. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.04.004>
- Ho, A. Y. F. (2010). A comparison of earnings management between domestic and cross-border mergers. *Corporate Ownership & Control*, 7(4), 19-33. <https://doi.org/10.22495/cocv7i4p2>
- Hope, O.-K., Thomas, W. B., & Vyas, D. (2008). The cost of debt. *Journal of Accounting Research*, 46(4), 809-849. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00313.x>
- Hussain, T., Tunyi, A. A., Sufyan, M., & Shahab, Y. (2022). Powerful bidders and value creation in M&As. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102076. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102076>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Mathur, I. (2008). Does corporate diversification exacerbate or mitigate earnings management? An empirical analysis. *International Review of Financial Analysis*, 17(5), 1087-1109. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2007.10.001>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Khan, Z., Rao-Nicholson, R., Akhtar, P., & He, S. (2021). Cross-border mergers and acquisitions of emerging economies' multinational enterprises - The mediating role of socialization integration mechanisms for successful integration. *Human Resource Management Review*, 31(3), 100578. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2016.12.003>
- Kim, S. J., & Wu, E. (2008). Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets. *Emerging markets review*, 9(1), 17-39. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2007.06.001>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. (2008). Concentrated control, analyst following, and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1117-1153. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.t01-1-00142.x>
- Leuz, C. (2010). Different approaches to corporate reporting regulation: How jurisdictions differ and why. *Accounting and Business Research*, 40(3), 229-256. <https://doi.org/10.1080/00014788.2010.9663398>
- Malmendier, U., Moretti, E., & Peters, F. (2018). Winning by losing: Evidence on the long-run effects of mergers. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3212-3264. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhy009>
- Nguyen, J. M., & Knyphausen-Aufseß, D. (2016). The role of sovereign ratings in M&A markets: Empirical evidence from Latin America and South East Asia. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 25(1), 5-48. <http://dx.doi.org/10.1111/fmii.12034>
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5-22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>



- Porter, G. A., & Norton, C. L. (2014). *Financial Accounting: The impact on decision makers*. Cengage Learning.
- Purayil, P. V., & Lukose P. J., J. (2021). Does cross-border acquisition reduce earnings management of emerging market acquirers? Evidence from India. *International Review of Finance*, 22(1), 143-168. <https://doi.org/10.1111/irfi.12346>
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 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.
- Skinner, D. J. (1993). The investment opportunity set and accounting procedure choice: Preliminary evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 16(4), 407-445. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90034-D](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90034-D)
- Statista (2022). *Number of merger and acquisition (M&A) transactions worldwide from 2010 to 2021*. Finance & Insurance: Financial Services.
- Tang, Q., Guo, J. & Huang, Z. (2021). The role of accounting conservatism in M&A target selection. *China Journal of Accounting Research*, 14(4), 100204. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2021.100204>
- Tunyi, A. A. (2021). Revisiting acquirer returns: Evidence from unanticipated deals. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101789. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101789>
- Wang, S. (2006). The impact of ownership structure, incentives and corporate governance on earnings management: Evidence from East Asia. *Journal of International Accounting Research*, 5(1), 1-28. <https://doi.org/10.2308/jiar.2006.5.1.1>
- Weber, Y., Shenkar, O., & Raveh, A. (1996). National and corporate cultural fit in mergers/acquisitions: An exploratory study. *Management Science*, 42(8), 1215-1227. <https://doi.org/10.1287/mnsc.42.8.1215>
- Weston, J. F., Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2013). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Pearson Education.
- Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52(2), 127-183. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.12.005>
- Zada, H., Hassan, A., Wong, W. (2021). Do jumps matter in both equity market returns and integrated volatility: A comparison of Asian developed and emerging markets. *Economies*, 9(2), 92-118. <https://doi.org/10.3390/economies9020092>

#### DECLARAÇÃO DE DISPONIBILIDADE DE DADOS

O conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo não está disponível publicamente.

#### FINANCIAMENTO

As autoras agradecem ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) pelo apoio financeiro na realização desta pesquisa.