



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO - CSE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE - DOUTORADO

Vanessa Noguez Machado

**FUSÕES E AQUISIÇÕES E QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL:
ANÁLISE DO *ENFORCEMENT* DOS PAÍSES DO G20**

Florianópolis/SC
2024

Vanessa Noguez Machado

Fusões e Aquisições e Qualidade da Informação Contábil: análise do *Enforcement* dos países do G20

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina para a obtenção do título de Doutor em Contabilidade.

Orientadora: Profa. Dra. Suliani Rover

Florianópolis/SC
2024

Machado, Vanessa Noguez
FUSÕES E AQUISIÇÕES E QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL:
ANÁLISE DO ENFORCEMENT DOS PAÍSES DO G20 / Vanessa Noguez
Machado ; orientadora, Suliani Rover, 2024.
93 p.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa
Catarina, Centro Socioeconômico, Programa de Pós-Graduação
em Contabilidade, Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Contabilidade. 2. Fusões e Aquisições. 3. Qualidade
da Informação Contábil. 4. Enforcement. 5. Alvos Altamente
Endividadas. I. Rover, Suliani. II. Universidade Federal
de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em
Contabilidade. III. Título.

Vanessa Noguez Machado

Fusões e Aquisições e Qualidade da Informação Contábil: análise do *Enforcement* dos países do G20

O presente trabalho em nível de Doutorado foi avaliado e aprovado, em 31 de julho de 2024, pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof^a. Dr^a Suliani Rover
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia
Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Universidade Federal da Paraíba

Prof^a. Dr^a. Denize Demarche Minatti Ferreira
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. José Alonso
Universidade Federal de Santa Catarina

Certificamos que esta é a versão original e final do trabalho de conclusão que foi julgado adequado para obtenção do título de Doutora em Contabilidade.



Prof. Carlos Eduardo Facin Lavarda, Dr.
Coordenação do Programa de Pós-Graduação



Prof.^a Suliani Rover, Dr.^a
Orientadora

Florianópolis, 2024.

AGRADECIMENTOS

Por mais engraçado que possa parecer, antes mesmo de escolher a Contabilidade como meu caminho a ser trilhado na vida profissional, eu já sonhava em ser Doutora. Não por querer ser médica ou advogada, mas por ser almejar ser tão boa em “algo” que eu seria Doutora naquilo, que saberia “tudo” que pudesse existir sobre aquilo, independentemente de qual área fosse. Hoje, estando ao final dessa grande etapa da minha vida, que sem sombra de dúvidas é a realização do meu mais antigo e almejado sonho, vejo o quanto eu ainda tenho a aprender e como o doutorado é apenas um começo de muitas oportunidades que ainda podem surgir na minha vida.

E por falar em oportunidades, esse doutorado foi uma das mais lindas que tive. Durante ele, conheci pessoas incríveis que espero levar para a resto da vida, uma “família” que me recebeu de braços abertos e que cuidou de mim nos momentos que mais precisei. No doutorado não fiz apenas colegas e tive boas discussões acadêmicas, mas sim tive a OPORTUNIDADE de fazer amizades tão maravilhosas, leves, ter conversas gostosas, dar muitas risadas, compartilhar ideias, momentos, dificuldades e amor.

Aos amigos queridos que fiz ao longo do tempo no programa de pós-graduação em contabilidade da UFSC, minha "família da UFSC". Vocês compartilharam comigo noites de estudo, discussões acaloradas sobre teorias e práticas, e momentos de descontração que tornaram esta jornada mais leve e prazerosa. Sua amizade, apoio e camaradagem foram essenciais para minha vida acadêmica. Gostaria de agradecer a todos os professores e colegas, principalmente aos meus queridos “NECCianos”, e aos meus “irmãos” de orientação. Em especial, gostaria de agradecer imensamente às minhas grandes amigas Lauren, Kátia e Vanessa por todo o apoio e carinho durante o doutorado e na vida.

Além disso, mas não menos importante, gostaria muito de agradecer à minha orientadora, a profa. Suliani Rover, que me ensinou não apenas como ser um modelo de professora atenciosa, inteligente e dinâmica, mas também a ser uma pessoa melhor. Você que foi sempre tão humana, carinhosa e compreensiva comigo e com os seus demais “filhos”. Sua orientação e dedicação foram fundamentais, me auxiliando em cada etapa e me encorajando a continuar até o último segundo. Sou profundamente grata por sua paciência, sabedoria e confiança em meu trabalho.

À minha família, que sempre me apoiou, nos melhores e piores momentos da minha vida, que acreditaram em mim quando nem eu mesma acreditei: me faltam palavras para agradecê-los. Pai e mãe, vocês são meu exemplo mais bonito e me dão o título mais

maravilhoso que eu poderia ter: o de sua filha. Obrigada por tudo sempre! Parte desse título de Doutora, sem dúvida nenhuma, também é de vocês! Sua paciência, amor incondicional e apoio constante foram fundamentais para que eu pudesse alcançar este momento. Obrigada por serem minha base e minha inspiração.

Aos amigos da vida, que, independentemente da distância ou do tempo, sempre estiveram ao meu lado. Obrigado por sua amizade, por me ouvirem nos momentos de dificuldade e por celebrarem comigo cada pequena vitória. Sua presença em minha vida é inestimável. Ao meu namorado, Demétrius, cuja paciência, compreensão e amor me sustentaram ao final desta jornada. Seu apoio emocional foi crucial para que eu pudesse manter o foco e a determinação necessários para completar este trabalho. Obrigada por acreditar em mim e por ser meu parceiro!

Por fim, agradeço a todos os professores e orientadores que, com seu conhecimento e orientação, contribuíram para meu desenvolvimento acadêmico e profissional, em especial para os professores da minha banca – prof. Dr Fernando Dal-Ri Murcia, prof. Dr. Orleans Silva Martins, prof^{ta}. Dr^a. Denize Demarche Minatti Ferreira, prof. Dr. José Alonso Borba, prof. Dr. Edilson Paulo –, por seu tempo e por seu olhar para o meu trabalho. Este trabalho não teria sido possível sem a contribuição de cada um de vocês.

A todos, meu sincero agradecimento. Esta conquista é, em grande parte, resultado do apoio e incentivo que recebi de cada um de vocês.

*“Não é o mais forte que sobrevive,
nem o mais inteligente,
mas o que melhor se
adapta às mudanças.”
(Leon Megginson, 1963)*

RESUMO

O objetivo desta tese foi analisar a influência do *enforcement* na relação entre a qualidade da informação contábil das companhias adquirentes e o alto endividamento das empresas alvo em fusões e aquisições (F&A) transfronteiriças e domésticas dos países que compõem o G20 no período de 2010 a 2022. Para isso, analisou-se o nível de *enforcement* das companhias adquirentes que compõem a amostra, bem como a influência do *enforcement* na relação entre essas operações e as métricas de qualidade da informação contábil: gerenciamento de resultados via *accruals* discricionários, estimados pelos modelos de Jones Modificado (Dechow et al., 1995) e Pae (2005), e o *value relevance* das informações contábeis reportadas, estimado pelo modelo de Collins et al. (1997). A tese defendida é que ambientes com menor *enforcement* apresentam uma menor qualidade da informação contábil das companhias adquirentes de empresas alvo altamente endividadas em comparação com ambientes de maior *enforcement*, especialmente em operações domésticas. Para testar as hipóteses que fazem parte desta tese, foram analisadas variáveis como o nível de *enforcement*, a origem das F&A (domésticas *versus* transfronteiriças), o alto endividamento das empresas alvo, o gerenciamento de resultados e o *Value Relevance* das companhias adquirentes. O nível de *enforcement* foi segmentado utilizando uma métrica adaptada de Leuz (2010), utilizando uma Análise de Componentes Principais (ACP). Já para analisar o alto endividamento das empresas alvo, foi utilizada a métrica "Valor de Classificação inc. Dívida Líquida da Alvo" da Refinitiv®, que considera a soma do valor da transação com o valor da dívida líquida da empresa-alvo, subtraído do valor de quaisquer passivos assumidos na transação. Os principais resultados indicam que as empresas adquirentes de alvos altamente endividados tendem a adotar práticas contábeis mais conservadoras, especialmente em ambientes de alto *enforcement*. Em ambientes de baixo *enforcement*, há uma maior propensão para práticas contábeis oportunistas, resultando em menor qualidade da informação contábil. Além disso, operações domésticas mostram maior tendência para o gerenciamento de resultados devido às sinergias de curto prazo esperadas, enquanto operações transfronteiriças, devido à sua complexidade e maior risco, exigem maior monitoramento e controle, resultando em menor incentivo para a manipulação de resultados. Quanto ao *value relevance*, os resultados indicam que, em ambientes de alto *enforcement*, há uma maior relevância das informações contábeis para os investidores, especialmente em operações transfronteiriças. Em cenários de baixo *enforcement*, a relevância é significativamente menor. Isso sugere que o *enforcement* robusto não só melhora a qualidade da informação contábil, mas também aumenta sua utilidade para os investidores na tomada de decisões financeiras, reduzindo oportunidades para práticas contábeis oportunistas. Essas descobertas reforçam a tese defendida, evidenciando que ambientes com menor *enforcement* apresentam menor qualidade da informação contábil, particularmente em F&A domésticas com empresas alvo altamente endividadas. Com isso, a pesquisa contribui para o entendimento de como o *enforcement* e a origem das F&A impactam a qualidade das informações contábeis, fornecendo insights valiosos para gestores, investidores, reguladores e formuladores de políticas no contexto de F&A.

Palavras-chaves: Fusões e Aquisições; Qualidade da Informação Contábil; *Enforcement*. Alvo Altamente Endividadas.

ABSTRACT

The objective of this thesis was to analyze the influence of *enforcement* on the relationship between the quality of accounting information of acquiring companies and the high indebtedness of target companies in cross-border and domestic mergers and acquisitions (M&A) of the countries that make up the G20 in the period from 2010 to 2022. To this end, the level of *enforcement* of the acquiring companies that make up the sample was analyzed, as well as the influence of *enforcement* on the relationship between these operations and the quality metrics of accounting information: earnings management via discretionary accruals, estimated by the models of Modified Jones (Dechow et al., 1995) and Pae (2005), and the *Value Relevance* of the reported accounting information, estimated by the model of Collins et al. (1997). The thesis defended is that environments with less *enforcement* present a lower quality of accounting information from companies acquiring highly indebted target companies compared to environments with greater *enforcement*, especially in domestic operations. To test the hypotheses that are part of this thesis, variables such as the level of *enforcement*, the origin of M&A (domestic versus cross-border), the high indebtedness of target companies, earnings management and the *Value Relevance* of acquiring companies were analyzed. The level of *enforcement* was segmented using a metric adapted from Leuz (2010), using a Principal Component Analysis (PCA). To analyze the high indebtedness of target companies, the Refinitiv® "Classification Value incl. Target's Net Debt" metric was used, which considers the sum of the transaction value with the value of the target company's net debt, subtracted of the value of any liabilities assumed in the transaction. The main results indicate that companies acquiring highly indebted targets tend to adopt more conservative accounting practices, especially in high *enforcement* environments. In low *enforcement* environments, there is a greater propensity for opportunistic accounting practices, resulting in lower quality of accounting information. Furthermore, domestic operations show a greater tendency towards earnings management due to the expected short-term synergies, while cross-border operations, due to their complexity and greater risk, require greater monitoring and control, resulting in less incentive for earnings manipulation. Regarding *Value Relevance*, the results indicate that, in high *enforcement* environments, there is greater relevance of accounting information for investors, especially in cross-border operations. In low *enforcement* scenarios, relevance is significantly lower. This suggests that robust *enforcement* not only improves the quality of accounting information, but also increases its usefulness for investors in making financial decisions, reducing opportunities for opportunistic accounting practices. These findings reinforce the thesis defended, showing that environments with less *enforcement* present lower quality of accounting information, particularly in domestic M&A with highly indebted target companies. With this, the research contributes to the understanding of how *enforcement* and the origin of M&A impact the quality of accounting information, providing valuable insights for managers, investors, regulators and policymakers in the context of M&A.

Keywords: Mergers and Acquisitions; Quality of Accounting Information; Enforcement. Highly Indebted Targets.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Modelo Teórico da Pesquisa	20
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Estimaco do nível de <i>enforcement</i> para os países do G20	42
Tabela 2. Classificaco de alto e baixo <i>enforcement</i>	46
Tabela 3. Composico da RANKVAL por setor.....	48
Tabela 4. Composico da amostra	49
Tabela 5. Descrio das variáveis na análise de gerenciamento de resultados.....	52
Tabela 6. Descrio das variáveis na análise de <i>Value Relevance</i>	54
Tabela 7. Estatística descritiva das variáveis da pesquisa	57
Tabela 8. Matriz de correlaco de <i>Spearman</i> (no paramétrica) para a amostra geral	60
Tabela 9. Matriz de correlaco de <i>Spearman</i> por nível de <i>enforcement</i>	62
Tabela 10. Matriz de correlaco de <i>Spearman</i> por origem de F&A.....	64
Tabela 11. Regresso  média do modelo de gerenciamento de resultados.....	66
Tabela 12. Regresso  média dos <i>accruals</i> positivos e negativos	69
Tabela 13. Regresso  média do modelo de <i>Value Relevance</i>	70
Tabela 14. Resumo dos achados das hipteses.....	72

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 Tema e Problema	13
1.2 Objetivos.....	18
1.2.1 <i>Objetivo Geral</i>	18
1.2.2 <i>Objetivos Específicos</i>	19
1.3 Tese	19
1.4 Justificativa e Contribuições	20
1.5 Epistemologia e Estrutura da Tese	22
2 REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1 Alvos Altamente Endividados e Qualidade da Informação Contábil.....	24
2.1.1 <i>Gerenciamento de Resultados</i>	28
2.1.2 <i>Value Relevance</i>	31
2.2 Enforcement como Característica a Nível de País	33
2.3 Desenvolvimento das Hipóteses	34
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	38
3.1 Classificação e Design da Pesquisa	38
3.2 Variáveis da Pesquisa.....	39
3.2.1 <i>Variáveis Dependentes</i>	39
3.2.2 <i>Variáveis Independentes de Interesse</i>	41
3.2.3 <i>Variáveis de Controle</i>	50
3.3 Modelagem e Operacionalização dos Dados	52
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	56
4.1 Análises Descritivas das F&A.....	56
4.2 Análises das Correlações entre as Variáveis	59
4.3 Análises de Gerenciamento de Resultados.....	65
4.4 Análises de Value Relevance	70
4.5 Discussão dos Resultados.....	72
5 CONCLUSÃO.....	75
5.1 Resultados e Considerações	75
5.2 Contribuições e Implicações da Pesquisa	76
5.2.1 <i>Contribuição Teórica</i>	76
5.2.2 <i>Contribuição Prática</i>	77
5.2.3 <i>Contribuição Social</i>	78
5.2.4 <i>Implicações</i>	79
5.3 Limitações e Sugestões para Pesquisas Futuras.....	80
REFERÊNCIAS	82

1 INTRODUÇÃO

1.1 Tema e Problema

O aumento das operações de Fusões e Aquisições (F&A) a nível mundial tem fomentado cada vez mais o debate a respeito da geração de valor dessas operações para as companhias envolvidas (Hussain et al., 2022). Essas operações, que representam mais de 500 mil negócios completos desde 2010, com destaque em 2021, quando mais de 60 mil negócios registraram anúncios de F&A em todo o mundo (Statista, 2022), podem ser definidas como a combinação de duas ou mais companhias independentes entre si em uma única entidade, adquirindo seu controle (Weston et al., 2004; Weston et al., 2013). A ênfase nessas operações pode ocorrer em virtude das F&A serem vistas como estratégias de crescimento corporativo em 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). De acordo com Jong e Fliers (2020), as companhias adquirentes têm como principal motivação a geração de valor por meio de sinergia da operação, da seleção de empresas alvo subvalorizadas, do melhor gerenciamento de empresas alvo que apresentam gestão ineficiente e de inserção em mercados aquecidos.

O debate a respeito das consequências positivas e negativas dessas operações para o resultado das companhias ocorre em virtude das expectativas de geração de valor nem sempre se concretizarem nos resultados das companhias adquirentes (Datta et al., 1992; Moeller et al., 2004; Renneboog & Vansteenkiste, 2019; Singh & Montgomery, 1987). Conforme Renneboog e Vansteenkiste (2019), apesar dos altos valores e recursos dispendidos pelas companhias adquirentes nas aquisições, em muitos casos essas empresas não demonstram nenhum ganho ou até mesmo retornos negativos após o anúncio. Em outros casos, os retornos positivos são vistos apenas no curto prazo, não persistindo ao longo do tempo (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Ainda, a literatura aponta alguns dos potenciais motivos que levam a esse desfecho para a adquirente, como a seleção inadequada das empresas alvo e problemas na integração entre os negócios (Hitt et al., 2018), altos custos e prêmios excessivos no processo de F&A (Hitt et al., 2018) e, até mesmo, aspectos de distância cultural e geográfica (Xie & Li, 2016; Xie et al., 2017).

Para garantir o sucesso de uma fusão ou aquisição (F&A), é imperativo que o processo

seja norteado por uma estratégia de negócios clara, que esteja em consonância com os objetivos de longo prazo da empresa. Haspeslagh e Jemison (1991) destacam que uma integração bem-sucedida começa com o alinhamento estratégico e a compreensão clara do valor que cada empresa traz para a parceria. Além disso, uma avaliação criteriosa dos ativos tangíveis e intangíveis envolvidos é crucial para determinar o valor justo e o impacto financeiro potencial da transação, assegurando na compreensão da viabilidade e do retorno potencial do investimento por meio de uma revisão completa dos ativos, passivos, riscos e sinergias esperadas (Hambrick & Crozier, 1985).

A execução de uma *due diligence* abrangente, cobrindo aspectos legais e financeiros, é indispensável para identificar possíveis complicadores, riscos legais, obrigações contratuais e contingências que possam influenciar adversamente o sucesso da transação (Titman & Trueman, 1986). De acordo com Angwin (2001), a *due diligence* é uma fase crítica que ajuda a confirmar as premissas sobre as quais a aquisição é baseada e garante que não haja surpresas pós-aquisição. Além disso, uma gestão eficaz dos riscos associados à transação é essencial. Essa gestão envolve a identificação e mitigação proativa de riscos financeiros, operacionais, legais, regulatórios e reputacionais, através do desenvolvimento de estratégias específicas para cada aspecto, garantindo uma abordagem holística e eficiente (Ohlson, 1980).

O processo de *valuation*, ou avaliação financeira, é central para estabelecer o valor justo dos ativos envolvidos na transação, possibilitando com os investidores compreendam o verdadeiro valor da empresa-alvo e identifiquem oportunidades para a criação de valor (Damodaran, 2010). Esse entendimento aprofundado do valor intrínseco da empresa-alvo é essencial não apenas para justificar o investimento, mas também para fundamentar a negociação de preço e as estratégias de integração pós-aquisição.

Além disso, a seleção correta das empresas alvo se mostra como fator essencial para o sucesso do investimento (Dreher & Ernst, 2022; Tang et al., 2021). Isso não necessariamente implica que as empresas alvo não possam ser empresas altamente endividadadas, por exemplo. Dentre as oportunidades elencadas pela literatura para as operações com empresas alvo com esse perfil estão: o acesso a ativos estratégicos, como a geração e atribuição de mais tecnologia e inovação no negócio (Andrade et al., 2001; Bena & Li, 2014; Higgins & Rodriguez, 2006); o preço atrativo de aquisição ocasionado por subvalorização (Bruner, 2004); a exploração de sinergias operacionais e financeiras (Haspeslagh et al., 1991; Sirower, 2007; Weston et al., 2001); a oportunidade de crescimento em novos mercados (Collis & Montgomery, 1995; Hitt et al., 2016); o ganho de mercado e posicionamento estratégico (Hamel & Prahalad, 1994; Kim &

Mauborgne, 2004; Porter, 1985); a oportunidade de reestruturação financeira, com renegociação de dívidas, melhoria de estrutura de capital, novas medidas de eficiência, etc. (Harris & Raviv, 1991; Jensen, 1993; Myers & Majluf, 1984); e poder se beneficiar de uma possível sinergia mais elevada nessas operações por seus altos prêmios de risco (Peel & Wilson, 1989).

Por outro lado, operações com empresas alvo com alto endividamento podem sobrecarregar financeiramente a adquirente, uma vez que ocorre a transferência do risco, aumentando os seus próprios riscos operacionais e estresse financeiro (Bruyland & Maeseneire, 2016). Além dos riscos associados a inadimplência da alvo (Altman, 1968; Ohlson, 1980; Shumway, 2001) e dificuldade na obtenção de financiamento para a aquisição por parte da adquirente devido ao alto risco agregado na operação (Chemmanur et al., 2011; Loughran & Ritter, 2004; Rajan & Zingales, 1998), a integração pode apresentar maior complexidade dada a necessidade de reestruturação da dívida (Buono & Bowditch, 2003; Cartwright & Schoenberg, 2006; Weber et al., 1996), podendo afetar a estrutura de capital de adquirente e seus riscos regulatórios e jurídicos adicionais (Black et al., 2000; Coffee, 2002), a depender de seu setor, localização ou demais aspectos que possam causar violações contratuais ou disputas judiciais (Cartwright & Cooper, 1990). Por isso, Tang et al. (2021) salientam a necessidade de que ações e estratégias que possam mitigar esses potenciais problemas nessas operações, levando em conta esses altos valores de dívida de forma imediata.

A realização de F&A com uma empresa alvo altamente endividada pode trazer complicações adicionais na consolidação e apresentação das demonstrações financeiras da empresa adquirente, podendo acarretar desafios na identificação, avaliação e adequada divulgação 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, buscando 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 endividadas pode ser comprometida devido a práticas contábeis que envolvem ajustes nas estimativas, tais como 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 de medidas de relevância da informação contábil para o mercado (*Value Relevance*), além de estimativas de

propensão ao gerenciamento de resultados (Dechow et al., 2010; Wang, 2006). Assim, os incentivos para que as companhias adquirentes apresentem resultado positivo com as operações podem impulsionar o comportamento oportunista dos gestores frente às informações contábeis a serem reportadas pelas companhias, afetando a sua qualidade da informação contábil.

O comportamento oportunista dos gestores das companhias adquirentes pode ser explicado pelos pressupostos da Teoria da Agência, uma vez que esses gestores podem se utilizar da assimetria informacional entre principal e agente – e, mais precisamente, entre gestores e acionistas/partes interessadas – em prol de seu interesse próprio (Jensen & Meckling, 1976). Em casos de F&A, esse comportamento oportunista pode ser visto na tomada de decisão irracional e emocional de gestores que visam prestígio da companhia e sucesso financeiro em curto prazo com essas operações (Dreher & Ernst, 2022), vindo a afetar a qualidade da informação reportada, com práticas de gerenciamento de resultados e comportamentos distintos de *Value Relevance*.

As características e fatores institucionais ou ambientais do negócio também podem ser decisivos na qualidade do seu reporte para seus usuários externos (Dechow & Schrand, 2004; Dechow et al., 2010), como o nível de *enforcement* do país em que a companhia opera seus negócios (La Porta, et al., 1998). O *enforcement* é o conjunto de medidas e ações adotadas para garantir o cumprimento da aplicação e fiscalização das normas, leis, regras, regulamentos e demais padrões na sua execução por meio do monitoramento e controle (Andrias, 2013; Duru et al., 2018). Seu nível de aplicação pode diferir entre diferentes países devido a uma série de 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; Khanna & Palepu, 2000; La Porta et al., 1998).

Em alguns países, o *enforcement* pode ser mais rigoroso e efetivo, com sanções mais severas para violações das normas contábeis, enquanto em outros países pode ser mais fraco, com menor monitoramento e aplicação das regras (Levitt, 2003). Por isso, seu impacto pode se mostrar significativo para a contabilidade e o reporte das empresas, promovendo maior transparência e confiabilidade nos relatórios financeiros e desencorajando práticas contábeis inadequadas, como manipulação de resultados (Dechow et al., 1996; Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989), omissão de informações relevantes (Cohen et al., 2010; Francis et al., 2005b; Skinner, 1993) e reconhecimento prematuro de receitas (Ball et al., 2000; Hope et al., 2008; Lang et al., 2003).

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 pode influenciar no comportamento do mercado frente às oscilações do preço das ações dessas companhias após a data de divulgação de suas demonstrações financeiras (Barth et al., 2008; Beaver, 1968). 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 que tenham uma maior relevância para seus *stakeholders* (Afonso & Aubyna, 2006; 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 na qualidade desse reporte e de como essas informações podem ser recebidas pelos 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* do ambiente em que as companhias adquirentes estão inseridas e sua 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, 1986), o que resultar não apenas na harmonização das práticas contábeis e no cumprimento das normas contábeis, mas também em outros aspectos, como a simplificação da integração contábil e operacional e a redução do risco de conformidade regulatória e legal (Biddle et al., 2009; Francis et al., 1999). Essa convergência facilita o processo de F&A e contribui para uma maior eficiência e consistência nas informações contábeis reportadas (Bushman et al., 2004; Lang et al., 2006), principalmente no caso de empresa alvo altamente endividada, por seus desafios adicionais na consolidação e na apresentação das demonstrações financeiras da adquirente, dada a complexidade da mensuração e divulgação adequada de transações, ativos e passivos da empresa adquirida (Arzac & Glosten, 2005; Bens & Monahan, 2004; Sunder, 1997).

Tendo isso em mente, é esperado que F&A domésticas apresentem maior sinergia no curto prazo, exatamente por apresentarem uma menor complexidade do que 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 et al., 2005a; Skinner, 1993). Já em F&A transfronteiriças, existe dada a maior complexidade devido às diferenças nos sistemas contábeis, culturas organizacionais, práticas de governança corporativa e ambientes regulatórios entre as companhias adquirente e alvo, com maiores riscos de conformidade devido à necessidade de adaptação a diferentes normas contábeis, exigências regulatórias e culturas empresariais (Levitt, 2003), já se espera que os resultados da sinergia venham mais no longo prazo, fazendo com que não existam incentivos tão altos para que os gestores manipulem os resultados no curto prazo. 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*, tende a existir um menor monitoramento e controle quanto às informações e números contábeis que envolvem essas transações (Ball et al., 2003; Lang et al., 2008).

Entretanto, 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 existam expectativas de geração de valor por parte das companhias adquirentes e de suas partes interessadas nessas operações (Malmendier et al., 2018), ainda não há um consenso a respeito impactos efetivos das F&A nos resultados das companhias adquirentes no período pós anúncio (Capron & Pistre, 2002, Laamanen & Keil, 2008). Isso ocorre porque embora alguns estudos salientam os impactos positivos nos resultados, mesmo que mínimos (Alexandridis et al., 2017; Chatterjee, 1986; 1992; Tunyi, 2020), existe uma vertente de pesquisas que denotam que as companhias adquirentes tendem a apresentar piores resultados a partir das operações de F&A (Datta et al., 1992; Moeller et al., 2004; Renneboog & Vansteenkiste, 2019; Singh & Montgomery, 1987).

Nesse sentido, o presente estudo tem como propósito responder o seguinte problema: **“Qual a influência do *enforcement* na relação entre a qualidade da informação contábil das companhias adquirentes e o alto endividamento das empresas alvo de F&A transfronteiriças e domésticas?”**.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Com a finalidade de responder o questionamento proposto, a pesquisa tem como objetivo geral analisar a influência do *enforcement* na relação entre a qualidade da informação

contábil das companhias adquirentes e as F&A transfronteiriças e domésticas de empresas alvo altamente endividadas dos países que compõem o G20.

1.2.2 Objetivos Específicos

Visando alcançar o objetivo geral, foi necessário traçar objetivos específicos que serviram como orientação para o referente estudo:

- (i) analisar o nível de *enforcement* das companhias adquirentes de F&A transfronteiriças e domésticas com alvos altamente endividadas de países que compõem o G20;
- (ii) analisar a influência do *enforcement* na relação entre as F&A transfronteiriças e domésticas com alvos altamente endividadas e o gerenciamento de resultados das companhias adquirentes de países que compõem o G20; e
- (iii) analisar a influência do *enforcement* na relação entre as F&A transfronteiriças e domésticas com alvos altamente endividadas e o *Value Relevance* das companhias adquirentes de países que compõem o G20.

1.3 Tese

O modelo teórico de pesquisa desenvolvido para elucidar o fenômeno proposto é apresentado na Figura 1.

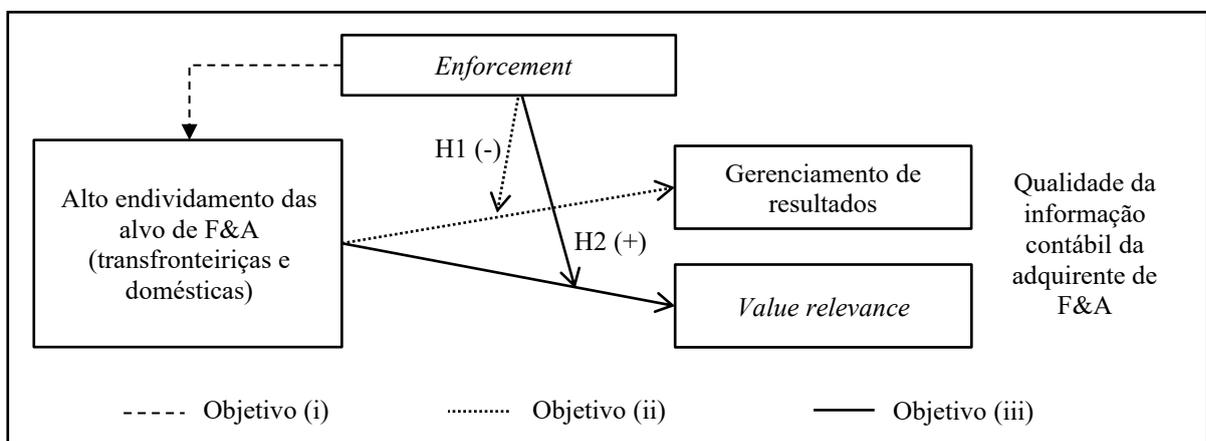


Figura 1. Modelo Teórico da Pesquisa

Partindo disso, esta tese defende que ambientes com menor *enforcement* apresentam uma menor qualidade da informação contábil das companhias adquirentes de empresas alvo altamente endividadas em comparação com ambientes de maior *enforcement*, principalmente em operações domésticas. Isso ocorre porque: 1) ambientes com menor *enforcement* tendem a apresentar menor monitoramento e controle dos órgãos reguladores (La Porta, et al., 1998), o que pode incentivar a uma menor qualidade da informação; 2) espera-se que em operações domésticas existam maiores sinergias no curto prazo por se tratar de empresas no mesmo ambiente, legislações e cultura similares (Dranev et al., 2019), o que poderia servir como incentivo a gerenciar seus resultados (Ho, 2010; Jiraporn et al., 2008), trazendo menor relevância da informação; 3) operações transfronteiriças apresentam uma maior demanda de monitoramento e controle por parte dos stakeholders, exatamente por seu maior risco atrelado, esperando-se um desempenho menos expressivo no curto prazo (Ho, 2010), não trazendo tantos incentivos para manipulação de seus resultados quanto nos casos de F&A domésticas (Purayil & Lukose, 2021); 4) O alto endividamento das empresas alvo pode aumentar a complexidade e os riscos das operações de F&A, incentivando as companhias adquirentes a gerenciar resultados para melhorar a percepção de sua saúde financeira, especialmente em ambientes com menor *enforcement*.

1.4 Justificativa e Contribuições

A análise da influência do *enforcement* em operações com alvos altamente endividados é crucial, considerando as variadas características e níveis de risco associados a essas transações em diferentes cenários regulatórios e geográficos. Tal análise é fundamental para contribuir com a literatura sobre F&A e qualidade da informação contábil, ao explorar como o *enforcement* afeta essa relação, especialmente ao comparar ambientes com diferentes graus de controle na fiscalização e aplicação de normas (Ali & Hwang, 2000; Hunton et al., 2008).

Este estudo expande a compreensão sobre o impacto do *enforcement* na qualidade das informações contábeis de companhias adquirentes em F&A, focando em alvos altamente endividados e fornecendo insights sobre a interação entre o ambiente regulatório e a produção de informações contábeis confiáveis e relevantes, bem como sobre a importância do

enforcement na dinâmica entre principais e agentes dentro das empresas, segundo a Teoria da Agência. O enfoque multidisciplinar da presente pesquisa, que incorpora conhecimentos de contabilidade, finanças e Teoria da Agência, enriquece o campo de estudos contábeis e aprofunda a compreensão dos fenômenos relacionados à qualidade das informações contábeis e no papel do *enforcement* na proteção dos investidores, promovendo informações mais confiáveis, reduzindo assimetrias informacionais e mitigando riscos em busca de uma maior eficiência das transações financeiras (Ohlson, 1980).

Considerando as operações de F&A em países do G20, a relevância da análise é ampliada pela pressão para cooperação internacional entre autoridades reguladoras, visando aprimorar o *enforcement* globalmente. Organizações como a *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e o *International Accounting Standards Board* (IASB) colaboram estreitamente com reguladores dos países do G20 para promover a convergência dos padrões contábeis e melhorar a transparência e consistência das informações financeiras. Ainda, a importância dessa cooperação internacional é evidenciada pelo fato de muitas empresas envolvidas em F&A operarem em múltiplos países, sujeitas a diferentes requisitos regulatórios e padrões contábeis, reforçando a necessidade de uma abordagem coordenada e harmonizada entre as autoridades reguladoras desses países para garantir uma aplicação consistente das normas contábeis e promover a confiança dos investidores nos mercados globais.

Focando nas empresas alvo altamente endividadas, este estudo ressalta a necessidade de investigar o *trade-off* entre os potenciais ganhos de sinergia e os riscos aumentados nessas operações (Andrade et al., 2001; Bena & Li, 2014; Higgins & Rodriguez, 2006). A análise do comportamento da qualidade da informação contábil das companhias adquirentes nessas situações oferece uma perspectiva valiosa para os *stakeholders*, permitindo decisões mais informadas para que melhores resultados sejam auferidos dessas operações.

Finalmente, ao abordar os incentivos para comportamentos oportunistas sob a ótica da Teoria da Agência, o estudo enriquece o corpo teórico sobre a discricionariedade contábil e a relevância da informação contábeis para usuários externos em diferentes ambientes de *enforcement*. A pesquisa possibilita aos usuários da informação contábil compreender melhor os comportamentos típicos em operações de F&A domésticas e transfronteiriças com alvos altamente endividados, auxiliando no planejamento e investimento por parte das companhias analisadas e seus *stakeholders*. Ademais, prepara as companhias que pretendem realizar operações de F&A no futuro a compreender melhor os mercados em que atuam e a comunicar

mais efetivamente os potenciais resultados das operações aos seus usuários.

A pesquisa auxilia os usuários da informação contábil a compreenderem os comportamentos característicos desses ambientes em operações de F&A domésticas e transfronteiriças com alvos altamente endividadas, propiciando melhores investimentos e planejamento por parte das companhias analisadas e de seus *stakeholders*. Ainda, contribui para que companhias que pretendem efetuar essas operações de F&A no futuro possam compreender o comportamento dos mercados em que estão inseridas frente aos seus resultados, além de gerar informações mais detalhadas aos seus usuários sobre os potenciais resultados das companhias.

Como contribuição social, o estudo possibilita otimizar as estratégias do negócio por meio de suas escolhas contábeis, oportunizando com que as companhias tenham um melhor desempenho futuro advindo da reação do mercado frente a qualidade dos resultados reportados em ambiente com diferentes níveis de *enforcement*. Além disso, a pesquisa é motivada pela originalidade proposta no escopo de pesquisas na área de qualidade da informação contábil, contribuindo para a agenda do debate a respeito do tema, bem como para com o Grupo de Estudos de Contabilidade e Controladoria (NECC) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC).

1.5 Epistemologia e Estrutura da Tese

Esta tese é um trabalho epistemologicamente positivista, uma vez que busca explicar e prever o que acontece no mundo social e, mais precisamente, nas organizações (Burrell & Morgan, 1979), por meio dos padrões e regularidades que envolvem o *enforcement* e a qualidade informação contábil reportada das companhias analisadas. Quanto à natureza humana da pesquisa, abordou-se tanto a visão determinista, tendo em vista a influência da situação ou ambiente em que se situa (*enforcement*), além do aspecto nomotético da influência do *enforcement* na qualidade da informação contábil das companhias analisadas (Burrell & Morgan, 1979), fornecendo uma compreensão de um dado caso.

Como aspectos metodológicos gerais, a pesquisa segue o paradigma funcionalista (Burrell & Morgan, 1979), uma vez que a tese busca fornecer explicações essencialmente racionais e objetivas das questões sociais da influência do *enforcement* na qualidade da informação contábil das companhias adquirentes de F&A transfronteiriças e domésticas dos países que compõem o G20. Além disso, o estudo faz parte da ontologia do realismo, visto

que se baseia nas ocorrências do mundo real composto de estruturas concretas, tangíveis e relativamente imutáveis (Burrell & Morgan, 1979).

No que diz respeito ao objetivo específico (i), classificou-se nível de *enforcement* das companhias adquirentes de F&A transfronteiriças e domésticas com alvos altamente endividadas de países que compõem o G20, com base na abordagem de Leuz (2010) e de Brown et al. (2014) para medir o *enforcement* em diferentes jurisdições, considerando a existência e eficácia de órgãos de fiscalização e a intensidade regulatória. Em seguida, aplicou-se a Análise de Componentes Principais (ACP) para criar uma métrica mais atualizada e precisa, integrando dados econômicos recentes e PIB per capita dos países do G20.

Com relação ao objetivo (ii) em que se analisou a qualidade da informação contábil sob o enfoque do gerenciamento de resultados das adquirentes, o gerenciamento foi abordado por meio da *proxy* de *accruals* discricionários. Para isso, foram estimados os modelos Jones Modificado (Dechow et al., 1995) e de Pae (2005), avaliando cada cenário da origem da F&A e do nível de *enforcement* da adquirente das F&A com alvos altamente endividadas no período analisado de forma comparativa.

Por fim, no objetivo específico (iii), analisou-se o *Value Relevance* das companhias adquirentes das F&A com alvos altamente endividadas dos países que compõem o G20, com base em Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999) sobre a oscilação no preço das ações para os mesmos cenários analisados para as demais *proxies* do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo trata dos aspectos pertinentes ao aporte teórico sobre alvos altamente endividados e qualidade da informação contábil (2.1), *enforcement* como característica a nível de país (2.2), bem como o desenvolvimento das hipóteses da pesquisa (2.3).

2.1 Alvos Altamente Endividados e Qualidade da Informação Contábil

Fusões e Aquisições (F&A) são operações efetuadas entre duas ou mais companhias que são legal e economicamente independentes entre si, em prol da formação de uma entidade econômica maior (Ernst & Häcker, 2011). Esse processo pode ocorrer tanto pela fusão dos ativos líquidos das companhias adquirente e os demais negócios quanto pelo controle de um ou mais negócios pela companhia adquirente, fazendo parte de uma estratégia de crescimento organizacional por parte dos gestores dos negócios (Hambrick & Crozier, 1985).

As operações de Fusões e Aquisições (F&A) são estratégias organizacionais entre duas ou mais empresas, legal e economicamente independentes entre si, de fusão de seus ativos líquidos ou pelo controle de um ou mais negócios da adquirente (Hambrick & Crozier, 1985), visando um negócio econômico unificado maior do que a soma das partes (Ernst & Häcker, 2011). De acordo com Weston e Weaver (2001), tais operações podem ser: horizontais, quando as partes do negócio apresentam atividade fim semelhante, seja no mesmo setor ou segmento de atuação; verticais, quando as partes atuam em diferentes estágios do ponto de vista da sua produção, podendo vir a apresentar atividades complementares para um objeto fim; e conglomerado, quando essas partes do negócio não atuam em atividades que estejam relacionadas entre si.

Dentre as principais motivações para a ocorrência de F&A estão a busca por sinergia da operação, crescimento das companhias – com aumento do desempenho, remunerações e expansão e diversificação dos negócios –, bem como da possibilidade de internacionalização propiciada por essas operações (Berkovitch & Narayanan, 1993; Cartwright & Cooper, 1990; Deng & Yang, 2015; Khan et al., 2021; Haleblan et al., 2009). Assim, em busca de maiores valores de sinergias, bem como de diversificar seu negócio visando oportunidades tecnológicas e inovativas, muitas empresas acabam por fazer 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 incerteza

advinda com essa 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).

Embora as empresas alvo possam vir a se beneficiar significativamente das F&A (Datta et al., 1992), altos custos de transação, problemas relacionados a distância cultural e altos riscos atrelados à F&A podem vir a gerar Valor Presente Líquido (VPL) do investimento negativo (Francis & Martin, 2010). 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 tomadas de forma imediata para que esses problemas sejam mitigados (Tang et al., 2021).

Para Higgins e Rodriguez (2006), as principais armadilhas ligadas às aquisições malsucedidas são a oferta excessiva para a companhia alvo, a sua seleção incorreta e a falha no processo de integração pós-aquisição. Por isso, a seleção adequada das empresas alvo é essencial para que a geração de valor com a operação ocorra (Hitt et al., 2018), dado o potencial de retorno após o anúncio, que nem sempre tem se mostrado positivo para as companhias adquirentes a curto prazo (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Quando analisadas operações com empresas alvo altamente endividadas, por exemplo, as empresas adquirentes tendem a buscar esse perfil de alvo visando se beneficiar da sinergia gerada nessas operações (Peel & Wilson, 1989), bem como pelas oportunidades tecnológicas e inovativas proporcionadas por essas empresas alvo (Andrade et al., 2001; Bena & Li, 2014; Higgins & Rodriguez, 2006). Contudo, nem sempre os retornos dessas operações ocorrem como o esperado, nem mesmo a longo prazo (Ang & Mauck, 2011), dada a incapacidade de reestruturação com sucesso nessas situações (Clark & Ofek, 1994).

Segundo Bruyland e Maeseneire (2016), em virtude da incerteza de estabilidade financeira futura da empresa alvo, as companhias adquirentes necessitam suprir recursos extensivos para que possa haver uma sinergia nessa integração, levando a problemas substanciais relacionados a riqueza dos acionistas da adquirente (Malmendier & Tate, 2008, Moeller et al., 2004; Morck et al., 1990). Tang et al. (2021) acrescentam que empresas adquirentes podem ficar sobrecarregadas financeiramente em função de ativos ociosos e perdas contínuas das empresas alvo no caso dos problemas operacionais dessa deficitária não serem mitigados ou solucionados. Para os autores, isso pode ocasionar em aumentos de custos e despesas da adquirente os quais reduziriam substancialmente o seu desempenho, aumentando o risco atrelado a tais operações e a incerteza dos acionistas e demais partes interessadas nos negócios envolvidos.

Nesses casos, a análise da origem das F&A se faz ainda mais pertinente, pelas particularidades que podem ser observadas quando consideradas as especificidades dessas operações. Isso ocorre pois nas F&A domésticas, entre empresas de um mesmo país, as operações frequentemente visam sinergias operacionais, como a redução de custos redundantes e a ampliação da capacidade de mercado (Cartwright & Cooper, 1990). No entanto, quando a empresa adquirida apresenta elevados níveis de endividamento, os desafios são ampliados. Essas operações demandam uma avaliação minuciosa da saúde financeira da entidade alvo, bem como estratégias robustas de reestruturação da dívida para evitar problemas de liquidez pós-aquisição (Dechow et al., 2010). A literatura indica que o sucesso dessas F&A depende significativamente da capacidade da empresa adquirente de implementar mecanismos eficazes de integração e de gerenciar a carga de dívida de forma eficiente, prevenindo potenciais desequilíbrios financeiros (Healy & Palepu, 2001).

Por outro lado, nas F&A transfronteiriças, que correspondem a empresas de diferentes países, a complexidade de alvos altamente endividados é aumentada por fatores como diferenças regulatórias, culturais e econômicas entre os países de origem e de destino. Henley (2021) destaca que a estrutura tributária e o ambiente regulatório do país alvo podem influenciar substancialmente a viabilidade e a rentabilidade da aquisição. Empresas multinacionais precisam não apenas lidar com a reestruturação da dívida existente, mas também navegar por diferentes regimes fiscais e regulatórios que podem impactar o custo e a eficiência da integração pós-fusão. A literatura aponta que a consideração cuidadosa dessas variáveis e a adaptação das estratégias de integração são cruciais para mitigar os riscos associados às F&A transfronteiriças (Bartov et al., 2021). Além disso, o estudo de Hussain et al. (2022) sugere que o sucesso dessas operações depende da capacidade da empresa adquirente de alinhar objetivos estratégicos globais com as particularidades locais do mercado e da entidade adquirida, garantindo uma transição suave e a criação de valor a longo prazo.

Por isso, a garantia da qualidade da informação contábil em fusões e aquisições é fundamental para investidores e reguladores. Para tanto, as partes interessadas empregam uma série de mecanismos e estratégias de responsabilização. Investidores e reguladores podem assegurar a qualidade da informação contábil por meio da implementação de processos rigorosos de *due diligence*, nos quais são examinados detalhadamente os registros contábeis das empresas envolvidas na transação. Além disso, a adoção de padrões contábeis reconhecidos internacionalmente, como as normas do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), pode contribuir para a transparência e consistência das informações contábeis.

Os investidores também podem solicitar relatórios de auditoria independentes para

verificar a precisão e integridade das demonstrações financeiras das empresas em processo de fusão ou aquisição. Esses relatórios são elaborados por auditores externos que avaliam os controles internos e procedimentos contábeis das organizações envolvidas. Os trabalhos de Bereskin et al. (2018) e Dechow et al. (2010) evidenciam como a rigorosidade na aplicação de normas e na condução de auditorias pode influenciar positivamente a precisão das informações financeiras, reduzindo assim as oportunidades para o gerenciamento de resultados prejudiciais.

Em termos de responsabilização, os reguladores desempenham um papel crucial ao aplicar penalidades e sanções às empresas que fornecem informações contábeis inadequadas ou enganosas durante processos de fusões e aquisições. Essas penalidades podem incluir multas financeiras significativas, restrições à condução de negócios e até mesmo processos judiciais contra indivíduos responsáveis por práticas contábeis fraudulentas. De acordo com Hussain et al. (2022), a efetividade das ações regulatórias e a aplicação de sanções são vitais para manter a integridade do mercado, especialmente em transações complexas como as de F&A que envolvem múltiplos stakeholders e jurisdições.

Adicionalmente, estudos como os de Cartwright e Cooper (1990) ressaltam a importância da cultura organizacional e da governança corporativa na prevenção de discrepâncias contábeis durante fusões e aquisições. Eles argumentam que uma cultura organizacional robusta, combinada com uma governança corporativa eficaz, pode reduzir significativamente os riscos de manipulação contábil ao promover um ambiente de transparência e responsabilidade.

Finalmente, a literatura de Henley (2021) destaca que os aspectos fiscais das fusões e aquisições, como a estruturação tributária e as implicações fiscais das transações, também desempenham um papel crucial na qualidade das informações contábeis. A compreensão e a gestão adequada das questões fiscais podem evitar futuros litígios e ajustes financeiros que poderiam surgir de interpretações equivocadas ou da aplicação incorreta das leis tributárias, reforçando assim a precisão e a fiabilidade das informações contábeis divulgadas.

Estes fundamentos estabelecem a base para aprofundar a discussão sobre as métricas específicas de qualidade da informação contábil, como o gerenciamento de resultados e a *Value Relevance*, que são exploradas nas seções subsequentes. Cada uma dessas *proxies* oferece uma perspectiva única sobre como a qualidade da informação contábil pode ser avaliada e melhorada em contextos de fusões e aquisições, proporcionando *insights* valiosos para acadêmicos, reguladores e profissionais do mercado.

2.1.1 Gerenciamento de Resultados

A Teoria da Agência, que discute os problemas relacionados à relação contratual entre principal e agente, destaca que estes frequentemente não compartilham as mesmas atitudes em relação ao risco do negócio, levando a conflitos de interesses e assimetria informacional (Eisenhardt, 1989). Durante as operações de F&A, esses conflitos podem resultar em comportamentos oportunistas por parte dos gestores das companhias adquirentes, que agem em benefício próprio e de seus interesses (Jensen & Meckling, 1976). Este comportamento pode envolver tanto a superavaliação das ações pré-anúncio quanto a busca pelo atingimento de metas pós-aquisições, prejudicando a eficiência do negócio e de seus investimentos (Chu et al., 2016).

Esses problemas de agência são particularmente acentuados em operações de F&A com alvos altamente endividados. A necessidade de gerenciar grandes volumes de dívida pode intensificar os conflitos, com gestores priorizando estratégias que beneficiem a si mesmos em detrimento da saúde financeira da empresa adquirida. Estudos como os de Dechow et al. (2010) indicam que a reestruturação da dívida e uma integração eficaz são cruciais para o sucesso dessas operações. Contudo, o comportamento oportunista pode comprometer essas estratégias, resultando em aquisições que não agregam valor a longo prazo e que aumentam o risco de desequilíbrios financeiros pós-fusão.

A relação contratual, quando analisada sob a ótica do conflito de interesses entre gestores e acionistas, pode vir a sofrer com os problemas de agência em cenário de F&A, dado que os incentivos para tomada de decisão irracional e oportunista dos gestores que visam ganhos a curto prazo com as F&A (Dreher & Ernst, 2022). Nesse cenário de busca por sinergia e incentivos à tomada de decisão oportunística por parte dos gestores das companhias adquirentes, se encontram 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, que pode ser conceituado como os ajustes intencionais advindos do regime de competência (Dechow & Dichev, 2002), se utilizando da subjetividade do que é postulado nas normas contábeis com o intuito de manipular a percepção dos usuários externos sobre os resultados reportados pelas companhias (Healy & Wahlen, 1999). Esse atributo da qualidade da informação contábil está relacionado à manipulação intencional dos resultados contábeis que se enquadre nos pressupostos da norma contábil vigente, não representando, intencionalmente, o desempenho real do negócio (Dechow et al., 2010), reflexos

de manipulações, erros e vieses advindos de motivações pessoais dos tomadores de decisão ou até mesmo incentivos do meio (Healy & Wahlen, 1999).

Como formas de gerenciar resultados, tem-se o gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários e o gerenciamento de resultados por atividades operacionais ou reais. Com relação aos *accruals* discricionários, os mesmos podem ser representados pelos ajustes do regime de competência (Dechow et al., 2010), sendo decisões discricionárias sem impacto direto nos fluxos de caixa e, por isso, pode ser considerada como uma abordagem menos destrutiva de gerenciamento para o negócio a longo prazo (Roychowdhury, 2006).

Por outro lado, o gerenciamento de resultados por atividades reais envolve tempo e a estruturação das atividades normais de negócios (Kothari et al., 2015), podendo acontecer por meio de atividades operacionais ou de investimento do negócio. Esse tipo de gerenciamento é motivado por incentivos que afetem a riqueza da empresa, por meio de manipulação das vendas, custos de produção e, até mesmo, despesas organizacionais (Roychowdhury, 2006), estando pautado na opacidade da natureza das operações, o que dificulta com que os usuários externos da informação consigam desvendar a manipulação (Elrazaz et al., 2021).

Estudos como o de Kassamany et al. (2017), que analisou as companhias no Reino Unido entre 1990 e 2009, denota que, embora as companhias adquirentes de F&A apresentem um aumento do gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários – consistente com resultados de Botsari e Meeks (2008) e Higgins (2013) –, não é possível observar um aumento na manipulação por meio de atividades reais nessas companhias. Tal resultado vai de encontro ao que é preconizado por Elrazaz et al. (2021), de que as companhias tenderiam a efetuar mais gerenciamento de resultados por atividades reais em virtude de sua dificuldade de detecção, dado que, assim como evidenciado por Commerford et al. (2016), os motivos da gestão para a tomada de decisões relacionadas à operação, financiamento e investimento apresentam grande parcela de ambiguidade, tornando-os de difícil detecção até mesmo para os auditores dessas companhias.

Diversas pesquisas analisam o gerenciamento de resultados no contexto de F&A, tanto via *accruals* discricionários (Botsari & Meeks, 2008; Higgins, 2013; Kassamany et al., 2017), quanto via atividades reais (Erickson & Wang, 1999; Kassamany et al., 2017), existindo diferentes perspectivas sobre a relação entre companhias adquirentes de F&A e o gerenciamento de resultados quando suas empresas alvo são altamente endividadas. Alguns estudos indicam que as companhias adquirentes podem estar mais propensas a adotar práticas de gerenciamento de resultados nessas transações (Dichev & Skinner, 2002; Givoly & Hayn, 2000; Teoh et al., 1998), tendo em vista que o alto endividamento pode criar pressões

financeiras e incentivar as companhias adquirentes a manipularem os resultados financeiros para atingir metas de desempenho ou melhorar a aparência dos resultados pós-aquisição (Graham et al., 2005; Li, 2008).

Outro fator a ser considerado sobre as F&A e o comportamento dos gestores no processo decisório contábil das companhias adquirentes diz respeito à origem dessas operações, uma vez que apresentam diferentes características frente ao risco no processo de integração quando as operações são domésticas (internas ou nacionais) e transfronteiriças (externas ou internacionais) (Shimizu et al., 2004). As diferenças básicas intrínsecas a essas operações de F&A é que as domésticas ocorrem entre companhias de um mesmo país, com um nível de risco geralmente menor do que quando comparadas às operações internacionais, entre países distintos (Shimizu et al., 2004).

Conforme Dranev et al. (2019), empresas que negociam suas ações em países com maior risco de mercado, tendem a apresentar melhor desempenho nas F&A domésticas, pelo processo de integração ser mais facilitado e pelo risco atribuído pelos acionistas nessas operações ser menor do que nas transfronteiriças. Por outro lado, companhias situadas em economias maiores, com menor risco de mercado, tendem a se beneficiar mais de F&A transfronteiriças, mesmo com os diferentes fatores, como: câmbio, idioma, cultura, condições aspectos fiscais, normatização e demais aspectos macroeconômicos (Erel et al. 2012; Henley, 2021; Shevlin, 2020).

Quando analisado o gerenciamento de resultados das companhias adquirentes de F&A domésticas e transfronteiriças, não existe um consenso sobre como ocorre essa relação e se existe influência significativa nesses cenários. Jiraporn et al. (2008) evidenciam que as adquirentes de F&A domésticas apresentam maior propensão ao gerenciamento de resultados, quando comparadas com as transfronteiriças. Para os autores, a diversificação global das companhias pode ser vista como uma forma de reduzir o gerenciamento de resultados, uma vez que o maior escrutínio de partes interessadas e normatização a qual estão submetidos por estarem participando de uma F&A internacional.

Contudo, os resultados de Ho (2010) denotam que, embora exista uma tendência das firmas adquirentes americanas inflarem seus lucros antes das aquisições domésticas, não foi possível verificar com seus resultados uma diferença estatística do gerenciamento de resultados entre as F&A domésticas e as transfronteiriças. Além disso, mesmo que as F&A transfronteiriças apresentem uma maior assimetria informacional, a manipulação dos lucros nesses casos tende a ser menos agressiva (Ho, 2010), podendo apresentar, até mesmo, redução no gerenciamento de resultados de *accrual* após a aquisição internacional, como no caso do

estudo de Purayil e Lukose (2021) para as companhias da Índia.

2.1.2 *Value Relevance*

Pautando-se no fato de que uma F&A cria uma nova fonte de informação e, em alguns casos, uma nova entidade e sistema de divulgação, os lucros das companhias participantes podem não se mostrar como a métrica mais confiável para análise dos investidores, de modo a buscar informações as quais trarão o panorama geral do negócio mais rapidamente (Chen et al., 2002). Tal efeito ocorre em virtude da lacuna informacional entre o balanço patrimonial consolidado e a demonstração do resultado das adquirentes, demonstrando os reflexos dessas operações no balanço patrimonial consolidado da adquirente de forma mais tempestiva que nos seus resultados (Kwon & Wang, 2018).

Com isso, as incertezas geradas pelas F&A podem vir a afetar a relevância das informações contábeis reportadas pelas companhias ao mercado, de forma que companhias adquirentes tenderiam a apresentar um maior *Value Relevance* após os períodos de F&A (Kwon & Wang, 2018). O *Value Relevance* corresponde à relevância das informações contábeis percebida pelo mercado (Beisland, 2009) e é visto como uma característica fundamental da informação contábil, sendo uma métrica de qualidade da informação contábil reportada aos usuários externos da informação (Dechow et al., 2010).

Há evidências que indicam que, em um horizonte de curto prazo, empresas adquirentes envolvidas em F&A podem experimentar um maior *Value Relevance* quando as empresas alvo apresentam um alto nível de endividamento. Isso pode ser atribuído, em parte, às oportunidades de reestruturação e refinanciamento da dívida que essas transações oferecem, podendo resultar em uma redução do risco financeiro da empresa adquirente e gerar uma percepção positiva por parte dos investidores e, conseqüentemente, a um aumento do *Value Relevance* no curto prazo (Damodaran, 2010). Além disso, quando uma empresa se encontra altamente endividada, os investidores tendem a monitorar de perto sua saúde financeira e sua capacidade de cumprir com os pagamentos de suas dívidas, levando a uma maior atenção aos indicadores financeiros relevantes, como a capacidade de geração de fluxo de caixa, a relação dívida/patrimônio líquido e a qualidade dos ativos (Barth, 2008; Ohlson, 1980).

Com o passar do tempo, torna-se mais evidente o impacto da aquisição, e o *Value Relevance* pode diminuir, especialmente se os benefícios esperados da transação não forem realizados ou se os desafios relacionados à integração das operações entre as duas empresas

forem maiores do que inicialmente previsto (Hitt et al., 2016). Além disso, a longo prazo, outros elementos entram em jogo e podem influenciar a percepção dos investidores, dentre eles, podem ser destacadas a sustentabilidade do desempenho financeiro da empresa adquirente e a sua habilidade de aproveitar as sinergias resultantes da aquisição.

A literatura sugere que o impacto do reporte contábil nas operações de F&A não se limita apenas à redução da assimetria informacional, mas também está relacionado à natureza do negócio em si, especialmente em casos de aquisições arriscadas, como as que envolvem empresas altamente endividadas. Além do risco financeiro, a origem das companhias adquirentes e alvo também desempenha um papel importante no valor agregado por essas transações, considerando os diferentes níveis de risco e incerteza associados a operações domésticas e transfronteiriças (Shimizu et al., 2004).

Em operações domésticas, onde a adquirente e a adquirida operam no mesmo país, o risco atribuído à transação tende a ser menor, devido à similaridade geográfica, de mercado, cultura e normatização (Erel et al., 2012; Henley, 2021; Shevlin, 2020). Por outro lado, em operações transfronteiriças, quando adquirentes e alvo são de países diferentes, a implementação e operacionalização das F&A tornam-se mais desafiadoras, envolvendo maiores custos de transação e, conseqüentemente, aumentando o risco dessas transações (Dranev et al., 2019). Nessas transações transfronteiriças, é comum encontrar desafios adicionais decorrentes das diferenças culturais, legais, regulatórias e operacionais entre os países envolvidos, o que pode ter impacto tanto no *Value Relevance* quanto no sucesso das operações de F&A (Barkema et al., 1996; Gugler & Yurtoglu, 2004; Buckley & Casson, 2009).

Contudo, tal relevância percebida pela informação pode se mostrar distinta em diferentes ambientes macroeconômicos. Isso pode ocorrer pelas características intrínsecas a esses ambientes e como tais aspectos podem afetar a forma com a qual as partes interessadas na informação percebam a sua utilidade. Em ambientes macroeconômicos onde o *enforcement* regulatório é mais forte, o monitoramento e controle das práticas contábeis das empresas adquirentes tendem a ser mais rigorosos (Andrias, 2013; Duru et al., 2018). Isso pode aumentar a verossimilhança das informações contábeis reportadas, uma vez que há uma aplicação mais eficaz das normas contábeis e uma supervisão mais atenta das atividades financeiras das empresas (Ewert & Wagenhofer, 2019). Como resultado, os investidores e o mercado tendem a ter uma maior confiança na qualidade e confiabilidade das informações divulgadas pelas empresas adquirentes em transações transfronteiriças de F&A.

Por outro lado, em ambientes com menor *enforcement* regulatório, o monitoramento e controle das práticas contábeis podem ser mais laxos. Isso pode diminuir a verossimilhança das

informações contábeis reportadas, uma vez que há uma maior oportunidade para manipulação de resultados e divulgação seletiva de informações (Dechow et al., 2010). Como resultado, os investidores e o mercado podem ter uma confiança reduzida na qualidade e confiabilidade das informações divulgadas pelas empresas adquirentes em transações transfronteiriças de F&A.

2.2 *Enforcement* como Característica a Nível de País

Aspectos relacionados a flutuações macroeconômicas, mudanças regulatórias e incerteza regulatória também podem ser fatores que afetam as F&A (Khurana & Wang, 2019; Tang et al., 2021). Sua ocorrência pode se dar em virtude da maior incerteza desses ambientes em que as companhias se encontram e do nível de *enforcement* regulatório a que são submetidas. Mecanismos de *enforcement* mais severos tendem a desempenhar um papel relevante no processo decisório e desenvolvimento financeiro das companhias (Dechow et al., 2010; Duru et al., 2018), por seu caráter de maior monitoramento e controle dos órgãos de fiscalização autorizados na aplicação de leis, normas, regulamentações e demais normativos que envolvam essas operações de F&A (Andrias, 2013; Brown et al., 2014).

Pesquisas anteriores utilizam como *proxies* de *enforcement* variáveis que podem explicar o nível de maior fiscalização e aplicabilidade regulatória, tanto sob o ponto de vista do desenvolvimento econômico do país (Deng & Yang, 2015; Khan et al., 2021), quanto de sua qualidade regulatória (Bushman & Piotroski, 2006; La Porta et al., 1998), sua governança e demais aspectos relacionados à sua eficácia do governo (Datta et al., 2015; Deng & Yang, 2015). Cada uma dessas características - macroeconômicas, institucionais e políticas - pode apresentar diferentes graus de força na aplicação legal e fiscalização por parte dos entes regulatórios do país em que a empresa opera seus negócios (Hope, 2003; La Porta et al., 1998).

Sob o ponto de vista do *enforcement* macroeconômico, diversas pesquisas analisam de que forma o desenvolvimento econômico pode influenciar as características tanto no âmbito de F&A (Deng & Yang, 2015; Khan et al., 2021), quanto da qualidade da informação contábil reportada (Chen, 2018; Duru et al., 2018; Vohra & Fabozzi, 2019; Zada et al., 2021). De acordo com estudo de Deng e Yang (2015), F&A transfronteiriças entre países desenvolvidos e emergentes apresentam determinantes distintos, verificando que quanto maior o tamanho do mercado financeiro dos países em desenvolvimento, maior o número de F&A transfronteiriças nesses países. Por outro lado, quando analisados os mercados desenvolvidos, os autores alertam que quanto menor a eficácia do governo da companhia adquirente e o tamanho do mercado anfitrião, maior tende a ser o número de F&A. Isso pode ser explicado pela eficiência maior dos

mercados desenvolvidos e sua ampla gama de gestão de riscos quando comparados aos mercados emergentes (Vohra & Fabozzi, 2019; Zada et al., 2021).

No que diz respeito ao *enforcement* institucional, pode-se elencar o nível de qualidade regulatória ao qual o país está submetido, com base em sua fiscalização e aplicação de norma (Chen et al., 2009; Rossi & Volpin, 2004; Owen & Yawson, 2010). Isso ocorre, pois, a qualidade regulatória corresponde à capacidade do país de formular e implementar políticas e regulamentos sólidos para o desenvolvimento de seu mercado. Dessa forma, países com maior qualidade regulatória e, por consequência, com um maior *enforcement* institucional, tendem a apresentar maior probabilidade de efetuar operações de F&A pelo maior monitoramento e controle das companhias nesses mercados (Chen et al., 2009; Rossi & Volpin, 2004) e proteção de seus investidores (Owen & Yawson, 2010), ainda mais quando diz respeito ao planejamento de F&A transfronteiriças (Xie et al., 2017).

O *enforcement* político nas companhias e suas operações pode ser observado sob o enfoque do nível de eficácia do governo, que capta a credibilidade e compromisso do governo na formulação e implementação de políticas públicas, além de independência de pressões políticas. Quando analisado o contexto de F&A, a literatura aponta que empresas originadas em países com política mais estável e de menor risco tendem a ser mais propensas a investir em países com maior risco político e restrições institucionais mais fracas (Datta et al., 2015; Holburn & Zelner, 2010), tendo em vista a maior probabilidade de geração de valor com a operação e menores custos de transação. Já as companhias em cenários de menor estabilidade política, tendem a apresentar um maior risco pelo grau de incerteza nesses mercados (Xie et al., 2017), podendo fazer com que as empresas optem por F&A domésticas quando as alvo se mostram saudáveis financeiramente e transfronteiriças quando são altamente endividadas.

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses

No contexto da qualidade da informação contábil das companhias envolvidas em operações de fusões e aquisições (F&A), um maior nível de *enforcement* está associado a um monitoramento mais rigoroso e à aplicação adequada das normas contábeis 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 e Lukose (2021) argumentam que 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, 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.

H1. 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 em 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, tanto as companhias adquirentes quanto as empresas alvo geralmente operam sob estruturas regulatórias e ambientes institucionais semelhantes. Essa similaridade facilita o monitoramento e o controle das práticas contábeis, bem como do gerenciamento de resultados (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 aumentar a assimetria de informações entre as empresas adquirentes e as empresas alvo, tornando o gerenciamento de resultados mais provável.

Ao analisar a qualidade da informação contábil sob a perspectiva do *Value Relevance*, observa-se que o nível de *enforcement* nos países tem uma influência significativa na relevância das informações contábeis reportadas. Em economias desenvolvidas, onde as normas são aplicadas com rigor e o monitoramento das divulgações é mais eficaz, os usuários tendem a confiar mais nas informações financeiras fornecidas (Bigus & Dreyer, 2023). Por outro lado, em países emergentes, onde o *enforcement* pode ser menos rigoroso, a aplicação das normas

contábeis tende a ser mais flexível, aumentando a incerteza sobre a precisão dos resultados reportados (Vohra & Fabozzi, 2019; Zada et al., 2021). Nesses cenários, os acionistas frequentemente buscam informações adicionais além do lucro para obter uma análise mais completa da saúde financeira das empresas, o que ressalta a importância do *Value Relevance* (Kang & Pang, 2005).

Quando se comparam as características das F&A transfronteiriças e domésticas, as diferenças na relevância das informações contábeis também se tornam evidentes. O *Value Relevance* das operações domésticas tende a ser menor do que nas operações transfronteiriças, devido às variações significativas no nível de escrutínio regulatório e na qualidade das normas contábeis aplicáveis. No caso das F&A domésticas, tanto as empresas adquirentes quanto as empresas alvo estão sujeitas ao mesmo ambiente regulatório local. Em países com menor *enforcement*, a aplicação das normas contábeis pode ser menos rigorosa, com menor monitoramento, o que facilita práticas de gerenciamento de resultados e manipulação das demonstrações financeiras (Ball et al., 2003; Lang et al., 2008). Isso compromete a confiabilidade e a relevância das informações contábeis para os investidores.

Em contraste, as F&A transfronteiriças envolvem empresas de diferentes jurisdições, cada uma sujeita a seus próprios padrões regulatórios, o que exige maior conformidade com normas contábeis internacionais e maior vigilância dos stakeholders globais quanto ao nível de transparência e comparabilidade das informações financeiras (Ho, 2010; Purayil & Lukose, 2021). Esse escrutínio adicional e a diversidade regulatória ajudam a mitigar a manipulação dos resultados financeiros, resultando em um *Value Relevance* maior nas operações transfronteiriças em comparação com as domésticas.

Com base nesses argumentos, formula-se a hipótese de pesquisa H2:

H2. Companhias adquirentes de F&A originárias de países com menor *enforcement* apresentam um menor *Value Relevance*, nas operações com empresas alvo altamente endividadas, principalmente em domésticas.

A Teoria da Agência oferece um suporte robusto para a H2 ao destacar a importância do alinhamento de interesses entre gestores (agentes) e acionistas (principais). Segundo essa teoria, o nível de *enforcement* pode influenciar o ambiente regulatório, criando diferentes incentivos para que os gestores ajam em seus próprios interesses, muitas vezes em detrimento dos acionistas. Isso impacta a relevância das informações contábeis (*value relevance*) para os investidores (Ball et al., 2003; Lang et al., 2008). Ao considerar a origem das operações, em F&A domésticas, as empresas

estão sujeitas ao mesmo ambiente regulatório. Isso pode resultar em menor vigilância e facilitar práticas de manipulação, levando a uma qualidade inferior das informações financeiras reportadas, em comparação com operações transfronteiriças. Estas últimas, devido à diversidade regulatória e maior controle, limitam mais a capacidade dos gestores de agir de forma oportunista (Ho, 2010; Purayil & Lukose, 2021).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo trata dos procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa, segregando em classificação do estudo e design da pesquisa, variáveis da pesquisa e modelagem e operacionalização dos dados.

3.1 Classificação e Design da Pesquisa

Como classificação do estudo, tem-se uma análise quantitativa, descritiva e documental. Quanto à abordagem do problema, o estudo é classificado como quantitativo, tendo em vista a quantificação utilizada no tratamento dos dados (Bryman, 2012), baseada nos resultados advindos a aplicação de regressão múltipla com dados em painel, por meio de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Quanto aos objetivos de pesquisa, tem-se o caráter descritivo, uma vez que a análise se fundamenta na descrição da influência objeto de estudo (Gil, 2011). E sobre os procedimentos técnicos, a pesquisa apresenta caráter documental, dado que utilizando as informações advindas das demonstrações financeiras das respectivas companhias a que pertencem (Martins & Theóphilo, 2009).

A pesquisa conta com os dados disponíveis na Refinitiv®, *World Bank*, *Worldwide Governance Indicators* (WGI) e *IFRS Foundation* retir. Não foram analisadas as instituições financeiras – uma vez que sua estrutura de capital é mais alavancada que a das demais empresas, além da regulamentação específica do setor, visando proporcionar maior comparabilidade entre as empresas analisadas (Peasnell et al., 2000). 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.

Em prol de uma análise que proporcione maior comparabilidade dos resultados entre as companhias objeto de estudo, optou-se por analisar apenas as F&A em que a adquirente apresenta o controle de 100% das ações com direito a voto da empresa alvo, sendo por meio de aquisições de 100% ou que já detinham algum percentual da empresa alvo e venham a apresentar 100% de controle após a aquisição em questão. Além disso, em caso de cada companhia apresentar mais uma operação, foi considerado o endividamento da companhia alvo que apresentar o valor mais representativo, considerando apenas essa operação para fins de análise.

3.2 Variáveis da Pesquisa

3.2.1 Variáveis Dependentes

3.2.1.1 Gerenciamento de Resultados

Como variável de gerenciamento de resultados, a pesquisa está pautada nos *accruals* discricionários. Para isso, primeiramente, foi utilizado o cálculo para estimação dos *accruals* totais, pautado nas variações das contas patrimoniais (Equação 1).

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

Em que : ACT_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ; ΔAC_{it} = variação do ativo corrente (circulante) da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ; ΔPC_{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 no final do período $t-1$ para o final do período t ; ΔDiv_{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 .

Para a estimação dos *accruals* discricionários, foram gerados os resíduos de dois modelos: Jones Modificado (Dechow et al., 1995) e Pae (2005). No modelo Jones Modificado, considera-se como *accruals* discricionários o valor advindo da subtração dos *accruals* totais e dos *accruals* não discricionários. Com isso, é feito, primeiramente, a estimação dos betas (β_1 , β_2 e β_3) do modelo proposto por Jones (1991), os quais fornecerão os coeficientes estimados da regressão de explicação dos *accruals* totais (Equação 1) para as companhias analisadas, pautando-se em contas como o ativo do período anterior, a variação das receitas e o imobilizado, assim como consta na Equação 2.

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

A partir da estimação dos betas pelo modelo original de Jones, foram estimados os *accruals* não discricionários, considerando a variável de variação da conta de clientes nesse novo modelo (Equação 3).

$$AND_{it} = \hat{\beta}_1 (1/A_{t-1}) + \hat{\beta}_2 ((\Delta R_{it} - \Delta CR_{it})/A_{it-1}) + \hat{\beta}_3 (PPE_{it}/A_{it-1}) \quad (3)$$

Em que: TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ; ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t ; ΔCR_{it} = variação das contas a receber (clientes) da empresa i do período $t-1$ para o período t ; PPE_{it} = saldo da conta do Ativo Imobilizado empresa i no final do período t ; A_{it-1} = ativos totais da empresa no final do período $t-1$; ε_{it} = resíduo da regressão para a empresa i no ano t . β_1 , β_2 e β_3 = coeficientes estimados da regressão (3).

Com relação aos *accruals* discricionários da empresa *i* no período corrente *t*, parte-se do pressuposto que são todos os *accruals*, menos os não-discricionários.

$$ADJ_{it} = ACT_{it} - AND_{it} \quad (4)$$

Em que: ADJ_{it} refere-se aos *accruals* discricionários pelo modelo Jones Modificado da empresa *i* no período *t*; ACT_{it} trata dos *accruals* totais da empresa *i* no período *t*; e AND_{it} corresponde aos *accruals* não-discricionários da empresa *i* no período *t* (Equação 3).

O modelo proposto por Dechow et al. (1995), apesar de ser uma versão modificada do modelo de Jones (1991), leva em consideração o fato de que o procedimento para cálculo dos *accruals* discricionários é o mesmo. Logo, foram utilizados os coeficientes estimados ($\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3$) para o cálculo dos *accruals* não-discricionários e, em seguida, o resultado da diferença entre os *accruals* totais (ACT) e os *accruals* não-discricionários (AND) resultará na estimativa do valor dos *accruals* discricionários pelo modelo Jones Modificado (ADJ). Ainda, no que tange ao modelo proposto por Pae (2005) é baseado na persistência dos fluxos de caixa operacionais nos ajustes do regime de competências das companhias, conforme Equação 5.

$$ACT_{it} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta_1 \Delta R_{it} + \beta_2 PPE_{it} + \beta_3 FCO_{it} + \beta_4 FCO_{it-1} + \beta_5 TA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Em que: ACT_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período corrente *t*, ponderada pelos ativos totais no início do período *t*; ΔR_{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 ε_{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).

3.2.1.2 Value Relevance

Para que seja possível auferir o objetivo do estudo, foi utilizado o modelo original de Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999) para a estimação do *Value Relevance*, sendo comparado o poder explicativo do modelo (R^2), esperando-se que os coeficientes β_1 e β_2 sejam estatisticamente significativos, conforme Equação 6.

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 E_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Onde: P_{it} representa o preço por ação da empresa i ao final do ano fiscal t ; BV_{it} relaciona-se ao patrimônio líquido por ação da empresa i no tempo t , excluído o lucro líquido; E_{it} diz respeito ao lucro líquido por ação da empresa i no tempo t ; ε_{it} trata-se de outras informações de valor relevante da empresa i para o ano t ortogonal ao lucro e valor contábil.

Tal modelo se baseia no *Residual Income Valuation* (RIV), proposto por Ohlson (1995), que analisa os retornos anormais das ações frente às variáveis contábeis e que, segundo Dechow et al. (1999) é considerado uma forma mais robusta de análise da relevância da informação contábil do que os modelos pautados em previsões de desconto de curto prazo (de dividendos e fluxos de caixa).

3.2.2 Variáveis Independentes de Interesse

3.2.2.1 Nível de *Enforcement*

No que se refere à métrica de nível de *enforcement* dos países de origem das companhias analisadas, foram levados em consideração vários indicadores, incluindo desenvolvimento econômico, PIB real per capita, regulação de valores mobiliários (requisitos de divulgação, padrão de responsabilidade e execução pública), contratos de "*self dealing*" (direitos antidiretor, controle *ex ante*, controle *ex post* e execução pública), estado de direito e ações coletivas. Essa métrica é baseada na abordagem proposta por Leuz (2010) e tem como objetivo medir o rigor e a efetividade da regulamentação de relatórios corporativos, por meio de uma análise comparativa entre diferentes jurisdições.

Para o cálculo do nível de *enforcement*, foram somados os valores de todos os indicadores que compõem a variável para cada um dos países analisados, pautando-se na média dos países analisados para considerar o maior (acima da média) e menor (abaixo da média) nível, conforme os dados evidenciados na Tabela 1.

Tabela 1
Estimação do nível de enforcement para os países do G20

País	Desenvolvimento PIB real per econômico capita		Regulação de valores mobiliários			Contratos de <i>Self Dealing</i>			Estado de Direito	Ações coletivas	
			Requisitos de divulgação	Padrão de responsabilidade	Enforcement público	Direitos antidiretor	Controle <i>ex ante</i>	Controle <i>ex post</i>			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

É importante ressaltar que os dados relacionados ao desenvolvimento econômico e ao PIB per capita dos países analisados foram atualizados em relação ao que foi estabelecido na métrica de Leuz (2010). Essa atualização tem como objetivo fornecer uma representação mais precisa do atual nível de *enforcement* nos países em análise, garantindo maior fidedignidade aos resultados.

Ao examinar esses elementos, o indicador procura compreender a aplicação normativa do ambiente regulatório em que as empresas operam em cada jurisdição, considerando fatores econômicos, legais e institucionais. Isso possibilita uma avaliação mais abrangente da qualidade e efetividade da regulação dos relatórios corporativos em diferentes países. Portanto, o indicador proposto por Leuz (2010) oferece uma visão ampla e contextualizada das práticas regulatórias, abordando aspectos específicos relacionados aos relatórios corporativos e fatores mais amplos que influenciam o ambiente regulatório como um todo.

Em relação ao desenvolvimento econômico, também conhecido como desenvolvimento do mercado de capitais, pode-se inferir que países com mercados de capitais mais avançados tendem a ter regulamentações mais sofisticadas e exigentes em relação à divulgação de informações financeiras e relatórios corporativos (Zada et al., 2021). Isso ocorre porque em mercados de capitais mais desenvolvidos, os investidores demandam maior transparência e informações precisas para tomar decisões de investimento embasadas. Além disso, o PIB real per capita é um indicador relevante para analisar a aplicação normativa, uma vez que, de forma geral, países com um PIB real per capita mais elevado tendem a ter mercados de capitais mais desenvolvidos e regulações mais rigorosas em relação à divulgação de informações financeiras e relatórios corporativos (Crawley, 2015).

A respeito da regulação de valores mobiliários, essa engloba requisitos específicos para a divulgação de informações financeiras e não financeiras por empresas de capital aberto, bem como normas e expectativas referentes à precisão e integridade das informações divulgadas. Além disso, trata da fiscalização e aplicação das regulamentações de relatórios corporativos. Segundo Leuz (2010), essas três variáveis analisam a regulamentação de valores mobiliários em um país, com base nos estudos de La Porta et al. (2006), pautando-se: a) nos requisitos de divulgação: medem o nível de informações que as empresas são obrigadas a divulgar durante o processo de oferta de valores mobiliários ao público; b) no padrão de responsabilidade: calculado como a média dos padrões de responsabilidade legal e a prestação de contas esperada na emissão e comercialização de valores mobiliários por parte dos emissores, diretores, distribuidores e contadores; e c) na execução pública: a qual se refere a um índice resumido que engloba subíndices de características do supervisor, de poder normativo, de poderes investigativos, de ordens e criminal, fornecendo uma visão geral sobre a efetividade e a abrangência da aplicação

das regras e regulamentos que regem o mercado de valores mobiliários no país em análise.

As quatro variáveis seguintes baseiam-se no Índice de Proteção dos Acionistas de Djankov et al. (2008), que considera:

a) Direitos antidiretores: Proteções legais e regulatórias concedidas aos acionistas minoritários para garantir que seus direitos sejam respeitados e protegidos, incluindo o direito de votar em decisões corporativas, participar nos lucros, acessar informações relevantes, acionar ações legais contra a administração e proteção contra expropriação indevida de ativos;

b) Controle *ex ante*: mecanismos e regulamentações existentes antes da ocorrência de práticas potencialmente prejudiciais aos acionistas minoritários, como transparência na divulgação de informações corporativas e exigência de aprovação prévia para certas transações importantes (como fusões e aquisições), e proteção dos direitos de voto dos acionistas minoritários;

c) Controle *ex post*: mecanismos e medidas disponíveis para corrigir problemas ou abusos após sua ocorrência, como a possibilidade de acionar ações legais contra a administração em caso de práticas prejudiciais ou ilegais, bem como a efetividade do sistema judiciário na resolução de litígios entre acionistas e a administração; e

d) Execução pública relacionada à proteção dos acionistas minoritários: refere-se à capacidade e ao comprometimento do sistema legal e regulatório de um país em fazer cumprir as leis e as regulamentações relacionadas à proteção dos acionistas minoritários, envolvendo a efetividade e a imparcialidade do sistema judiciário, a aplicação consistente das leis, a capacidade de impor penalidades e a execução de decisões judiciais.

O sistema legal também é analisado como variável que compõe o *enforcement* dos países analisados, por meio do Estado de Direito e das ações coletivas. O Estado de Direito é uma métrica que avalia a integridade e a eficiência do sistema jurídico em um país, refletindo a confiança e o cumprimento das leis pela sociedade. Ele engloba diversos aspectos, como a execução de contratos, proteção dos direitos de propriedade, eficácia das forças policiais e dos tribunais, e considera a probabilidade de ocorrência de crimes e violência (La Porta et al., 1998). Por outro lado, as ações coletivas são procedimentos legais nos quais um grupo de indivíduos com interesses semelhantes entra com uma ação judicial coletiva contra uma ou mais partes. Nesses casos, um representante legal ou um grupo de representantes age em nome de todos os membros afetados pelo grupo, unificando suas reivindicações em um único processo (Leuz, 2010).

Outra métrica utilizada para avaliar o *enforcement* se baseia no indicador desenvolvido por Brown et al. (2014), sendo composta por seis elementos principais. Nos dois primeiros elementos (1 e 2), os autores investigaram se um país possui um órgão encarregado de supervisionar e promover o cumprimento das normas contábeis e se esse órgão tem autoridade

para estabelecer essas normas. A existência desses órgãos sugere um maior envolvimento e responsabilidade na auditoria e na definição das normas contábeis. Cada um desses itens é pontuado com 0 (quando ausente) ou 2 (quando presente) e recebe um peso igual.

Os itens de 3 a 5 concentram-se na avaliação da eficácia do órgão de fiscalização e na sua atividade na aplicação das normas. Esses itens examinam se o órgão conduz revisões das demonstrações financeiras, torna públicos os resultados dessas revisões e toma medidas de execução, como exigir que as empresas revisem e reemitam suas demonstrações financeiras. Os itens 3 e 4 também são pontuados com 0 ou 2, recebendo um peso de dois, enquanto os itens 5 e 6 recebem pontuações variando de 0, 1 a 2, com um peso de três. O último elemento (item 6) avalia a intensidade regulatória geral de um país, levando em conta o número de funcionários no órgão de fiscalização por milhão de habitantes. A classificação dos países é baseada nessa proporção, atribuindo uma pontuação de 2 para o terço superior, 1 para o segundo terço e 0 para o terço inferior.

Para aprimorar a confiabilidade do índice, em 2012, os autores realizaram entrevistas conduzidas por um dos principais pesquisadores, visando a uma melhor compreensão do funcionamento dos órgãos de fiscalização e do ambiente regulatório em diferentes países. Os dados utilizados para compor o índice foram coletados a partir de diversas fontes, incluindo estudos anteriores e informações públicas sobre os órgãos de fiscalização contábil. Essa abordagem tem como objetivo criar um índice sólido para avaliar o cumprimento das normas contábeis em diversas nações.

A partir das variáveis evidenciadas na Tabela 3, foi efetuada uma Análise de Componentes Principais (ACP) para a construção de uma terceira e mais atualizada métrica destinada a estimar o nível de *enforcement*. Esta abordagem estatística oferece diversas vantagens em relação a outras métricas desatualizadas, como as propostas por Leuz (2010) e Brown et al. (2014), especialmente quando se busca uma representação precisa e imparcial do rigor e da efetividade da regulamentação de relatórios corporativos em diferentes jurisdições.

A ACP é uma técnica estatística poderosa que permite a redução da dimensionalidade de um conjunto de dados, identificando padrões e relações subjacentes entre variáveis. Ao contrário de abordagens teóricas específicas, como as propostas por Leuz (2010) e Brown et al. (2014), a ACP baseia-se exclusivamente nos dados disponíveis, garantindo assim uma análise imparcial e neutra. Isso é fundamental quando se trata de estimar o nível de *enforcement*, pois evita vieses teóricos e interpretações subjetivas que podem distorcer os resultados.

Além disso, a utilização da ACP permite a construção de uma métrica composta que integra uma ampla gama de dados relacionados ao *enforcement*. A atualização dos dados

econômicos e do PIB per capita dos países em análise é crucial para garantir a precisão e a relevância da métrica de *enforcement*. Ao contrário das métricas desatualizadas, como as propostas por Leuz (2010) e Brown et al. (2014), que podem estar sujeitas a informações obsoletas e não representativas da realidade atual, uma métrica construída com base em dados atualizados oferece uma visão mais precisa e atualizada do nível de *enforcement* em cada país do G20.

No sentido de destacar as discrepâncias entre os diferentes níveis de cada variável utilizada, a Tabela 2 foi desenvolvida.

Tabela 2
Classificação de alto e baixo enforcement

País	<i>Enforcement</i> (Leuz, 2010)		<i>Enforcement</i> (Brown et al., 2014)		<i>Enforcement</i> (ACP)		Convergência entre as métricas	Apresentam Dados de Alvo Altamente Endividadas	Amostra 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
Total									789
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	-	-	-	-

É fundamental destacar que, embora ambas as métricas tenham como objetivo analisar o *enforcement*, nem todas as variáveis examinadas são idênticas, o que pode resultar em

divergências na classificação. Isso fica evidente nos casos da Áustria, Espanha, Finlândia, Itália, Japão e Suécia. Além disso, é possível definir na análise quais as companhias a serem analisadas na amostra geral, considerando apenas as companhias que apresentam dados convergentes em relação a estimação do *enforcement*, bem como que apresentam informações de *rank value* para a análise de endividamento da empresa alvo, totalizando em uma amostra de 789 companhias.

3.2.2.2 Endividamento das Empresas Alvo

Com relação ao endividamento das empresas alvo, esse é classificado com base no “Valor de Classificação inc. Dívida Líquida da Alvo” da Refinitiv®. Segundo a plataforma, esse valor - que é calculado com base na soma do valor da transação com o valor da dívida líquida da empresa alvo, subtraído do valor de quaisquer passivos assumidos em uma transação -, apenas é estimado quando o valor do negócio é divulgado, com informações completas e disponíveis do balanço patrimonial das empresas alvo. Ainda, nesses casos, analisam-se apenas as empresas alvo não financeiras, que apresentam valor de classificação positivo e que foram adquiridas em 100% pela adquirente, de porcentagem anteriormente detida inferior a 50%. Para evidenciar a estimação de forma clara, tem-se as Equações 7 e 8.

$$RANKVAL = VALNOLIA + (NETDEBT) - CASH \quad (7)$$

$$RANKVAL = VALNOLIA + (STRD + STD + PFDEQ) - CASH \quad (8)$$

Onde: 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; STD é a dívida de curto prazo; e PFDEQ é o valor do Capital Preferencial.

Sendo assim, para a classificação de alto nível de endividamento, baseou-se no valor médio de RANKVAL de cada setor da empresa alvo das operações dos países analisados. Baseou-se no setor da empresa alvo em função da informação de endividamento ser relacionada à alvo e, por isso, a classificação da média foi feita com base nos setores dessas companhias, especificamente, conforme Tabela 3.

Tabela 3
Composição da RANKVAL por setor

<i>Enf.t</i>	Setor da empresa Alvo	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
Alto	Produtos e serviços de consumo	385	367.47	1031.08	32.00	0.01	8110.21
	Bens de consumo	190	1636.61	9075.07	86.01	0.05	106878.30
	Energia e Potência	437	1593.77	5421.01	108.00	0.02	69411.96
	Saúde	519	1201.43	6897.78	40.92	0.01	93444.82
	Alta tecnologia	697	823.81	3540.60	42.19	0.01	43460.19
	Indústrias	497	593.13	2019.70	69.00	0.10	30845.95
	Materiais	815	506.22	4084.82	8.95	0.01	86203.74
	Mídia e Entretenimento	236	1820.83	9227.93	56.22	0.04	101499.50
	Bens imóveis	261	896.22	2205.91	140.00	0.02	18365.08
	Varejo	202	504.25	1865.43	48.38	0.02	16442.94
Telecomunicações	79	1809.64	7062.22	100.00	0.23	58688.63	
Baixo	Produtos e serviços de consumo	46	94.89	326.66	7.79	0.05	2070.11
	Bens de consumo	77	161.76	383.94	16.45	0.02	2726.38
	Energia e Potência	56	302.97	557.53	51.20	0.02	2932.46
	Saúde	40	340.32	822.44	28.07	0.09	4124.79
	Alta tecnologia	60	50.06	173.19	6.25	0.17	1274.38
	Indústrias	97	119.98	316.50	10.50	0.02	2649.11
	Materiais	114	371.91	1990.06	17.25	0.02	20956.65
	Mídia e Entretenimento	30	392.05	1179.96	14.21	0.42	6367.44
	Bens imóveis	65	544.00	3258.51	13.93	0.02	26262.09
	Varejo	28	535.57	929.76	64.87	0.47	3763.97
Telecomunicações	21	2078.76	6217.55	43.94	0.23	27496.45	

A importância de analisar a média do RANKVAL para cada setor reside na necessidade de compreender as variações setoriais e geográficas no nível de endividamento, que podem significativamente influenciar a percepção de risco e a viabilidade das fusões e aquisições. Setores diferentes têm estruturas de capital distintas e, portanto, níveis de endividamento das variáveis que podem afetar tanto a atratividade das empresas alvo quanto as estratégias de financiamento das aquisições. Por exemplo, setores como o de Utilidades tendem a ter níveis de dívida mais altos devido à necessidade de investimentos capitais intensos, enquanto setores como o tecnológico podem apresentar níveis mais baixos de dívida.

Outro aspecto igualmente relevante é a variação geográfica, que reflete diferenças na estabilidade econômica, regulamentações financeiras, e práticas de mercado entre os países, o que pode afetar tanto a estrutura de capital das empresas quanto a abordagem das empresas adquirentes. Analisar essas médias setoriais e nacionais permite que investidores e reguladores avaliem melhor os riscos específicos associados às F&A, facilitando a tomada de decisões mais informada e estratégica.

3.2.2.3 Origem das F&A

Para análise da origem das F&A foram utilizadas variáveis binárias para elencar a ocorrência de operações domésticas (entre empresas adquirente e alvo de um mesmo país) e operações transfronteiriças (entre adquirente e alvo de países de origem distintos). A Tabela 4 evidencia a composição da amostra por meio da quantidade de operações de F&A consideradas para a análise.

Tabela 4
Composição da amostra

Setor da Alvo	Baixo Nível de <i>Enforcement</i>			Alto Nível de <i>Enforcement</i>			Total geral
	DOM	TRA	Total Baixo	DOM	TRA	Total Alto	
Alta Tecnologia	0	0	0	83	16	99	99
Assistência Médica	3	0	3	41	16	57	60
Bens de Consumo	1	1	2	27	10	37	39
Energia e Potência	4	0	4	77	7	84	88
Governo e Agências	0	0	0	1	0	1	1
Imobiliária	5	0	5	62	3	65	70
Industriais	6	1	7	99	28	127	134
Materiais	11	4	15	71	26	97	112
Mídia e Entretenimento	3	0	3	26	5	31	34
Produtos e Serviços de Consumo	5	2	7	69	14	83	90
Telecomunicações	3	1	4	7	2	9	13
Varejo	6	2	8	31	10	41	49
Total	47	11	58	594	137	731	789

Nota. DOM = F&A Domésticas; TRA = F&A Transfronteiriças.

No estudo das F&A, a classificação da origem das companhias envolvidas desempenha um papel crucial em entender as dinâmicas subjacentes dessas transações. A distinção entre operações domésticas e transfronteiriças revela nuances importantes sobre os desafios e as oportunidades que cada tipo de operação apresenta. Isso ocorre pois em F&A domésticas tendem a ser mais rápidas em termos de negociação e integração, dado o ambiente regulatório comum e a maior facilidade de *due diligence* (Martynova & Renneboog, 2008). Além disso, as operações transfronteiriças, enfrentam desafios significativos, incluindo questões de conformidade legal internacional, riscos políticos e dificuldades na avaliação precisa de ativos estrangeiros (Eun et al., 1996), de forma que as diferenças culturais poderiam complicar a integração pós-aquisição, influenciando na eficácia da gestão do conhecimento e da integração de recursos humanos (Björkman et al., 2007).

Nesse contexto, atribuiu-se 1 o momento em que a empresa efetuou uma operação de F&A e 0 para os demais momentos em que não houve operações de F&A, de forma que todas as

empresas analisadas apresentam ou uma F&A doméstica ou uma transfronteiriça. No caso de uma mesma empresa apresentar mais de uma operação com diferentes características de origem (uma doméstica e uma transfronteiriça, por exemplo), considerou-se apenas a operação em que o endividamento da empresa alvo se mostrasse mais representativo.

3.2.3 Variáveis de Controle

A seleção meticulosa de variáveis independentes e de controle é fundamental para elucidar os impactos e as dinâmicas subjacentes dessas transações complexas. O tamanho da empresa (Tam), por exemplo, frequentemente indicado pelo logaritmo natural do total de ativos, reflete a capacidade de absorver grandes aquisições e gerenciar integrações complexas (Gertner et al., 1994). Empresas maiores, assim como evidenciado em Titman e Trueman (1986), geralmente possuem recursos financeiros mais robustos, sistemas de controle interno avançados e estruturas de governança corporativa bem estabelecidas. Estas características são essenciais para suportar as complexidades associadas às fusões e aquisições, desde a *due diligence* até a integração pós-aquisição e a otimização de operações combinadas. Além disso, a escala pode conferir uma vantagem competitiva significativa em termos de acesso ao capital e influência no mercado, facilitando transações que podem ser proibitivas para empresas menores.

A experiência de adoção das normas IFRS (IFRS) pelo país de origem da empresa adquirente, quantificada em anos, também desempenha um papel crucial. Estudos como o de Barth et al. (2008) demonstram que um período prolongado de conformidade com as IFRS está associado a uma maior transparência e confiabilidade nos relatórios financeiros. Esta familiaridade com normas contábeis internacionais garante que as informações financeiras sejam comparáveis e compreensíveis para investidores e reguladores internacionais, o que é especialmente importante em transações transfronteiriças onde as práticas contábeis podem variar significativamente entre jurisdições. A adoção das IFRS facilita uma avaliação mais precisa do valor das empresas envolvidas e ajuda a mitigar riscos associados à assimetria de informação.

O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), indicando a saúde econômica de um país, influencia diretamente o clima de negócios e, por extensão, as atividades de fusões e aquisições. Conforme apontado por Jensen (1986), um PIB robusto sugere um ambiente econômico propício que pode estimular mais investimentos e transações. Um crescimento econômico saudável tende a aumentar a confiança dos investidores e pode expandir as oportunidades de mercado para as empresas, tornando-as mais atrativas como alvos de aquisição. Adicionalmente, um ambiente

econômico forte pode facilitar o financiamento das aquisições, tanto através de recursos internos quanto via acesso a capital externo em condições favoráveis.

A inflação (INF), medida pela taxa percentual anual, também pode auxiliar na análise de fatores macroeconômico que afetam o modelo, dado o impacto de sua variação na valoração das empresas e no custo das transações de F&A (Froot & Stein, 1991). Tal variável tende a impactar significativamente o gerenciamento de resultados e a relevância das informações contábeis (*Value Relevance*), dado que em ambientes inflacionários, a incerteza econômica aumenta, tornando o planejamento financeiro mais desafiador e incentivando oportunistas de gerenciamento de resultados (Dechow & Schrand, 2004), visando reavaliar ativos e passivos para suavizar lucros (Ball et al., 2000), além da pressão para manter desempenho financeiro e evitar violações de *covenants* de dívida (Bereskin et al., 2018). Em relação ao *Value Relevance*, a inflação pode distorcer valores contábeis, reduzir a previsibilidade dos lucros e dificultar a avaliação do desempenho financeiro pelas partes interessadas (Barth et al., 2023; Basu, 1997), gerando uma menor confiança dos investidores e a utilidade dessas informações contábeis (Ball et al., 2000).

Os indicadores como o Estado de Direito (ED) e a Qualidade Regulatória (QR), quantificados por organizações como o Banco Mundial, são cruciais para avaliar o ambiente regulatório e legal que molda as operações empresariais. La Porta et al. (1998) e Djankov et al. (2008) ressaltam que um forte Estado de Direito e uma alta Qualidade Regulatória promovem um ambiente de negócios estável e previsível, facilitando transações comerciais e reduzindo riscos associados a práticas contábeis e financeiras inadequadas.

Além disso, ED e QR influenciam de maneira substancial o gerenciamento de resultados e o *Value Relevance*, em virtude da maior confiabilidade relacionada à aplicação consistente das leis e regulações, com normas contábeis claras e transparentes, diminuindo a probabilidade de práticas oportunistas de gerenciamento de resultados, pois as empresas operam sob maior vigilância e com maior responsabilidade (Bereskin et al., 2018; Dechow et al., 2010). Além disso, a alta qualidade regulatória melhora a previsibilidade e a confiabilidade das informações contábeis, aumentando sua relevância para os investidores na tomada de decisões (Bartov et al., 2021).

Finalmente, a inclusão da variável "Covid" em análises de fusões e aquisições é essencial para capturar os efeitos diretos e indiretos da pandemia sobre as operações e avaliações das empresas, dado o impacto nos negócios e nas decisões de investimento nesse período. Isso porque a crise sanitária aumentou a incerteza econômica e financeira, o que pode levar as empresas a adotarem práticas mais conservadoras no gerenciamento de resultados para refletir melhor a realidade econômica (Dechow & Schrand, 2004; Lee et al., 2023). Estudos indicam que, em

tempos de crise, as empresas são pressionadas a fornecer informações financeiras mais precisas e confiáveis para manter a confiança dos investidores (Ball et al., 2000).

3.3 Modelagem e Operacionalização dos Dados

Para que seja possível analisar a influência do *enforcement* no gerenciamento de resultados das companhias adquirentes de alvos altamente endividadas nas F&A transfronteiriças e domésticas dos países que compõem o G20, foram analisadas as variáveis constantes na Tabela 5.

Tabela 5

Descrição das variáveis na análise de gerenciamento de resultados

Variáveis		Métrica	Relação esperada	Fonte de dados	
<i>Variáveis dependentes</i>					
Gerenciamento de Resultados (GR)	<i>Accruals</i>	ADJ	Estimado pelo modelo de Jones Modificado (Dechow et al., 1995).	Refinitiv	
	Discricionários	ADP			Estimado pelo modelo de Pae (2005).
<i>Variáveis independentes de interesse</i>					
Origem de F&A	Doméstica	DOM	<i>Dummy</i> de operações de F&A domésticas (nacionais), ou seja, quando a adquirente e a adquirida são do mesmo país.	+	Refinitiv
	Transfronteiriça	TRA	<i>Dummy</i> de operações de F&A transfronteiriças, ou seja, quando a adquirente e a adquirida são de países distintos.	+	Refinitiv
<i>Variáveis independentes de controle</i>					
Tamanho		Tam	Logaritmo natural do ativo total da companhia adquirente.	-	Refinitiv
Experiência de adoção das IFRS		IFRS	Tempo em anos de adoção das IFRS pelo país de origem da adquirente.	-	Refinitiv
Produto Interno Bruto		PIB	Crescimento real do PIB, representado pelo percentual de crescimento do PIB de um ano para outro;	-	Standard & Poor's
Inflação		INF	Indicador de taxa de inflação em termos percentuais;	+	Standard & Poor's
Estado de Direito		ED	Indicador de estado de direito, escalado de 0 a 100;	-	World Bank (WGI)
Qualidade Regulatória		QR	Qualidade regulatória, escalada de 0 a 100;	-	World Bank (WGI)
Covid		Covid	<i>Dummy</i> que representa o período pandêmico de Covid-19, nos anos de 2020 e 2021, sendo 1 nesses períodos e 0 nos demais.	+	-
<i>Cenários analisados (segmentados na análise de regressão)</i>					
Nível de <i>Enforcement</i>	Baixo <i>Enforcement</i>	BEF	<i>Dummy</i> que representa o baixo nível de <i>enforcement</i> dos países de origem das companhias adquirentes, baseando-se no valor de <i>enforcement</i> abaixo da média das companhias. Ou seja: se abaixo da média, considera-se 1; se acima, então 0.	+	World Bank, Trading Economics, Leuz (2010) e Brown et al. (2014)
	Alto <i>Enforcement</i>	AEF	<i>Dummy</i> que representa o alto nível de <i>enforcement</i> dos países de origem das companhias adquirentes, baseando-se no valor de <i>enforcement</i> acima da média das	-	

companhias. Ou seja: se acima da média, considera-se 1; se acima, então 0.

Nota. Controlados efeitos fixos de setor e ano.

Sendo assim, para análise de regressão de gerenciamento de resultados foi operacionalizado o modelo evidenciado nas Equações 9 e 10.

$$ADJ_{it} = \alpha + \beta_1 DOM_{it} + \beta_2 TRA_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 INF_{it} + \beta_6 ED_{it} + \beta_7 QR_{it} + \beta_8 Covid_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$ADP_{it} = \alpha + \beta_1 DOM_{it} + \beta_2 TRA_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 INF_{it} + \beta_6 ED_{it} + \beta_7 QR_{it} + \beta_8 Covid_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Vale salientar que esse modelo foi rodado não somente pela regressão à média para cada um dos cenários de nível de *enforcement* (alto e baixo), mas também por meio da segregação dos valores positivos e negativos das *proxies* de gerenciamento de resultados, por três principais motivos: 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 mascaram a verdadeira extensão do gerenciamento de resultados (Dechow et al., 1995); 2) permite detectar práticas como a criação de “reservas de *cookie jar*”, provendo 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 para variáveis contextuais e circunstâncias específicas que influenciam o gerenciamento de resultados, como as condições econômicas e os objetivos da administração (Dechow et al., 2010).

Com relação à análise de *Value Relevance*, o modelo foi operacionalizado conforme evidenciado na segregação da Tabela 6, que denota a descrição das variáveis utilizadas na análise do modelo de relevância.

A partir da Tabela 6 foi possível delinear a operacionalização do modelo de *Value Relevance*, segmentando em amostras de alto e baixo nível de *enforcement*, conforme Equação 11.

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 E_{it} + \beta_3 DOM_{it} + \beta_4 TRA_{it} + \beta_5 (BV_{it} * DOM_{it}) + \beta_6 (E_{it} * DOM_{it}) + \beta_7 (BV_{it} * TRA_{it}) + \beta_8 (E_{it} * TRA_{it}) + \beta_9 Tam_{it} + \beta_{10} PIB_{it} + \beta_{11} INF_{it} + \beta_{12} ED_{it} + \beta_{13} QR_{it} + \beta_{14} Covid_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

A operacionalização de todos os modelos ocorreu por meio do software Stata®, empregando-se estatística descritiva, matriz de correlação, regressão múltipla de dados em painel e demais testes que se fizerem necessários. Para isso, foram efetuados os testes de conformidade do modelo, de Multicolinearidade (Fator de Inflação da Variância – VIF), Heterocedasticidade (Wald Modificado) e Autocorrelação (Wooldridge), denotando esses três problemas, fazendo com que fossem operacionalizados modelos com erros robustos por meio de clusterização para mitigá-los. Além disso, demais testes de especificação de modelo como os de Breusch-Pagan (*pooling* vs. efeito aleatório), Hausman (efeito fixo vs. efeito aleatório) e Chow (*pooling* vs. efeito fixo) foram efetuados, de modo a sinalizar a análise de efeitos fixos como a mais indicadas para ambas as análises de qualidade da informação contábil.

Tabela 6
Descrição das variáveis na análise de Value Relevance

Variáveis	Sigla	Métrica	Relação esperada	Fonte de dados
<i>Modelo de Value relevance</i>				
Dependente	Preço por ação P	Logaritmo natural do preço por ação da empresa <i>i</i> ao final do ano <i>t</i> dividido pelo logaritmo natural da quantidade de ações no mercado, multiplicado por 100: $[(\ln \text{Preço} / \ln \text{Quantidade}) * 100]$.	N/A	Refinitiv
Independentes	Patrimônio líquido ajustado BV	Patrimônio líquido por ação, excluído o lucro líquido por ação anual, da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	+	
	Lucro líquido E	Lucro líquido por ação anual da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .	+	
<i>Variáveis independentes de interesse</i>				
Origem de F&A	Doméstica DOM	<i>Dummy</i> de origem das operações domésticas, sendo 1 quando domésticas (nacionais), ou seja, quando a adquirente e a adquirida são do mesmo país; e 0 para demais casos.	+	Refinitiv
	Transfronteiriça TRA	<i>Dummy</i> de origem das transfronteiriças de F&A, sendo 1 quando transfronteiriças (internacionais), ou seja, quando a adquirente e a adquirida são de países distintos; e 0 para demais casos.	+	
<i>Variáveis independentes de controle</i>				
Tamanho	Tam	Logaritmo natural do ativo total da companhia adquirente.	+	Refinitiv
Experiência de adoção das IFRS	IFRS	Tempo em anos de adoção das IFRS pelo país de origem da adquirente.	+	
Produto Interno Bruto	PIB	Crescimento real do PIB, representado pelo percentual de crescimento do PIB de um ano para outro;	+	Standard & Poor's
Inflação	INF	Indicador de taxa de inflação em termos percentuais	-	
Estado de Direito	ED	Indicador de estado de direito, escalado de 0 a 100;	+	World Bank (WGI)
Qualidade Regulatória	QR	Qualidade regulatória, escalada de 0 a 100;	+	
Covid	Covid	<i>Dummy</i> que representa o período pandêmico de Covid-19, nos anos de 2020 e 2021, sendo 1 nesses períodos e 0 nos demais.	-	
<i>Cenários analisados (segmentados na análise de regressão)</i>				
<u>Enforcement da Adquirente</u>	Alto AEF	Variável que representa o nível de <i>enforcement</i> alto dos países de origem das companhias adquirentes, baseando-	+	<u>World Bank,</u>

		se no valor de <i>enforcement</i> acima da média das companhias. Ou seja: se acima da média, considera-se o valor; se abaixo, então zero.	Trading Economics, Leuz (2010) e Brown et al. (2014)
Baixo	BEF	Variável que representa o nível de <i>enforcement</i> baixo dos países de origem das companhias adquirentes, baseando-se no valor de <i>enforcement</i> abaixo da média das companhias. Ou seja: se abaixo da média, considera-se o valor; se acima, então zero.	-

Nota. Foram controlados efeitos fixos de setor e ano.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

O presente capítulo aborda os resultados auferidos na pesquisa, sua interpretação e análise, com a estatística descritiva das variáveis que foram objeto de estudo (4.1), sua matriz de correlação (4.2), a análise de Gerenciamento de Resultados por *accruals* discricionários (4.3), bem como a análise de *Value Relevance* das companhias do estudo (4.4).

4.1 Análises Descritivas das F&A

A presente seção ilustra a estatística descritiva (Tabela 7) das variáveis dependentes e independentes da pesquisa, compreendendo o período de 2010 a 2022, segmentada por nível de *enforcement* alto e baixo, bem como por origem das operações de F&A domésticas e transfronteiriças.

De acordo com a Tabela 7 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, de 0,18738. Levando em consideração que quanto maior o desvio padrão, mais dispersos estão os erros da regressão e, por isso, maior a propensão de gerenciamento de resultados por meio de decisões discricionárias gestores, 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 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 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 operações domésticas em ambientes com menor *enforcement* apresentam uma maior flexibilidade para práticas discricionárias.

Tabela 7
Estatística descritiva das variáveis da pesquisa

Variáveis	Nível do Enforcement	Origem	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mediana	Min.	Máx.
ADJ	Alto	DOM	1445	-0,04731	0,20642	-0,05005	-1,25378	1,29243
		TRA	749	-0,03580	0,18738	-0,03699	-1,30888	1,21736
	Baixo	DOM	69	-0,03555	0,30841	-0,04829	-1,51431	1,32994
		TRA	33	0,01203	0,16973	-0,00996	-0,36128	0,57761
	Total	DOM	1514	-0,04678	0,21201	-0,04992	-1,51431	1,32994
		TRA	782	-0,03378	0,18682	-0,03495	-1,30888	1,21736
ADP	Alto	DOM	1485	-0,00426	0,19326	-0,02151	-0,80957	1,52658
		TRA	763	-0,00028	0,17714	-0,01974	-0,75414	1,53818
	Baixo	DOM	72	-0,00762	0,19873	-0,02082	-0,53751	0,64881
		TRA	36	0,02550	0,15420	0,01678	-0,36060	0,61912
	Total	DOM	1557	-0,00442	0,19345	-0,02139	-0,80957	1,52658
		TRA	799	0,00088	0,17616	-0,01847	-0,75414	1,53818
P	Alto	DOM	1530	19,93403	64,94876	19,67633	3,10822	45,00857
		TRA	831	21,54036	81,24201	20,29778	3,10822	45,00857
	Baixo	DOM	77	23,67805	10,52638	20,63430	3,10822	45,00857
		TRA	38	22,62248	1,07871	18,37625	6,82630	45,00857
	Total	DOM	1607	20,11343	67,85599	19,69178	3,10822	45,00857
		TRA	869	21,58768	82,53621	20,27547	3,10822	45,00857
BV	Alto	DOM	1383	21,36701	22,09734	15,34000	-3,00000	122,21000
		TRA	786	20,14169	21,12725	14,19500	-3,00000	122,21000
	Baixo	DOM	64	5,03391	9,88453	1,96500	-0,05000	66,26000
		TRA	35	5,83343	12,41263	2,13000	0,21000	69,52000
	Total	DOM	1447	20,64460	21,95956	14,48000	-3,00000	122,21000
		TRA	821	19,53172	21,02529	13,38000	-3,00000	122,21000
E	Alto	DOM	1534	3,05009	3,84054	2,01000	-3,76000	21,96000
		TRA	828	3,11469	3,38483	2,27500	-3,76000	21,96000
	Baixo	DOM	70	0,36943	0,82786	0,20000	-2,57000	3,78000
		TRA	35	0,62143	1,04486	0,23000	-0,19000	4,51000
	Total	DOM	1604	2,93310	3,79938	1,89500	-3,76000	21,96000
		TRA	863	3,01357	3,35814	2,18000	-3,76000	21,96000
Tam	Alto	DOM	1654	22,60191	1,65945	22,52891	17,91514	26,41700
		TRA	873	22,93818	1,62161	22,88651	17,91514	26,41700
	Baixo	DOM	83	22,03872	1,60349	22,04616	17,91514	25,20130
		TRA	39	22,33913	1,70895	22,57170	17,91514	25,32034
	Total	DOM	1737	22,57500	1,66072	22,51454	17,91514	26,41700
		TRA	912	22,91256	1,62897	22,87229	17,91514	26,41700
PIB	Alto	DOM	1419	0,02654	0,01992	0,02070	0,00120	0,08000
		TRA	742	0,02458	0,01954	0,02070	0,00120	0,09600
	Baixo	DOM	84	0,05550	0,02223	0,04950	0,00120	0,09600
		TRA	34	0,05815	0,02197	0,05000	0,02820	0,09600
	Total	DOM	1503	0,02816	0,02112	0,02130	0,00120	0,09600
		TRA	776	0,02605	0,02081	0,02070	0,00120	0,09600
INF	Alto	DOM	1671	0,01987	0,01312	0,01640	0,00120	0,08000
		TRA	879	0,01880	0,01202	0,01640	0,00120	0,08000
	Baixo	DOM	86	0,05683	0,02412	0,04950	0,00120	0,09310
		TRA	39	0,05678	0,02315	0,04950	0,00630	0,09310
	Total	DOM	1757	0,02168	0,01599	0,01810	0,00120	0,09310
		TRA	918	0,02041	0,01481	0,01730	0,00120	0,09310
ED	Alto	DOM	1671	1,55222	0,11991	1,58051	1,26025	1,88639
		TRA	879	1,58663	0,14329	1,60295	1,18272	1,88639
	Baixo	DOM	84	-0,16310	0,22262	-0,08162	-0,54989	0,58390
		TRA	37	-0,22426	0,23232	-0,22145	-0,54989	0,13549
	Total	DOM	1755	1,47012	0,38756	1,58051	-0,54989	1,88639
		TRA	916	1,51348	0,38610	1,59099	-0,54989	1,88639
QR	Alto	DOM	1671	1,42909	0,17936	1,44096	1,05862	1,89489
		TRA	879	1,50804	0,22043	1,48562	1,05862	1,89489
	Baixo	DOM	84	-0,06158	0,29730	-0,12161	-0,41047	0,64282
		TRA	37	-0,03563	0,28209	-0,04078	-0,41047	0,44641
	Total	DOM	1755	1,35774	0,36897	1,44096	-0,41047	1,89489
		TRA	916	1,44569	0,37713	1,47402	-0,41047	1,89489

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 as transfronteiriças (0,17714), indo ao encontro da ideia de que nas operações internacionais os gestores seriam menos incentivados a gerenciarem seus resultados pelo maior escrutínio regulatório e 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 aproveitam a menor fiscalização para gerenciar resultados, especialmente em operações com empresas alvo altamente endividadas.

No que diz respeito à variável de preço por ação (P), pode-se notar que os maiores valores médios por ação correspondem às companhias que efetuaram operações transfronteiriças de países com alto nível de *enforcement* (64,94876 para F&A domésticas e 81,24201 para transfronteiriças), o que pode estar associado com a maior complexidade dessas operações do maior monitoramento e controle desses ambientes, resultando em maiores preços da ação (Bruner, 2004). Por outro lado, em ambientes com baixo *enforcement*, a falta de proteção aos investidores pode resultar em menores preços das ações, refletindo a maior incerteza e risco percebido nas empresas pertencentes a esses mercados.

Com relação ao patrimônio líquido por ação (BV), assim como esperado, as empresas advindas de economias com maior nível de *enforcement*, independentemente se domésticas ou transfronteiriças, apresentam, maiores valores de patrimoniais agregados. Isso pode se dar tanto por nesses cenários com maior *enforcement* as economias serem mais desenvolvidas (La Porta et al., 1998), além de existir uma maior exigência regulatória por parte dos órgãos reguladores, auxiliando na elevação do patrimônio das companhias que o compõem.

Nessa mesma lógica, tem-se os valores médios de lucro líquido por ação (E) e tamanho (Tam), com média consideravelmente maior para países com alto *enforcement*, principalmente no caso de empresas que efetuam operações transfronteiriças. Shleifer e Vishny (1997) argumentam que melhores práticas de governança corporativa, comuns em ambientes com *enforcement* rigoroso, resultam em maior eficiência operacional e, conseqüentemente, maior lucratividade. Mesmo com o alto endividamento das empresas alvo

podendo pressionar negativamente a lucratividade das adquirentes, devido aos custos adicionais de dívida e ao risco financeiro, uma governança eficaz em ambientes de alto *enforcement* ajuda a mitigar esses impactos, resultando em lucros líquidos mais elevados. Ainda, empresas maiores possuem maior capacidade de gerenciamento de riscos e recursos financeiros para absorver alvos endividados (Gertner et al., 1994). Em ambientes com alto *enforcement*, a confiança na proteção legal e regulatória facilita a participação de grandes empresas em F&A, especialmente quando os alvos possuem altos níveis de endividamento, pois estas empresas podem melhor gerir o risco financeiro envolvido.

Já quando analisado o contexto do crescimento do PIB (PIB) e o nível de inflação dos países da pesquisa (INF), os dados indicam que os países com baixo nível de *enforcement* apresentam um maior crescimento do PIB e que apresentam maiores níveis de inflação, o que pode ser explicado pela maior possibilidade de crescimento de economias que estão em desenvolvimento, do que economias que já estão desenvolvidas, bem como com o maior risco desses mercados. Por fim, quando analisadas as variáveis que indicam governança corporativa a nível de países, o Estado de Direito (ED) e a Qualidade Regulatória (QR), ambos se mostraram maiores em países com alto nível de *enforcement*, de forma que, nesses casos, os acordos tendem a ser mais honrados e os investidores mais protegidos contra riscos legais e regulatórios.

4.2 Análises das Correlações entre as Variáveis

Em prol da análise da correlação entre as variáveis da pesquisa, utilizou-se a matriz de correlação de *Spearman*, uma vez que os dados apresentam características anormais, assim como evidenciado na Tabela 8, denotando os coeficientes entre as variáveis da pesquisa e sua significância estatística a nível de 1%, caso houver.

Tabela 8
 Matriz de correlação de Spearman (não paramétrica) para a amostra geral

	ADJ	ADP	P	BV	E	AEF	DOM	TRA	Tam	PIB	INF	ED	QR
ADJ	1												
ADP	0,7199*	1											
P	0,0568*	0,0221	1										
BV	0,0671*	0,0390*	0,3467*	1									
E	0,0535*	0,0356*	0,5051*	0,6273*	1								
AEF	0,0075	0,0151	-0,0568*	0,3006*	0,2770*	1							
DOM	-0,0220	-0,021	-0,0203	0,0148	0,0043	0,0381*	1						
TRA	0,0127	0,0002	0,0470*	-0,0058	0,0394*	0,0365*	-0,1529*	1					
Tam	0,0613*	0,0791*	0,0759*	0,3089*	0,3582*	0,1252*	-0,0064	0,0351*	1				
PIB	-0,0681*	-0,0599*	0,0182	-0,1686*	-0,1421*	-0,3541*	0,0395*	-0,0159	-0,0676*	1			
INF	-0,011	-0,0217	0,0356*	-0,1200*	-0,0693*	-0,3420*	-0,0565*	-0,0594*	-0,0324	0,1219*	1		
ED	-0,0584*	-0,0026	-0,1822*	-0,0852*	-0,1001*	0,4490*	0,009	0,0887*	-0,0868*	-0,1388*	-0,2509*	1	
QR	-0,0365*	0,0208	-0,1015*	-0,0728*	-0,0801*	0,4490*	-0,0520*	0,0845*	-0,0138	-0,1466*	0,0512*	0,7141*	1

Nota. * é significante ao nível de 1%.

Com base nos resultados da Tabela 8, observa-se uma forte correlação positiva e significativa entre ADJ e ADP (0,7199*), indicando que as práticas de ajustes discricionários, medidas por diferentes modelos, estão fortemente relacionadas. No entanto, a correlação entre ADJ e P (Preço por Ação) é positiva e significativa (0,0568*), o que pode indicar que as empresas que manipulam resultados podem influenciar na percepção do mercado a respeito do preço das ações. Contudo, mesmo que significativo, o coeficiente econômico é muito baixo, fazendo com que a relação se mostre fraca entre essas métricas.

Com relação ao preço por ação (P), a correlação entre P e BV (Patrimônio Líquido por Ação) é positiva e significativa (0,3467*), indicando que um maior valor patrimonial está associado a preços de ações mais altos. Este achado é consistente com a teoria de Ohlson (1995), que sugere que o patrimônio líquido é um dos principais determinantes do valor da empresa, refletindo sua base de ativos e a capacidade de gerar retorno no longo prazo. Além disso, a correlação entre P e E é ainda mais forte, positiva e significativa (0,5051*), reforçando a ideia de que a lucratividade é um indicador crucial para a avaliação de valor das empresas, assim como preconizado por Collins et al. (1997). O patrimônio líquido por ação (BV) também mostra uma forte correlação positiva com E (0,6273*), sugerindo que empresas com maior patrimônio tendem a gerar maiores lucros pela robustez financeira dessas empresas e sua capacidade de sustentar operações lucrativas.

Visando analisar a Matriz de Correlação de forma segmentada para países com alto e baixo nível de *enforcement*, tem-se a Tabela 9.

No que diz respeito aos resultados evidenciados na Tabela 9, pode-se observar uma correlação positiva e significativa entre as *proxies* de *accruals* discricionários em ambos os contextos, de alto e baixo nível de *enforcement*. Tal correlação indica que as práticas de gerenciamento de resultados são consistentes entre os diferentes modelos, independentemente do nível de *enforcement*. Ainda, no contexto de baixo *enforcement*, as correlações de ADJ e ADP com o preço por ação (P) são negativas, mas não significativas. Por outro lado, no contexto de alto *enforcement*, essas correlações são positivas e significativas, embora apresente baixo coeficiente econômico, indicando que os investidores podem não penalizar tanto as práticas de gerenciamento de resultados, diferentemente do que é preconizado pela literatura.

Tabela 9
Matriz de correlação de Spearman por nível de enforcement

Companhias adquirentes de países com ALTO nível de <i>enforcement</i>												
	ADJ	ADP	P	BV	E	DOM	TRA	Tam	PIB	INF	ED	QR
ADJ	1											
ADP	0,7177*	1										
P	0,0673*	0,0314	1									
BV	0,0725*	0,0403*	0,4059*	1								
E	0,0582*	0,0351*	0,5725*	0,5955*	1							
DOM	-0,0241	-0,0244	-0,024	0,0063	-0,004	1						
TRA	0,0079	-0,005	0,0563*	-0,0204	0,0279	-0,1577*	1					
Tam	0,0663*	0,0755*	0,1047*	0,3026*	0,3562*	-0,0158	0,0291	1				
PIB	-0,0733*	-0,0618*	0,0006	-0,0640*	-0,0444*	0,0600*	-0,0039	-0,0278	1			
INF	-0,0039	-0,015	0,0141	-0,0124	0,034	-0,0445*	-0,0460*	0,0064	-0,0004	1		
ED	-0,0718*	-0,0104	-0,1913*	-0,2678*	-0,2741*	-0,0093	0,0832*	-0,1646*	0,0187	-0,0968*	1	
QR	-0,0468*	0,0156	-0,0887*	-0,2491*	-0,2442*	-0,0794*	0,0778*	-0,0820*	0,0155	0,2577*	0,6423*	1
Companhias adquirentes de países com BAIXO nível de <i>enforcement</i>												
	ADJ	ADP	P	BV	E	DOM	TRA	Tam	PIB	INF	ED	QR
ADJ	1											
ADP	0,7481*	1										
P	-0,0491	-0,0616	1									
BV	-0,0098	-0,0475	0,2938*	1								
E	-0,0824	-0,0728	0,3697*	0,7090*	1							
DOM	0,0054	0,018	0,0338	-0,0377	-0,0504	1						
TRA	0,085	0,0764	-0,0284	-0,0092	0,0072	-0,0946	1					
Tam	-0,0136	0,1113	-0,1683*	0,0612	0,0601	0,065	0,0529	1				
PIB	-0,0104	0,0168	0,0324	0,1052	0,1016	-0,0378	-0,0078	-0,0137	1			
INF	-0,1057	-0,0842	0,056	0,0854	0,0925	-0,0204	-0,0492	-0,1067	0,5094*	1		
ED	0,0052	-0,0825	0,5462*	0,2439*	0,2894*	-0,0224	-0,0628	-0,2232*	0,0859	0,1780*	1	
QR	0,0791	0,1299*	-0,1147	-0,0992	-0,0993	-0,0332	0,0619	0,1625*	-0,2952*	-0,4779*	-0,0729	1

Nota. * é significante ao nível de 1%.

Quando analisadas as variáveis de gerenciamento de resultados em relação a BV, evidencia-se relação negativa nos países de baixo *enforcement*. Isso sugere que, em mercados com baixo *enforcement*, o gerenciamento de resultados pode impactar mais negativamente o valor patrimonial, refletindo a manipulação contábil que pode inflacionar ou deflacionar artificialmente o patrimônio. Ademais, as correlações entre os ajustes discricionários e com o lucro líquido por ação (E) são negativas e significativas para ADJ, quando analisadas as empresas que ambientes com baixo *enforcement*, de forma que o gerenciamento de resultados pode vir a reduzir significativamente a lucratividade, refletindo um uso mais agressivo da discricionariedade contábil para suavizar/distorcer lucros, assim como evidenciado por Healy e Wahlen (1999). Em contraste, no contexto de alto *enforcement*, essas correlações não são significativas, indicando que a manipulação de resultados pode ser menos prevalente ou menos detectada.

Sob o ponto de vista das correlações entre o preço por ação (P) e o patrimônio líquido por ação (BV) e o lucro líquido por ação (E), evidencia-se relações positivas e significativas em ambos os contextos de *enforcement*, fator que vai ao encontro de que são métricas confiáveis para os investidores para avaliar o valor das empresas. Este achado é consistente com a teoria de Ohlson (1995) e Collins et al. (1997), que postulam que o valor de mercado de uma empresa é determinado por seus fundamentos financeiros.

A Tabela 10 evidencia a Matriz de Correlação de forma segmentada para empresas que efetuaram F&A domésticas e transfronteiriças.

De acordo com os dados evidenciados na Tabela 10, ambos os contextos mostram uma forte correlação positiva entre as *proxies* de *accruals* discricionários (ADJ e ADP), indicando que as práticas de gerenciamento de resultados são consistentes entre os diferentes modelos, independentemente da origem da F&A. Além disso, nas F&A domésticas, as correlações entre ADJ e ADP com o preço por ação (P) são distintas, de forma que a correlação entre ADJ e P é positiva (0,0486), embora não significativa, enquanto a correlação entre ADP e P é ligeiramente negativa (-0,0091), mas também não significativa. Em contraste, nas F&A transfronteiriças, diferentemente do esperado, a correlação entre as métricas de gerenciamento de resultados e P é positiva e, significativa (0,1375*) no caso de ADJ, de forma que os investidores podem não penalizar fortemente essas práticas nesses cenários.

Tabela 10
Matriz de correlação de Spearman por origem de F&A

		F&A Domésticas									
	ADJ	ADP	P	BV	E	AEF	Tam	PIB	INF	ED	QR
ADJ	1										
ADP	0,7265*	1									
P	0,0486	-0,0091	1								
BV	0,0900*	0,0291	0,4456*	1							
E	0,0653	-0,0128	0,6006*	0,5630*	1						
AEF	-0,0074	-0,0102	-0,0957*	0,2882*	0,2614*	1					
Tam	0,0744	0,0535	0,0915*	0,2771*	0,3532*	0,0636	1				
PIB	-0,0829*	-0,0641	0,0031	-0,1477*	-0,1364*	-0,3015*	-0,0889*	1			
INF	0,0416	-0,0007	0,0186	-0,0950*	-0,0628	-0,3437*	0,0039	-0,0652	1		
ED	-0,1002*	-0,0382	-0,3398*	-0,1389*	-0,1757*	0,3822*	-0,1232*	-0,1473*	-0,0417	1	
QR	-0,0429	-0,0044	-0,2338*	-0,0989*	-0,1107*	0,3822*	-0,0693	-0,2332*	0,2688*	0,6836*	1
		F&A Transfronteiriças									
	ADJ	ADP	P	BV	E	AEF	Tam	PIB	INF	ED	QR
ADJ	1										
ADP	0,7107*	1									
P	0,1375*	0,0705	1								
BV	0,0251	-0,0053	0,1979*	1							
E	0,0235	-0,0075	0,3818*	0,7137*	1						
AEF	-0,0627	-0,0562	0,0302	0,2181*	0,2357*	1					
Tam	0,0186	0,0246	0,0606	0,3288*	0,3657*	0,0722	1				
PIB	-0,0332	-0,0179	0,0011	-0,1397*	-0,1551*	-0,2873*	-0,1111*	1			
INF	0,0761	0,0626	-0,0214	-0,1535*	-0,1015	-0,3015*	-0,074	-0,0333	1		
ED	-0,0536	0,0361	-0,1198*	-0,1935*	-0,2285*	0,3534*	-0,1641*	-0,1568*	-0,0122	1	
QR	-0,0227	0,0111	0,0051	-0,1973*	-0,2007*	0,3534*	-0,1143*	-0,1607*	0,0542	0,7805*	1

Nota. * é significante ao nível de 1%.

Quando analisadas as correlações entre as *proxies* de gerenciamento de resultados com o patrimônio líquido por ação (BV), pode ser observados coeficientes baixos em ambos os contextos, sugerindo que, independentemente da origem da F&A, o gerenciamento de resultados não apresenta associação com o valor patrimonial. Da mesma forma, a análise da correlação dessas variáveis com o lucro líquido por ação (E), não houve relação significativa. Ademais, as correlações entre o preço por ação (P) e o patrimônio líquido por ação (BV) e o lucro líquido por ação (E) são positivas e significativas em ambos os contextos de F&A, o que confirma o *Value Relevance* dessas variáveis, indicando que os investidores confiam em métricas financeiras tradicionais para avaliar o valor das empresas, consistente com a teoria de Ohlson (1995) e Collins et al. (1997).

Nesse contexto, a análise revela que, independentemente da origem da F&A, as práticas de gerenciamento de resultados estão positivamente correlacionadas, mas seu impacto em outras variáveis varia conforme a origem da F&A. Nas F&A domésticas, as práticas de gerenciamento de resultados parecem ter menos impacto negativo sobre o valor de mercado das empresas, enquanto nas F&A transfronteiriças, essas práticas são percebidas mais negativamente pelos investidores. Tal resultado vai ao encontro de Watts e Zimmerman (1986), que preconiza que a discricionariedade contábil é utilizada para ajustar a performance reportada, mas essa prática pode ser percebida de forma diferente em mercados domésticos e transfronteiriços devido a variações nas expectativas e regulamentações. Ademais, a correlação observada entre as variáveis P, BV e E é elucidada em ambos os contextos de F&A. As correlações positivas e significativas indicam que os investidores confiam em métricas financeiras tradicionais para avaliar o valor das empresas (Collins et al., 1997; Ohlson, 1995).

4.3 Análises de Gerenciamento de Resultados

Partindo-se dos dados da pesquisa, efetuou-se as regressões dos dados em painel à média (Tabela 11), com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%), buscando 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.

Tabela 11

Regressão à média do modelo de gerenciamento de resultados

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Todas	ADJ AEF	BEF	Todas	ADP 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)	0,107*** (0,034)	0,010 (0,008)	0,008 (0,008)	0,057* (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)	0,010 (0,045)	-0,049 (0,095)	-0,009 (0,026)	-0,040 (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
R ²	0,130	0,127	0,192	0,054	0,056	0,067
R ² Ajustado	0,128	0,125	0,161	0,052	0,053	0,033
Teste F	23,637	21,075	5,008	13,520	13,039	2,854

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

Com base na Tabela 11, 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 existir práticas conservadoras (Dechow et al., 2010), com gerenciamento de resultados para diminuir os lucros das companhias, quando analisadas as F&A com alvo altamente endividadas, as práticas mais conservadoras podem ser vistas em diferentes realidades de *enforcement*, podendo ser explicado pelo maior risco atrelado a esse tipo de operação (Bruyland & Maeseneire, 2016), dadas as potenciais sobrecargas financeiras trazidas por essas alvo (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 a nível de 1%, enquanto no modelo ADP, o coeficiente é de 0,057 a 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 o maior risco atrelado nesse tipo de operação internacional. Este achado corrobora com a literatura de *enforcement*, de que um menor monitoramento e controle por parte dos órgãos relatórios propiciaria um maior incentivo à manipulação dos resultados (Dechow et al., 1996; Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989), mas não vai ao encontro da literatura que aborda a origem das F&A (domésticas e transfronteiriças), de que em operações domésticas tenderiam a apresentar maior manipulação por se esperar maiores resultados no curto prazo (Cohen et al., 2010; Francis et al., 2005a; Skinner, 1993).

O tamanho da firma (Tam) é consistentemente positivo e significativo em todos os modelos, sugerindo que firmas maiores tendem a gerenciar mais os resultados, o que pode estar associado à maior capacidade e recursos disponíveis para tal prática (Bartov et al, 2021). Por outro lado, o PIB apresenta coeficientes negativos e significativos na maioria dos modelos, especialmente para países com alto *enforcement*, sugerindo que economias mais fortes desencorajam o gerenciamento de resultados, indo ao encontro do que é preconizado na literatura (Hussain et al., 2022). Ainda, a inflação (INF) também apresenta coeficientes negativos, mas significativos apenas no modelo ADJ para todas as companhias (-0,605**), indicando que altos níveis de inflação podem limitar o gerenciamento de resultados, diferentemente do esperado em relação a momentos de maior oscilação econômica. Isso pode ir ao encontro do maior monitoramento que tende a ser exigido nesses períodos, com uma intensificação na vigilância por parte de reguladores e investidores, reduzindo, assim, a capacidade dos gestores de manipular resultados contábeis e promovendo maior transparência (Jensen & Meckling, 1976).

A variável de estado de direito (ED) é positiva e significativa, principalmente em países com *alto enforcement* (AEF), nos modelos ADJ e ADP, diferentemente do esperado nesses períodos (Lee et al., 2023). Tal resultado pode ser explicado pela necessidade em cumprir com as exigências legais e regulatórias. Ademais, a qualidade regulatória (QR) não

apresentou significância estatística na maioria dos modelos, indicando que a qualidade regulatória não é um determinante forte do gerenciamento de resultados no contexto das F&A analisadas.

Por fim, o impacto da pandemia de Covid-19 é negativamente significativo em todos os modelos e submodelos, mostrando que a crise sanitária reduziu os *accruals* discricionários, possivelmente devido à incerteza econômica e maior escrutínio das práticas contábeis durante a pandemia, em linha com a literatura que aponta para um aumento da vigilância e regulação durante períodos de crise econômica, o que viria a limitar as oportunidades de manipulação contábil (Healy & Palepu, 2001).

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, independente do contexto analisado. Companhias em países com baixo *enforcement* parecem mais propensas a gerenciar resultados, especialmente 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).

Na análise dos *accruals* discricionários positivos e negativos da amostra para fins de robustez da análise, tem-se a Tabela 12.

De acordo com a Tabela 15, a análise dos *accruals* discricionários positivos e negativos mostra variações significativas entre as companhias que realizaram F&A domésticas (DOM) e transfronteiriças (TRA) nas operações com companhias alvo altamente endividadas. Nos modelos de *accruals* discricionários positivos ADJ, as F&A transfronteiriças apresentam um coeficiente positivo e significativo, tanto quando analisadas todas as companhias (7), quanto quando analisadas apenas as de alto *enforcement* (8), com valores de 0,040 e 0,039, respectivamente, a 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, a nível de 5%. Isso sugere que em ambientes regulatórios menos rigorosos, as empresas podem as companhias tendem a praticar menos a redução de seus lucros.

Tabela 12
Regressão à média dos accruals positivos e negativos

Variáveis	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
	ADJ Positivo			ADJ Negativo			ADP Positivo			ADP Negativo		
	Todas	AEF	BEF	Todas	AEF	BEF	Todas	AEF	BEF	Todas	AEF	BEF
Constant	-1,762*** (0,391)	-1,553*** (0,396)	-4,154*** (1,488)	0,805*** (0,149)	0,773*** (0,167)	0,511 (0,627)	-1,955*** (0,319)	-1,820*** (0,343)	-2,827** (1,107)	0,643*** (0,133)	0,670*** (0,140)	0,267 (0,493)
DOM	0,018 (0,012)	0,011 (0,011)	0,121* (0,062)	0,008 (0,005)	0,008 (0,005)	0,003 (0,034)	-0,002 (0,011)	-0,006 (0,012)	0,063** (0,027)	0,006 (0,004)	0,007 (0,004)	-0,013 (0,019)
TRA	0,040*** (0,014)	0,039*** (0,014)	0,105 (0,075)	-0,009 (0,006)	-0,008 (0,006)	-0,059** (0,023)	0,012 (0,013)	0,011 (0,014)	0,022 (0,038)	-0,003 (0,005)	-0,002 (0,005)	-0,031 (0,044)
Tam	0,087*** (0,016)	0,079*** (0,017)	0,196** (0,074)	-0,020*** (0,006)	-0,021*** (0,007)	-0,001 (0,028)	0,094*** (0,013)	0,091*** (0,014)	0,140*** (0,051)	-0,018*** (0,006)	-0,019*** (0,006)	0,003 (0,022)
PIB	-0,441* (0,226)	-0,401* (0,243)	-1,087 (0,914)	0,033 (0,082)	0,079 (0,084)	-0,689** (0,335)	-0,698*** (0,177)	-0,662*** (0,194)	-1,288** (0,526)	-0,093 (0,070)	-0,103 (0,070)	-0,155 (0,338)
INF	-1,096 (0,986)	-0,651 (1,261)	0,549 (2,443)	0,144 (0,278)	-0,025 (0,500)	-0,005 (0,476)	-0,843 (0,564)	-0,517 (0,948)	0,827 (1,380)	0,329 (0,241)	0,056 (0,378)	0,243 (0,462)
ED	0,007 (0,130)	-0,003 (0,149)	-0,176 (0,277)	-0,028 (0,042)	-0,021 (0,053)	-0,123 (0,137)	0,128 (0,083)	0,05 (0,108)	-0,076 (0,136)	-0,025 (0,033)	-0,022 (0,040)	-0,047 (0,091)
QR	0,072 (0,066)	0,056 (0,089)	0,031 (0,257)	0,011 (0,023)	0,04 (0,028)	-0,018 (0,063)	0,019 (0,038)	0,033 (0,055)	0,134 (0,127)	-0,008 (0,018)	-0,001 (0,021)	-0,019 (0,046)
Covid	-0,038*** (0,014)	-0,036** (0,014)	-0,051 (0,103)	0 (0,005)	0,001 (0,005)	-0,028* (0,016)	-0,026** (0,012)	-0,026** (0,012)	-0,053 (0,052)	0,004 (0,004)	0,005 (0,004)	-0,01 (0,019)
Observações	2.373	2.194	179	4.716	4.350	366	3.105	2.852	253	4.308	3.977	331
Firmas	738	685	53	769	715	54	765	710	55	769	714	55
R ²	0.088	0.085	0.315	0.31	0.307	0.398	0.145	0.142	0.291	0.16	0.151	0.309
R ² Ajustado	0.081	0.077	0.228	0.307	0.304	0.364	0.139	0.136	0.23	0.156	0.147	0.264
Teste F	4,767	4,455	5,627	24,321	23,34	5,246	8,987	8,098	2,655	11,06	10,105	4,241

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

Em relação às F&A domésticas, apenas no caso de *accruals* positivos (ADJ e ADP) pode ser evidenciado coeficientes significativos os coeficientes são positivos e 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 da manipulação dos lucros das companhias.

4.4 Análises de *Value Relevance*

A fim de analisar a influência do *enforcement* na relação entre as F&A transfronteiriças e domésticas com alvos altamente endividadas e o *Value Relevance* das companhias adquirentes, efetuou-se, uma regressão de dados em painel à média (Tabela 16), por meio dos dados com tratamento para *outliers* (Winsorização a 1%).

Tabela 13
Regressão à média do modelo de *Value Relevance*

Variáveis	(19)		(20)		(21)	
	Todas		P AEF		BEF	
Constant	22,945***	(4,575)	25,598***	(5,459)	68,249***	(18,557)
BV	0,051***	(0,009)	0,061***	(0,009)	-0,05	(0,073)
E	0,620***	(0,048)	0,617***	(0,048)	0,512	(0,424)
DOM	-1,076***	(0,368)	-0,830**	(0,365)	-0,465	(1,309)
TRA	2,222***	(0,669)	2,433***	(0,657)	-1,187	(1,974)
BV*DOM	0,024*	(0,013)	0,022*	(0,013)	-0,217	(0,143)
E*DOM	0,046	(0,069)	0,039	(0,068)	3,101	(2,731)
BV*TRA	-0,042	(0,031)	-0,047	(0,031)	-0,256***	(0,093)
E*TRA	0,067	(0,156)	0,068	(0,157)	2,274	(1,712)
Tam	-0,358*	(0,186)	-0,24	(0,180)	-2,271**	(0,937)
PIB	8,167***	(3,065)	5,946**	(2,529)	-16,16	(15,322)
INF	57,637***	(19,185)	67,304**	(27,711)	-85,891***	(29,365)
ED	0,33	(1,666)	-8,918**	(4,437)	26,719***	(5,336)
QR	-2,069	(1,807)	6,759**	(2,980)	2,399	(4,103)
Covid	-0,450***	(0,152)	-0,392***	(0,150)	0,508	(1,275)
Observações	6.958		6.46		498	
R ²	0,249		0,298		0,509	
R ² Ajustado	0,245		0,294		0,471	
Teste F	32,15		35565		e(F)	

De acordo com as informações elucidadas na Tabela 16, evidencia-se que os

coeficientes constantes são positivos e altamente significativos em todos os modelos (19, 20 e 21), levando a crer que, na ausência de outras variáveis explicativas, existe um valor intrínseco positivo associado ao *Value Relevance* das ações das companhias adquirentes de F&A com alvos altamente endividadas. Este achado é consistente com a literatura que sugere que há uma expectativa positiva incorporada nos preços das ações, independentemente de outros fatores, de forma que a qualidade intrínseca das informações financeiras poderia ser precificada no mercado (Basu, 1997).

Com relação ao coeficiente do valor contábil (BV), esse se mostra positivo e significativo nos modelos (19) e (20), indicando que o valor contábil tem uma relação positiva e significativa com o *Value Relevance* em cenários de alto *enforcement* (AEF). No entanto, no modelo (21), que representa um cenário de baixo *enforcement* (BEF), o coeficiente é negativo e não significativo, sugerindo que o *enforcement* alto reforça a relação positiva entre a informação contábil divulgada e a precificação do mercado quanto a essas companhias. Tal fator pode estar em linha com o rigor de aplicação de norma nesses cenários, trazendo maior credibilidade nas informações contábeis reportadas e, por isso, afetando mais na precificação das companhias.

Os coeficientes do lucro líquido (E) são positivos e significativos nos modelos (19) e (20), indicando que os lucros têm uma relação positiva com o *Value Relevance* em cenários com alto *enforcement*. Já no que diz respeito ao modelo (21), o coeficiente é positivo, mas não significativo, o que sugere uma relação menos consistente em cenários de baixo *enforcement*. Este resultado é apoiado por estudos como os de Dechow et al. (1995), que destacam que a persistência dos lucros e sua previsibilidade são mais valorizadas em mercados com altos níveis de *enforcement*, onde a manipulação de resultados é menos provável.

Quando analisada a origem das companhias adquirentes de F&A com alvos altamente endividadas, pode-se notar que os coeficientes de F&A domésticas (DOM) são negativos e significativos nos modelos (19) e (20), indicando que, em cenários de alto *enforcement*, as F&A domésticas impactam negativamente o preço das ações. Esta relação negativa pode ser explicada pelo fato de que aquisições domésticas frequentemente não oferecem os mesmos benefícios de diversificação e sinergias que aquisições transfronteiriças. Conforme argumentado por Cartwright e Cooper (1990), as aquisições domésticas podem ser motivadas por fatores não financeiros, como aumento de poder ou redução de competição, que não necessariamente aumentam o valor para os acionistas. Assim, em contextos de alto *enforcement*, a menor relevância informacional (*Value Relevance*) das F&A domésticas pode

resultar em uma percepção negativa dos investidores sobre o impacto dessas transações no valor das ações, refletindo-se em um impacto negativo no preço.

Diferentemente de tais resultados, os coeficientes de F&A transfronteiriças (TRA) são positivos e significativos nos modelos (19) e (20), sugerindo uma relação positiva com o *Value Relevance* em cenários de alto *enforcement*, mesmo os resultados para os cenários de baixo *enforcement* tenham se mantido negativos. Além disso, vale ressaltar que, quando analisado o cenário das companhias com baixo *enforcement*, apenas o valor contábil de companhias adquirentes de F&A transfronteiriças denotam *Value Relevance* para a precificação das ações no mercado. Estes resultados corroboram os achados de Henley (2021), que indicam que as F&A transfronteiriças podem proporcionar significativas vantagens fiscais e operacionais, que são mais efetivamente capitalizadas em ambientes com alto *enforcement*.

4.5 Discussão dos Resultados

A Tabela 14 apresenta os resultados das hipóteses testadas no estudo, trazendo um resumo dos achados relacionados à cada hipótese, bem como a explicação dos potenciais motivos que podem ter levado a tal resultado.

Tabela 14

Resumo dos achados das hipóteses

	Hipótese 1	Hipótese 2
Hipótese	Companhias adquirentes de F&A originárias de países com menor <i>enforcement</i> apresentam um maior gerenciamento de resultados, nas operações com empresas alvo altamente endividadas, principalmente em domésticas.	Companhias adquirentes de F&A originárias de países com menor <i>enforcement</i> apresentam um menor <i>Value Relevance</i> , nas operações com empresas alvo altamente endividadas, principalmente em domésticas.
Achado	Empresas de países com menor <i>enforcement</i> demonstram maior manipulação de resultados em F&A transfronteiriças, mas essa prática não é observada consistentemente em F&A domésticas.	A relevância informacional das aquisições é menor em F&A domésticas sob alto <i>enforcement</i> , mas essa diferença não se mantém em cenários de baixo <i>enforcement</i> .
Resultado	Rejeitada	Rejeitada
Explicações	A Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), sugere que a menor pressão competitiva e regulatória nas F&A domésticas pode levar a menos incentivos para o gerenciamento de resultados, enquanto F&A transfronteiriças enfrentam maior escrutínio, incentivando o gerenciamento de resultados.	Cartwright e Cooper (1990) argumentam que as aquisições domésticas podem ser motivadas por fatores não financeiros, como aumento de poder ou redução de competição, que não aumentam necessariamente o valor para os acionistas. Isso resulta em menor relevância informacional (<i>Value Relevance</i>) em cenários de alto <i>enforcement</i> , onde os investidores esperam benefícios claros de sinergia e diversificação.

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, de que empresas endividadas tenderiam a estar mais inclinadas a práticas de gerenciamento de resultados para melhorar a percepção de sua saúde financeira (Bartov, Cheng, & Wu, 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 associado 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 endividamento elevado 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.

Com relação à relevância dos números contábeis, os resultados apresentados rejeitam a Hipótese 2, uma vez que evidenciam que o *Value Relevance* das informações contábeis é significativamente menor em F&A domésticas do que em transfronteiriças em cenários de alto *enforcement*, mas não em cenários de baixo *enforcement*. Em cenários de alto

enforcement, as F&A transfronteiriças mostram uma relação positiva e significativa com o *Value Relevance*, enquanto as F&A domésticas apresentam uma relação negativa, denotando que as características intrínsecas às F&A, como a origem das companhias participantes dessas operações de fato tem relevância na qualidade da informação contábil reportada e percebida pelos stakeholders. Por outro lado, em países com baixo nível de *enforcement* essa relevância foi pouco observada, apenas para o caso de operações internacionais, provavelmente em virtude do maior risco atrelado a esse tipo de operação.

No entanto, vale ressaltar que mesmo que os resultados não tenham se mostrado como esperado, os achados denotam certa consistência com a literatura da Teoria da Agência, que destacam a importância de uma estrutura regulatória robusta para aumentar a credibilidade e a relevância das informações financeiras, de forma que políticas que reforçam a aplicação de normas contábeis e aumentam a transparência se mostrem fundamentais para maximizar o *Value Relevance* das F&A, especialmente em contextos de empresas com altos níveis de endividamento.

5 CONCLUSÃO

5.1 Resultados e Considerações

A pesquisa apresentada defende a tese de que ambientes com menor *enforcement* tendem a apresentar uma menor qualidade da informação contábil das companhias adquirentes de empresas alvo altamente endividadas em comparação com ambientes de maior *enforcement*, especialmente em operações domésticas. Mesmo os resultados obtidos não tenham corroborado as hipóteses levantadas na tese, a partir da análise foi possível evidenciar que a menor qualidade da informação contábil está diretamente relacionada à menor fiscalização e controle por parte dos órgãos reguladores em ambientes com baixo *enforcement*, conforme sugerido por La Porta et al. (1998).

Primeiramente, constatou-se que ambientes com menor *enforcement*, devido à redução no monitoramento regulatório, proporcionam um ambiente favorável para práticas contábeis oportunistas, resultando em menor qualidade da informação contábil. Em operações domésticas, onde as empresas operam dentro do mesmo contexto legal e cultural, a expectativa de sinergias a curto prazo pode incentivar a manipulação dos resultados, como sugerido por Dranev et al. (2019), Ho (2010) e Jiraporn et al. (2008). Esse comportamento é menos pronunciado em operações transfronteiriças, onde o maior risco e a demanda por controle e monitoramento por parte dos stakeholders resultam em menor incentivo para a manipulação de resultados, conforme observado por Purayil e Lukose (2021).

Ademais, a alta complexidade e os riscos associados a F&A envolvendo empresas alvo altamente endividadas incentivam as companhias adquirentes a gerenciarem resultados para apresentar uma saúde financeira melhorada, particularmente em ambientes com menor *enforcement*. No entanto, os resultados indicam que essas empresas tendem a adotar práticas contábeis mais conservadoras devido ao maior risco e escrutínio associados, o que contrasta com a literatura existente que sugere que empresas endividadas tenderiam a gerenciar resultados para melhorar a percepção de sua saúde financeira (Bartov et al., 2021).

Contudo, no que tange às hipóteses da pesquisa, ambas foram rejeitadas. Com relação a H1, que propunha que companhias de países com baixo *enforcement* tenderiam a gerenciar mais os resultados em F&A transfronteiriças, as evidências demonstram uma maior tendência de gerenciamento de resultados em operações transfronteiriças em ambientes de baixo *enforcement*, mas essa tendência não é consistentemente observada em operações domésticas. Isto sugere que a complexidade das operações e o alto endividamento das empresas alvo

influenciam significativamente as práticas contábeis, conforme argumentado por Cartwright e Cooper (1990) e Dechow et al. (2010).

Além disso, os resultados também rejeitam a H2, indicando que o *Value Relevance* das informações contábeis é menor em F&A domésticas em cenários de alto *enforcement*, mas maior em operações transfronteiriças nesses mesmos cenários. Em contraste, em ambientes de baixo *enforcement*, o *Value Relevance* é minimamente observado, exceto em operações internacionais, provavelmente devido ao maior risco associado a tais transações.

Esses achados reforçam a importância de um *enforcement* robusto para garantir a qualidade das informações contábeis e a relevância dos números reportados, corroborando a Teoria da Agência que destaca a importância de estruturas regulatórias rigorosas para aumentar a credibilidade e transparência das informações financeiras. Portanto, políticas que promovam a aplicação de normas contábeis e aumentem a transparência são fundamentais para maximizar o *Value Relevance* das F&A, especialmente em contextos de empresas com altos níveis de endividamento.

5.2 Contribuições e Implicações da Pesquisa

5.2.1 Contribuição Teórica

No que se refere às contribuições teóricas do estudo, tem-se *insights* que corroboram o campo da contabilidade e finanças, especialmente no contexto de Fusões e Aquisições (F&A) envolvendo empresas alvo altamente endividadas. Através da análise detalhada do impacto do nível de *enforcement* e da origem das F&A (domésticas *versus* transfronteiriças), a pesquisa enriquece a compreensão dos fatores que influenciam a qualidade da informação contábil das empresas adquirentes.

O alto endividamento das empresas alvo é um fator crítico que aumenta a complexidade e os riscos das operações de F&A. Este estudo confirma que, em cenários de alto endividamento, as empresas adquirentes podem estar inclinadas a gerenciar resultados contábeis para melhorar a percepção de sua saúde financeira. No entanto, ao contrário do que a literatura tradicional sugere (Bartov et al., 2021), os achados indicam que essas empresas frequentemente adotam práticas contábeis mais conservadoras, com menor propensão ao gerenciamento de resultados por meio dos ajustes advindos do regime de competências. Tal comportamento pode ser atribuído ao maior escrutínio e risco associado às empresas alvo altamente endividadas, conforme observado por Bruylant e Maeseneire (2016). Assim, a

pesquisa contribui para a teoria ao demonstrar que o endividamento elevado pode tanto incentivar a manipulação contábil quanto promover uma abordagem mais cautelosa na gestão de resultados.

Outro ponto que pode ser trazido no âmbito de contribuições teóricas da tese é a análise da influência do nível de *enforcement*, diferenciando entre ambientes de alto e baixo *enforcement* em diferentes cenários de origem entre operações de F&A domésticas e transfronteiriças. Isso não somente adiciona uma camada importante à análise quanto às diferenças relacionadas às complexidades das operações e como isso pode ser observado na qualidade da sua informação reportada, como também sob o ponto de vista de rigor no monitoramento regulatório dos ambientes em que essas operações ocorrem. Nesse sentido, a pesquisa não somente reforça a importância de um *enforcement* robusto como um mecanismo essencial para garantir a transparência e a relevância das informações contábeis, como também adiciona uma perspectiva nova ao mostrar como o *enforcement* interage com a origem das operações de F&A para influenciar a qualidade da informação contábil.

Ademais, a pesquisa contribui para o fomento da agenda do debate a luz da teoria da agência ao demonstrar que um *enforcement* robusto se mostra como fator crucial para alinhar os interesses dos agentes com os dos principais, reduzindo a oportunidade para práticas contábeis oportunistas. Em contextos de F&A, especialmente envolvendo empresas alvo altamente endividadas, a presença de um *enforcement* forte se mostra fundamental para garantir que as informações contábeis sejam transparentes e relevantes, aumentando assim a confiança dos *stakeholders*.

5.2.2 Contribuição Prática

As descobertas da presente tese fornecem diretrizes valiosas para a tomada de decisões estratégicas e operacionais em contextos variados de *enforcement* e origem de operações de F&A como contribuições práticas para gestores, investidores, reguladores e outros *stakeholders* envolvidos em operações com alvos altamente endividadas. Como primeiro aspecto tem-se o comportamento característico evidenciado das empresas adquirentes de alvos altamente endividadas, que tendem a adotar práticas contábeis mais conservadoras, sugerindo que a percepção de risco e o maior escrutínio regulatório em tais operações incentivam uma gestão financeira cautelosa por parte das companhias adquirentes. Portanto, ao considerar aquisições de empresas altamente endividadas, os gestores devem priorizar a

transparência e a conformidade contábil para manter a confiança dos stakeholders e minimizar o risco de repercussões negativas.

Além disso, a análise contribui para a melhor compreensão de reguladores e formuladores de políticas, destacando a importância de fortalecer os mecanismos de *enforcement* em prol do melhoramento da qualidade da informação contábil, visando inibir práticas contábeis oportunistas. Com base nos resultados, pode-se inferir que implementar regulamentos rigorosos e garantir uma fiscalização eficaz pode promover um ambiente de negócios mais transparente e confiável e, por isso, empresas adquirentes que operam em mercados com baixo *enforcement* devem considerar compensar esse menor monitoramento externo e fiscalização de aplicação de norma por meio de políticas internas mais rigorosas visando manter a integridade das suas demonstrações financeiras reportadas.

A pesquisa também contribui para os gestores na tomada de decisão quanto à origem das F&A, tendo em vista em vista aos riscos atrelados a cada operação. Dessa forma, gestores devem implementar mecanismos de governança corporativa que promovam o monitoramento e controle, incentivando a transparência e a responsabilidade, independentemente do ambiente regulatório externo. Para investidores, a análise do *enforcement* e das práticas de governança das empresas alvo pode fornecer uma visão mais clara sobre a qualidade da gestão e a integridade das informações financeiras. Por fim, ao entender as dinâmicas contábeis e financeiras associadas ao endividamento elevado das empresas alvo, ao nível de *enforcement* e à origem das operações, os profissionais podem adotar estratégias mais eficazes e promover práticas contábeis transparentes e responsáveis.

5.2.3 Contribuição Social

Com relação às contribuições sociais, as descobertas têm implicações significativas para a transparência corporativa, a proteção dos investidores e a estabilidade econômica, impactando positivamente a sociedade como um todo. A pesquisa revela que empresas adquirentes de alvos altamente endividados tendem a adotar práticas contábeis mais conservadoras, o que, por sua vez, aumenta a transparência das informações financeiras. Este aumento na transparência é benéfico para a sociedade, pois permite que investidores, credores e outros stakeholders tomem decisões mais informadas, reduzindo o risco de investimentos inadequados e contribuindo para a estabilidade financeira. A adoção de um maior conservadorismo de gestão em cenários de alto endividamento promove uma cultura de

responsabilidade e integridade dentro das organizações, o que pode se estender a outras áreas da sociedade.

O estudo também destaca a importância de um ambiente regulatório robusto (alto *enforcement*) na melhoria da qualidade da informação contábil, o qual propicia com que reguladores e formuladores de políticas possam se utilizar dessas descobertas para justificar e implementar medidas que fortaleçam os mecanismos de *enforcement*, como a adoção de normas contábeis mais rigorosas e a intensificação da fiscalização. Isso, por sua vez, protege os investidores e o público em geral contra fraudes e práticas contábeis enganosas, promovendo a confiança no sistema financeiro e incentivando o investimento responsável. Um ambiente regulatório forte contribui para um mercado mais justo e eficiente, beneficiando a sociedade ao reduzir a incidência de crises financeiras decorrentes de práticas contábeis inadequadas.

5.2.4 Implicações

As contribuições teóricas, práticas e sociais desta tese têm diversas implicações importantes para diferentes grupos de stakeholders, incluindo gestores, investidores, reguladores, formuladores de políticas e a sociedade em geral. Quanto às implicações para os gestores, tem-se o fornecimento de resultados para maior análise crítica dos gestores de empresas envolvidas em F&A, especialmente aquelas que adquirem empresas alvo altamente endividadas, ao quais devem estar cientes das práticas contábeis que podem fortalecer a confiança dos *stakeholders* na sua informação reportada. A adoção dessas práticas pode minimizar o risco de repercussões negativas e melhorar a percepção de saúde financeira da empresa, bem como de mecanismos de governança corporativa que alinhem os interesses dos gestores com os dos proprietários, reduzindo a oportunidade para práticas contábeis oportunistas e promovendo uma cultura de responsabilidade e integridade dentro da organização.

Para os investidores, os insights fornecidos pela pesquisa auxiliam a tomar decisões mais informadas ao avaliar o risco e o potencial de retorno de F&A, especialmente aquelas envolvendo empresas alvo altamente endividadas. A análise do nível de *enforcement* e da origem das operações (domésticas e transfronteiriças) pode ajudar os investidores a entender melhor os riscos associados e a identificar oportunidades de investimento que ofereçam maior transparência e responsabilidade, levando a uma alocação de capital mais eficiente e a uma redução do risco de investimentos inadequados.

No âmbito de reguladores e formuladores de políticas, os resultados desta tese destacam a importância de um *enforcement* robusto para melhorar a qualidade da informação contábil e proteger os investidores contra práticas contábeis enganosas, de modo que esses usuários da informação poderiam se utilizar dos achados da presente pesquisa para justificar e implementar medidas que fortaleçam os mecanismos de *enforcement*, como a adoção de normas contábeis mais rigorosas e a intensificação da fiscalização. Essas ações podem promover um ambiente de negócios mais transparente e confiável, incentivando o investimento responsável e contribuindo para a estabilidade financeira.

Ao final, as implicações para a sociedade incluem a promoção de um mercado de capitais mais justo e inclusivo, que beneficie não apenas os investidores, mas também a economia como um todo. Um ambiente de negócios transparente e responsável pode incentivar o crescimento econômico sustentável, reduzir a incidência de crises financeiras e promover o bem-estar geral. Sendo assim, ao fornecer uma compreensão mais aprofundada das dinâmicas contábeis e financeiras associadas às F&A, esta pesquisa contribui para a criação de um ambiente de negócios mais transparente, responsável e sustentável.

5.3 Limitações e Sugestões para Pesquisas Futuras

A presente tese objetiva analisar a influência do *enforcement* na relação entre a qualidade da informação contábil das companhias adquirentes e as F&A transfronteiriças e domésticas de empresas alvo altamente endividadas dos países que compõem o G20 e, por isso, possui algumas limitações que devem ser consideradas e que abrem espaço para sugestões de pesquisas futuras que possam aprofundar e expandir o conhecimento neste campo. Uma das principais limitações desta pesquisa é a exclusão de instituições financeiras da análise visando proporcionar maior comparabilidade entre os números contábeis das companhias analisadas. A decisão de excluir este setor foi motivada pela estrutura de capital distinta e altamente alavancada das instituições financeiras, bem como pela regulamentação específica que rege suas operações. No entanto, futuras pesquisas poderiam explorar o impacto das F&A no setor financeiro, dado o alto número de operações nesse setor, dado que essas instituições ganham uma vantagem competitiva ao adquirir seus concorrentes e, assim, obter produtos com tecnologia incorporada e alcançar economias de escala para permanecerem relevantes no mercado (Akhtar & Nosheen, 2022). Assim, examinar empresas de tal setor e como o alto endividamento das empresas alvo e o nível de *enforcement*

influenciam a qualidade da informação contábil e as práticas de governança pode se fazer relevante para a literatura sobre o tema.

Outra limitação diz respeito à restrição temporal proposta, relacionada ao período de 2010 a 2022. Mesmo que este intervalo de tempo permita a observação de tendências significativas, a inclusão de um período mais longo poderia oferecer uma visão mais abrangente das dinâmicas temporais e dos ciclos econômicos que afetam as F&A. Pesquisas futuras poderiam ampliar a janela temporal para incluir períodos anteriores ou subsequentes, possibilitando a análise de mudanças estruturais no mercado de F&A e a influência de crises econômicas ou políticas globais.

Além disso, a tese foca principalmente nas variáveis de nível de *enforcement*, origem das F&A e endividamento das empresas alvo, o que abre a possibilidade de futuras pesquisas explorarem a influência de outros fatores, como a cultura corporativa, a estrutura de propriedade, a maturidade dos mercados de capitais e o ambiente competitivo. A investigação dessas variáveis adicionais poderia oferecer uma visão mais holística das dinâmicas que afetam a qualidade da informação contábil em contextos de F&A. Ademais, a análise de outras *proxies* para *enforcement* e situação financeira da empresa alvo pode ser exploradas.

Como corte amostral, a pesquisa limita-se aos países do G20, também visando maior comparabilidade dos países pertencentes a amostra, mas que, por outro lado, acaba restringindo a generalização dos resultados para outras regiões e economias emergentes ou em desenvolvimento. Estudos futuros poderiam expandir a análise para incluir um conjunto mais diversificado de países, examinando como diferentes contextos econômicos, sociais e regulatórios influenciam as práticas contábeis e de governança em F&A. Utilizar uma abordagem comparativa poderia revelar variações regionais e proporcionar uma compreensão mais global dos fenômenos estudados.

Nesse sentido, a exploração de setores adicionais, períodos temporais mais amplos, metodologias alternativas, variáveis adicionais, bem como a inclusão de um conjunto mais diversificado de países, poderiam ser fatores relevantes a serem aprofundados em novos estudos, a fim de expandir o conhecimento sobre os fatores que influenciam a qualidade da informação contábil em contextos de F&A.

REFERÊNCIAS

- Afonso, G., & Aubyna, L. (2006). The Cost of Capital. *Journal of Financial Research*, 29(1), 121-138. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2006.00164.x>
- Akhtar, Q., & Nosheen, S. (2022). The impact of fintech and banks M&A on Acquirer's performance: A strategic win or loss? *Borsa Istanbul Review*, 22(6), 1195-1208. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.08.007>
- Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010>
- Ali, A., & Hwang, L.-S. (2000). Country-Specific Factors Related to Financial Reporting e the Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 1-21. <https://doi.org/10.2307/2672920>
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- 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>
- Andrias, K. (2013). The President's Enforcement Power. *Law Review*, 88(4), 1031-1125. <https://web.archive.org/web/20161104021200/http://www.nyulawreview.org/sites/default/files/pdf/NYULawReview-88-4-Andrias.pdf>
- Ang, J., & Mauck, N. (2011). Fire sale acquisitions: Myth vs. reality. *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 532-543. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.05.002>
- Angwin, D. (2001). Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers. *Journal of World Business*, 36(1), 32-57. [https://doi.org/10.1016/s1090-9516\(00\)00053-5](https://doi.org/10.1016/s1090-9516(00)00053-5)
- Arzac, E. R., & Glosten, L. R. (2005). *A step ahead: Essays on financial and macroeconomic forecasting*. Princeton University Press.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2003). 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)
- Ball, R., Kothari, S., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting e Economics*, 29(1), 1-51. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Barkema, H. G., Bell, J. H. J., & Pennings, J. M. (1996). Foreign entry, cultural barriers, and learning. *Strategic Management Journal*, 17(2), 151-166. <https://www.jstor.org/stable/2486854>
- 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>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.

- Barth, M. E., Li, K., McClure, C. G. (2023). Evolution in *Value Relevance* of Accounting Information. *The Accounting Review*, 98 (1), 1–28. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0521>
- 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>
- Basu, S. (1997). The conservatism principle e the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting e Economics*, 24(1), 3–37. [https://doi.org/10.1016/s0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/s0165-4101(97)00014-1)
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Beisland, L. A. (2009). A Review of the *Value Relevance* Literature. *The Open Business Journal*, 2, 7-27. <https://doi.org/10.2174/1874915100902010007>
- 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>
- Bens, D. A., & Monahan, S. J. (2004). Disclosure quality and the excess value of diversification. *Journal of Accounting Research*, 42(4), 691-730.
- Bereskin, F., Byun, S.K., Officer, M.S., & Oh, J.M. (2018). The effect of cultural similarity on mergers and acquisitions: evidence from corporate social responsibility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(5), 1995-2039. <https://doi.org/10.1017/S0022109018000716>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Swary, I. (1996). Investor valuation of the abandonment option. *Journal of Financial Economics*, 42(2), 259–287. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)00877-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)00877-X)
- 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*, (Early View). <https://doi.org/10.1111/abac.12280>
- Björkman, I., Stahl, G. K., & Vaara, E. (2007). Cultural differences and capability transfer in cross-border acquisitions: The mediating roles of capability complementarity, absorptive capacity, and social integration. *Journal of International Business Studies*, 38, 658-672. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400287>
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2000). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413. <https://doi.org/10.1093/jleo/ewj018>
- 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>
- 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>

- Bruner, R. F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. Wiley.
- 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>
- Bryman, A. (2012). *Social Research Methods*. (4th. ed.). New York: Oxford University Press Inc.
- Buckley, P. J., & Casson, M. C. (2009). The internalization theory of the multinational enterprise: A review of the progress of a research agenda after 30 years. *Journal of International Business Studies*, 40(9), 1563-1580. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.49>
- Buono, A. F., & Bowditch, J. L. (2003). *The Human Side of Mergers and Acquisitions: Managing Collisions Between People, Cultures, and Organizations*. Beard Books.
- Burrell, G., & Morgan, G. (1979). *Sociological Paradigms and Organizational Analysis*. Heinemann.
- Bushman, R. M., & Piotroski, J. D. (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal e political institutions. *Journal of Accounting e Economics*, 42(1-2), 107–148. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.10.005>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65-87. <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/03v09n1/0304bush.pdf>
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency?. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-252. <https://www.jstor.org/stable/3542360>
- 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>
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1), S1-S5. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00475.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>
- Chatterjee, S., Lubatkin, M. H., Schweiger, D. M., & Weber, Y. (1992). Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital. *Strategic Management Journal*, 13(5), 319–334. <https://doi.org/10.1002/smj.4250130502>
- 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>
- Chen, C. (2018). Economic Development and Accounting Standards: Evidence from the Adoption of IFRS in Developing Countries. *Journal of International Accounting*

- Research*, 17(2), 41-58. <https://doi.org/10.2308/jiar-52213>
- Chen, S., M. L. DeFond, & C. W. Park (2002). Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 229–251. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00043-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00043-5)
- Chen, Y. R., Huang, Y. L., & Chen, C. N. (2009). Financing Constraints, Ownership Control, and Cross-Border M&As: Evidence from Nine East Asian Economies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 665–680. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00770.x>
- 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>
- Clark, K., & Ofek, E. (1994). Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4), 541. <https://doi.org/10.2307/2331109>
- 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>
- Coffee, J. C., Jr. (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>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Collins, D. W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*, 74(1), 29–61. <https://doi.org/10.2308/accr.1999.74.1.29>
- Collis, D. J., & Montgomery, C. A. (1995). *Competing on resources: Strategy in the 1990s*. Harvard Business Review Press.
- Commerford, B. P., Hermanson, D. R., Houston, R. W., & Peters, M. F. (2016). Real Earnings Management: A Threat to Auditor Comfort? *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 35(4), 39–56. <https://doi.org/10.2308/ajpt-51405>
- 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>
- Damodaran, A. (2010). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex*

Businesses. (2nd. Ed.). Pearson Education.

- Datta, D. K., Musteen, M., & Basuil, D. A. (2015). Influence of Managerial Ownership and Compensation Structure on Establishment Mode Choice: The Moderating Role of Host Country Political Risk. *Management International Review*, 55, 593–613. <https://doi.org/10.1007/s11575-015-0250-y>
- 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., & 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., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 1–34. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00049-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00049-4)
- 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>
- 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. & 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>
- 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>
- Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00083>
- 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>
- Dranev, Y., Frolova, K., & Ochirova, E. (2019). The impact of fintech M&A on stock returns. *Research In International Business And Finance*, 48, 353-364. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.01.012>
- Dreher, M., & Ernst, D. (2022). *Mergers & Acquisitions: Understanding M&A Processes for Large- and Medium-Sized Companies*. Springer: Cham.
- Duru, A., Hasan, I., Song, L., & Zhao, Y. (2018). Bank accounting regulations, *enforcement* mechanisms, e financial statement informativeness: cross-country evidence. *Accounting e*

- Business Research*, 1–35. <https://doi.org/10.1080/00014788.2017.1415801>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: an Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Elrazaz, T.Z.; Elmassri, M.; & Ahmed, Y. (2021). Real earnings manipulation surrounding mergers and acquisitions: the targets' perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), 429-451. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2020-0188>
- Erel, I., Liao R. C., & Weisbach M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045–1082. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01741.x>
- 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.
- Eun, C. S., Kolodny, R., & Scheraga, C. (1996). Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses. *Journal of Banking & Finance*, 20(9), 1559-1582. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00029-1](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00029-1)
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2019). Effects of Increasing *Enforcement* on Financial Reporting Quality and Audit Quality. *Journal of Accounting Research*, 57(1), 121– 68. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12251>
- Francis, J. R., & Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 161–178. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.003>
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005) a. 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) b. 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>
- 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>
- Froot, K. A., & Stein, J. C. (1991). Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1191-1217. <https://doi.org/10.2307/2937961>
- Gertner, R., Gibbons, R., & Scharfstein, D. (1994). Simultaneous Estimation of Supply and Demand Functions: The Case of Bargaining Power in Contract Farming. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 367-391. <https://doi.org/10.2307/2118461>
- Gil, A. C. (2011). *Métodos E Técnicas de Pesquisa Social*. (6th. Ed.) São Paulo: Atlas.
- Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and*

- Economics*, 29(3), 287-320. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00024-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00024-0)
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2004). The effects of mergers on company employment in the USA and Europe. *International Journal of Industrial Organization*, 22(4), 481-502. <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2003.12.003>
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502. <https://doi.org/10.1177/0149206308330554>
- 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)
- Hamel, G., & Prahalad, C. K. (1994). *Competing for the future*. Harvard Business School Press.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- 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>
- 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>
- Hitt, M. A., Harrison, J. S., & Ireland, R. D. (2018). *Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders*. (14th ed.). Oxford University Press: New York.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2016). *Strategic management: competitiveness and globalization*. (12th ed.). South-Western College Publishing.
- 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>

- Holburn, G. L. F., & Zelner, B. A. (2010). Political capabilities, policy risk, and international investment strategy: evidence from the global electric power generation industry. *Strategic Management Journal*, 31(12), 1290–1315. <https://doi.org/10.1002/smj.860>
- Hope, O. K. (2003). Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235–272. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00102>
- 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>
- Hunton, J. E., Mauldin, E. G., & Wheeler, P. R. (2008). Potential Functional e Dysfunctional Effects of Continuous Monitoring (Retracted). *The Accounting Review*, 83(6), 1551–1569. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.6.1551>
- 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. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- 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>
- Jong, A. D., Fliers, P. T. (2020). Predicting Takeover Targets: Long-Run Evidence from the Netherlands. *De Economist*, 168, 343–368. <https://doi.org/10.1007/s10645-020-09364-z>
- Kang, T., & Pang, Y. H. (2005). Economic Development and the Value-Relevance of Accounting Information — A Disclosure Transparency Perspective. *Review of Accounting and Finance*, 4(1), 5–31. <https://doi.org/10.1108/eb043416>
- Kassamany, T.; Ibrahim, S.; & Archbold, S. (2017). Accrual and real-based earnings management by UK acquirers: evidence from pre-and post-Higgs periods. *Journal of Accounting and Organizational Change*, 13(4), 492-519. <https://doi.org/10.1108/JAOC-09-2015-0073>
- 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:10.1016/j.hrmr.2016.12.003>

- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *The Journal of Finance*, 55(2), 867-891. <https://www.jstor.org/stable/222525>
- Khurana, I. K., & Wang, W. (2019). International Mergers and Acquisitions Laws, the Market for Corporate Control, and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 57(1), 241-290. <https://doi.org/10.1111/1475-679x.12247>
- Kim, W. C., & Mauborgne, R. (2004). *Blue ocean strategy: How to create uncontested market space and make the competition irrelevant*. Harvard Business School Press.
- Kothari, S.P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. <https://doi.org/10.2139/ssrn.264859>
- Kwon, S. H., & Wang, G. (2018). The change in the *Value Relevance* of accounting information after mergers and acquisitions: evidence from the adoption of SFAS 141(R). *Accounting & Finance*. 60(3), 2717-2757. <https://doi.org/10.1111/acfi.12411>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, 61(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00828.x>
- 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 e Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Laamanen, T., & Keil, T. (2008). Performance of serial acquirers: Toward an acquisition program perspective. *Strategic Management Journal*, 29 (6), 663-672. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/smj.670>
- 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>
- Lang, M. H., Raedy, J. S., & Wilson, W. R. (2006). Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 255-283. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.04.005>
- Lang, M., Raedy, J. S., & Wilson, W. (2003). Earnings Management and Cross Listing: Are Reconciled Earnings Comparable to US Earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 255-283. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00079-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00079-0)
- Lee, H., Choi, D., & Lee, H. Y. (2023). The impact of COVID-19 on earnings management: an international investigation. *Applied Economics Letters*, 31(4), 353–361. <https://doi.org/10.1080/13504851.2023.2167913>
- 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>
- Levitt, A. (2003). Globalization of accounting standards. *The CPA Journal*, 73(6), 60-62.

- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221–247. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.02.003>
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2004). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*, 33(3), 5-37. <https://doi.org/10.2139/ssrn.331780>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
- 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>
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia Da Investigação Científica Para Ciências Sociais Aplicadas*. (2. Ed.). São Paulo: Atlas.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201–228. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31–48. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Owen, S., & Yawson, A. (2010). Human development and cross-border acquisitions. *Journal of Empirical Finance*, 17(4), 689-701. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.03.004>
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), p. 5-22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business Research*, 30(4), 313–326. <https://doi.org/10.1080/00014788.2000.9728949>
- Peel, M. J., & Wilson, N. (1989). The liquidation/merger alternative some results for the UK corporate sector. *Managerial and Decision Economics*, 10(3), 209–220. <https://doi.org/10.1002/mde.4090100304>

- Porter, G. A., & Norton, C. L. (2014). *Financial Accounting: The Impact on Decision Makers* (9th ed.). Cengage Learning.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Free Press.
- 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>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559-586. <https://www.jstor.org/stable/116849>
- 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>
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.001>
- 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.
- Shevlin, T. (2020). An overview of academic tax accounting research drawing on U.S. multinational taxation. *Journal of International Accounting Research*, 19(3), 9–17. <https://doi.org/10.2308/JIAR-2020-065>
- Shimizu, K., Hitt, M., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: a review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307-353. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2004.05.005>
- Shumway, T. (2001). Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model. *The Journal of Business*, 74(1), 101-124. <https://doi.org/10.1086/209665>
- Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377–386. <https://doi.org/10.1002/smj.4250080407>
- Sirower, M. L. (2007). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. Free Press.
- 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. Recuperado de <https://www.statista.com/statistics/267368/number-of-mergers-and-acquisitions-worldwide-since-2005/#:~:text=Over%20500%2C000%20merger%20and%20acquisition,overall%2C%20exceeding%2063%2C000%20during%202021>

- Sunder, S. (1997). *Theory of accounting and control*. Elsevier.
- 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>
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974. <https://www.jstor.org/stable/117457>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Tunyi, A. A. (2020). Revisiting acquirer returns: Evidence from unanticipated deals. *Journal of Corporate Finance*, 101789. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101789>
- Vohra, S., & Fabozzi, F. J. (2019). Effectiveness of developed e emerging market FX options in active currency risk management. *Journal of International Money e Finance*, 96, 130–146. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2019.04.005>
- 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., & Weaver, S. C. (2001). *Mergers and acquisitions*. Harvard Business School Press.
- Weston, J. F., Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Prentice Hall.
- Weston, J. F., Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2013). *Takeovers, restructuring, and corporate governance* (5th ed.). 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>
- Xie, Z., & Li, J. (2016). Selective imitation of compatriot firms: Entry mode decisions of emerging market multinationals in cross-border acquisitions. *Asia Pacific Journal of Management*, 34(1), 47–68. <https://doi.org/10.1007/s10490-016-9459-y>
- Zada, H., Hassan, A., Wong, W. (2021). Do Jumps Matter in Both Equity Market Returns e Integrated Volatility: A Comparison of Asian Developed e Emerging Markets. *Economies*, 9(2), 92-118. <https://doi.org/10.3390/economies9020092>