



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 13, n. 2, p. 25-42, abr./jun., 2017

doi:10.4270/ruc.2017207
Disponível em www.furb.br/universocontabil



POISON PILLS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: ESTUDO EM COMPANHIAS DO NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA¹

POISON PILLS AND EARNINGS MANAGEMENT: AN INVESTIGATION IN BM&FBOVESPA'S "NOVO MERCADO" COMPANIES

LAS POISON PILLS E GESTIÓN DE RESULTADOS: UN ESTUDIO EN EMPRESAS DEL "NOVO MERCADO" DE BM&FBOVESPA

Henrique Portulhak

Doutorando em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Professor do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Endereço: Av. Pref. Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico
CEP 80210-170 – Curitiba, PR – Brasil
E-mail: henrique.portulhak@ufpr.br
Telefone: (41) 3360-4193

Viviane Theiss

Doutoranda em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
Endereço: Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n, Bairro Trindade
CEP 88040-900 – Florianópolis, SC – Brasil
E-mail: theissviviane@gmail.com
Telefone: (48) 9 9152-1255

Marcos Roberto Kühl

Doutor em Administração pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Professor do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Estadual do
Centro-Oeste (UNICENTRO)
Endereço: Rua Salvatore Renna, 875, Santa Cruz
CEP 85015-430 – Guarapuava, PR – Brasil
E-mail: marcosrobertokuhl@yahoo.com.br
Telefone: (42) 3621-1000

Romualdo Douglas Colauto

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
Professor do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Endereço: Av. Pref. Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico
CEP 80210-170 – Curitiba, PR – Brasil
E-mail: rdcolauto.ufpr@gmail.com
Telefone: (41) 3360-4411

¹ Artigo recebido em 16.10.2016. Revisado por pares em 11.05.2017. Reformulado em 12.06.2017. Recomendado para publicação em 18.06.2017 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 30.06.2017. Organização responsável pelo periódico: FURB.

RESUMO

Acionistas controladores podem utilizar *poison pills* como instrumentos de disposição estatutária para evitar a tomada hostil de controle da companhia. Não obstante ao fato de que gestores podem fazer escolhas contábeis com o propósito de influenciar a percepção do mercado sobre o desempenho financeiro da empresa. Estudos estadunidenses apontam relação negativa entre gerenciamento de resultados e a utilização *poison pills*, mas não foram encontrados estudos com empresas brasileiras que investigaram esse fenômeno. Assim, a pesquisa tem como objetivo verificar se níveis de gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBovespa possuem associação com cláusulas estatutárias de *poison pills*. A amostra é composta por 99 companhias listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa que negociaram ações no período entre 2009 e 2014. As cláusulas *poison pills* foram identificadas nos Formulários de Referência e Estatutos Sociais e o gerenciamento de resultados foi operacionalizado utilizando o modelo de Jones (1991), controladas pelas variáveis Tamanho do Ativo, q de Tobin, endividamento, retorno sobre o ativo e crescimento da receita líquida. Regressões por meio de Dados em Painel e do teste t indicaram que as companhias brasileiras que possuem cláusulas *poison pills* não apresentam níveis de gerenciamento de resultados significativamente diferentes daquelas que não possuem tal mecanismo, estando de encontro a achados de pesquisas realizadas nos Estados Unidos. Estes resultados contribuem para o aprofundamento do debate sobre os efeitos causados pelas *poison pills* no mercado acionário brasileiro, bem como motiva a expansão de pesquisas na área de Contabilidade Financeira que envolvam este mecanismo de disposição estatutária.

Palavras-chaves: *Poison pills*; Gerenciamento de Resultados. *Takeover*.

ABSTRACT

Controlling shareholders can use poison pills as a statutory instrument to prevent hostile takeover of the company's control. Despite this fact, managers can make accounting choices in order to influence the market perception of the company's financial performance. Studies based on US companies show negative relationship between earnings management and use of poison pills, and there are no studies with Brazilian companies that investigated this issue. Thus, this research aims to verify if earnings management levels in companies listed on the BM&FBovespa have association with poison pills. The sample is composed of 99 companies listed on the "Novo Mercado" segment of BM&FBovespa that traded shares in the period between 2009 and 2014. The poison pills clauses were identified in Reference Forms and Bylaws, and earnings management was operationalized using Jones model (1991), which was controlled by variables Asset size, Tobin's q , debt, return on assets and net revenue growth. Regressions by Panel Data and t test indicated that Brazilian companies with poison pills clauses do not have significantly different results of earnings management levels of those who do not have such mechanism, standing against the findings from researches conducted in United States. These results can contribute to deepening the debate on the effects caused by the poison pills in the Brazilian stock market, and it encourages the expansion of research in the area of Financial Accounting involving this statutory mechanism.

Keywords: Poison Pills; Earnings Management; Takeover.

RESUMEN

Accionistas controladores pueden usar poison pills como instrumentos de disposición estatutaria para evitar la toma hostil del control de la empresa. A pesar de que los administradores pueden tomar decisiones contables con el fin de influir en la percepción del mercado sobre el desempeño financiero de la compañía. Los estudios realizados en Estados Unidos muestran relación negativa entre la gestión de resultados y el uso de poison pills, más

no hay estudios con empresas brasileñas que investigan este fenómeno. Por lo tanto, la investigación tiene como objetivo verificar si los niveles de gestión de resultados de las empresas en la BM&FBovespa tienen asociación con las disposiciones legales conocidas como *poison pills*. La muestra se compone de 99 empresas que cotizan en el segmento “Novo Mercado” de la BM&FBovespa y que negociaron acciones en el período entre 2009 y 2014. Las cláusulas *poison pills* fueron identificadas en los formularios de referencia y en los estatutos y la gestión de resultados fue puesta en práctica utilizando el modelo de Jones (1991), controlada por variables tamaño de activos, q de Tobin, endeudamiento, retorno sobre el activo y crecimiento de los ingresos netos. Las regresiones de panel de datos y la prueba t indican que las empresas brasileñas con cláusulas de *poison pills* no tienen significativamente diferentes niveles de gestión de resultados de aquellos que no tienen un mecanismo de este tipo, lo que se opone a las conclusiones de las investigaciones realizadas en los Estados Unidos. Estos resultados contribuyen a profundizar el debate sobre los efectos causados por las *poison pills* en el mercado de valores de Brasil, y se alienta a la expansión de la investigación en el área de contabilidad financiera que implica el mecanismo de disposición legal.

Palabras-clave: *Poison Pills*; Gestión de Resultados; *Takeover*.

1 INTRODUÇÃO

A condição de controle exercida por acionistas das companhias resulta em maior poder em favor desses, dando-lhes condições para influenciar os gestores a tomarem decisões de acordo com seus interesses, em especial quando se trata de definição de estratégias organizacionais, metas financeiras e de crescimento, políticas de distribuição de dividendos e composição da estrutura de capital (THOMSEN; PEDERSEN, 2000). Buscando manter o poder de decisão sobre os principais aspectos operacionais das empresas, especialmente naquelas em que há razoável dispersão acionária, os acionistas controladores podem se valer de instrumentos para evitar uma tomada hostil de controle da companhia, dentre eles, as disposições estatutárias denominadas *poison pills* (VIEIRA; MARTINS; FÁVERO, 2009).

Recentes ocorrências no mercado de ações internacional demonstram a eficácia dessas cláusulas. A companhia farmacêutica holandesa Myers realizou em 2015 uma operação bem-sucedida de defesa baseada em uma cláusula *poison pill* para evitar a tomada do controle acionário por parte da empresa israelense Teva (MASSOUDI, 2015). No Brasil, também há relatos de ocorrência de defesa do controle acionário com a utilização de *poison pills*, como na tentativa de aquisição da companhia de alimentos Perdigão pela empresa Sadia no ano de 2006 (VIEIRA; MARTINS; FÁVERO, 2009). Cita-se também o caso da companhia GVT, no qual as cláusulas contratuais *poison pills* exigiram aval dos acionistas diante da intenção destes de autorizar a aquisição do controle por outro grupo econômico (NASCIMENTO, 2010).

A existência de critérios múltiplos nas normas contábeis possibilita escolher alternativas igualmente válidas com o objetivo de reportar informações desejadas, impactando no desempenho da companhia. Assim, as escolhas contábeis, quando discricionárias, possibilitam margens para o gerenciamento das informações, principalmente quando existem motivações oportunistas (MARTINS; PAULO; MONTE, 2016). Nas situações em que há a possibilidade da tomada hostil de controle acionário é possível conjecturar que tal situação motive escolhas contábeis por parte de gestores com vistas a influenciar a percepção do mercado de capitais sobre o desempenho da empresa, fazendo com que as informações contábeis divulgadas se tornem assimétricas (HEALY; WAHLEN, 1999; FIELDS; LYS; VINCENT, 2001). Estudos de Easterwood (1998) e Guan, Wright e Sun (2004) indicaram que, na iminência de um *takeover* hostil, gestores gerenciaram os resultados da companhia visando reportar situação financeira mais favorável.

Além disso, outras pesquisas verificaram relação entre a utilização de instrumentos para proteção de tomada hostil de controle e o gerenciamento de resultados. Jiraporn (2005) analisou essa relação em empresas estadunidenses e os resultados constataram que, dependendo do mecanismo utilizado para proteção contra *takeover*, o relacionamento entre as variáveis pode ser tanto positivo quanto negativo, e tratando especificamente sobre as *poison pills*, indicou-se uma relação negativa entre utilização dessas cláusulas e gerenciamento de resultados. Ge e Kim (2014) constataram indícios de que a existência de mecanismos de proteção contra *takeover* em companhias americanas reduzem as motivações dos gestores em gerenciar resultados.

No Brasil, as cláusulas restritivas por meio de *poison pills* são pouco exploradas em pesquisas científicas, especialmente quando se refere à área financeira e de finanças. No entanto, considerando que uma parcela de companhias abertas adotam esse mecanismo, aliado à evolução do mercado de capitais do país, bem como as características distintivas das *poison pills* brasileiras e de seu mercado acionário em comparação ao que ocorre nos Estados Unidos (VIEIRA; MARTINS; FÁVERO, 2009; SOUZA, 2011), torna-se relevante verificar o potencial desses elementos restritivos atuarem como redutor de práticas discricionárias dos gestores típicas do gerenciamento de resultados contábeis. Dessa forma, a preocupação deste estudo reside em responder a seguinte questão: companhias brasileiras que possuem cláusulas estatutárias sobre *poison pills* apresentam níveis diferentes de gerenciamento de resultados daquelas que não utilizam essas cláusulas estatutárias?

Consequentemente, a investigação tem por objetivo verificar se níveis de gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBovespa possuem associação com cláusulas estatutárias de *poison pills* em companhias que negociaram suas ações no período de 2009 a 2014. Além do ineditismo na abordagem desse relacionamento tendo como enfoque as companhias que negociam suas ações no Brasil, o estudo justifica-se pela efetiva utilização dessas cláusulas por companhias nacionais, motivada principalmente pela criação do Novo Mercado pela BM&FBovespa (VIEIRA; MARTINS; FÁVERO, 2009; SOUZA, 2011). Ainda, investigações que envolvem as *poison pills* são relevantes para o desenvolvimento da literatura brasileira sobre o tema, tratando em específico da área de pesquisa em Contabilidade, visto a ausência de estudos empíricos dessa natureza e do impacto que esses mecanismos podem apresentar na qualidade da informação contábil reportada a usuários externos.

2 CONTROLE ACIONÁRIO, POISON PILLS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Empresas listadas que possuem mecanismos de defesa de controle acionário em seus estatutos constroem a ocorrência de *takeover* hostil, que pode ser impetrado tanto por investidores que não compõem a composição acionária atual da empresa quanto por acionistas atuais da empresa que não exercem o controle. Estes mecanismos de defesa do controle acionário inibem ou impedem a aquisição da empresa por um grupo de acionistas distinto daquele que possui o controle em dado momento (KABIR; CANTRIEN; JEUNINK, 1997).

Kabir, Cantrijn e Jeunink (1997) e Jarrell, Brickley e Netter (1988) destacam que os mecanismos de defesa podem ser classificados de acordo com a possibilidade ou não de seu acionamento pelos acionistas: enquanto alguns mecanismos protetivos exigem a aprovação dos acionistas antes de sua adoção – como a exigência de quórum qualificado (*supermajority amendments*) e cláusulas de preço justo (*fair price amendments*), outras medidas devem ser adotadas pela gestão da empresa independentemente de aprovação dos acionistas – como a recompra de ações da empresa-alvo (*greenmail*) e as *poison pills*.

As *poison pills* destacam-se dentre os mecanismos de proteção de controle acionário, tanto por ser considerada a mais significativa inovação ocorrida na área de finanças corporativas desde a década de 1980 (BRUNER, 1991), quanto pelas controvérsias que envolvem sua adoção (JARRELL; BRICKLEY; NETTER, 1988; BRUNER, 1991; RHEE; FISS, 2014). De acordo com Bruner (1991), as principais controvérsias relacionadas às cláusulas *poison pills* nos

Estados Unidos estão ligadas à sua legalidade, por ser considerada uma tática abusiva de defesa de controle acionário. No cenário brasileiro, Souza (2011) enfatiza que as *poison pills* também provocam intensos debates nos âmbitos acadêmico, profissional e regulatório, tendo como enfoque a sua legalidade, sobre a qual a autora se posiciona a favor de sua licitude.

Popularizadas com a grande quantidade de *takeovers* ocorridos durante a década de 1980 nos Estados Unidos, em sua maioria hostis, as *poison pills* são definidas por Jarrell, Brickley e Netter (1988) como um conjunto de direitos conferidos aos acionistas que, na ocorrência de um evento que possa alterar a atual configuração de controle da empresa, confere aos atuais acionistas controladores direitos de aquisição de ações adicionais ou de venda de ações para os potenciais adquirentes em termos altamente vantajosos, impondo, dessa forma, significativas penalidades econômicas aos adquirentes hostis. De forma mais simplificada, as *poison pills* podem ser definidas como cláusulas estatutárias que buscam dificultar a ocorrência de *takeover* hostil ao aumentar drasticamente o custo potencial que um comprador agressivo terá que pagar para completar a transação (DAVIS, 1991; RHEE; FISS, 2014).

As *poison pills* possuem algumas características em comum, conforme apresentado por Nascimento (2010): (i) funciona como uma medida defensiva acionando o “gatilho” em momentos em que há tentativa de tomada de controle impetrada contra a companhia; (ii) fornece condições para que haja uma reflexão dos atuais gestores e controladores diante da possibilidade de tomada de controle da companhia por um novo grupo, seja por meio de assembleia geral ou por decisão dos administradores, viabilizando a negociação de melhores condições em favor de acionistas ou gestores da companhia-alvo.

Bruner (1991) elenca os seguintes objetivos para a adoção de *poison pills*: (i) impor diluição inaceitável das ações sobre o adquirente, (ii) aumentar as incertezas sobre chances de sucesso e de custos necessários no processo de aquisição, e (iii) possibilitar tempo para o conselho de administração ter condições de definir a melhor estratégia de ação – até mesmo para analisar uma proposta que possa ser vantajosa aos proprietários atuais. Monteiro (2011) expõe, de acordo com a literatura estadunidense, duas hipóteses que são consideradas para explicar a adoção das *poison pills* pelas companhias: (i) a de proteção da administração (ou entrincheiramento gerencial), que considera a defesa dessas cláusulas por estes visando evitar a mudança de controle da empresa e, conseqüentemente, da administração, o que poderia significar diante do público externo um mau desempenho por parte da gestão, o que conduziu a uma aquisição; (ii) a do interesse do acionista, que considera a defesa dessas cláusulas por estes visando o aumento de sua riqueza, já que essas cláusulas possibilitam a negociação de termos mais vantajosos junto ao possível adquirente.

Os mecanismos de defesa do controle acionário podem apresentar diferenças entre os países, por conta de características distintas de cada mercado, como práticas de governança corporativa, composição acionária e disponibilidade de crédito (KABIR; CANTRIJN; JEUNINK, 1997). O mercado acionário brasileiro, como resultado de seu processo de evolução, possui diversas companhias eminentemente públicas, com controle pulverizado ou com razoável dispersão acionária. Assim, são apresentadas condições para que empresas que negociam suas ações nessa localidade adotem cláusulas estatutárias para prevenir uma tomada hostil de controle, como as *poison pills* (VIEIRA; MARTINS; FÁVERO, 2009). O estudo de Vieira, Martins e Fávero (2009) constatou, com base em levantamento realizado junto às empresas com ações negociadas na BM&FBovespa em 2006, a existência de sete companhias com cláusulas *poison pills*, sendo intrigante a presença desses mecanismos não só em organizações sem acionista controlador e controle negociado no mercado, mas também em companhias com acionista controlador e controle negociado no mercado e até em companhias com acionista controlador e sem controle negociado no mercado.

A despeito do comentário de Vieira, Martins e Fávero (2009), que lançaram dúvidas a respeito do desenvolvimento dessas cláusulas no Brasil, por conta da cultura de controle corporativo da realidade institucional não consolidada e do ambiente instável de regulação, Nascimento (2010) apontou uma evolução na ocorrência de inserção de cláusulas de proteção à dispersão acionária no país, mesmo naquelas companhias onde há controle concentrado e perspectiva de negociação de controle no mercado praticamente nula, e mesmo com a baixa ocorrência de ofertas hostis de aquisição de controle no mercado acionário local. Em complemento, Monteiro (2011) notou que, com o ingresso de um maior número de empresas no Novo Mercado da BM&FBovespa, mais frequente foi o surgimento de cláusulas *poison pills*. Nascimento (2010) constatou que, das 40 companhias que aderiram ao Novo Mercado em 2007, 29 possuíam *poison pills* em seus estatutos e, ao final do ano de 2007, 56 empresas listadas no Novo Mercado (56,6%) apresentavam *poison pills* em seus estatutos, sendo notada uma evolução relevante a partir do ano de 2006. Em consequência da relevante evolução na adoção de mecanismos de proteção de controle acionário, verificou-se a ocorrência de investigações que buscaram averiguar a relação entre a adoção de tais mecanismos com a lucratividade das companhias e com o gerenciamento de resultados.

Primeiro, cita-se a investigação realizada por Malatesta e Walkling (1988) que, diante da crescente adoção dessas cláusulas nos Estados Unidos durante a década de 1980, identificou com base em uma amostra de 132 empresas no período entre 1982 e 1986 que empresas que adotam *poison pills* apresentam lucratividade menor do que empresas que não possuem essas cláusulas, o que estaria de acordo com a hipótese de entrincheiramento gerencial elaborada para análise dos efeitos desses mecanismos.

Com os resultados de estudos como o de Malatesta e Walkling (1988), seria natural a ocorrência de investigações que avaliassem tal fenômeno pela ótica do gerenciamento de resultados, levando em consideração que as *poison pills*, enquanto dispositivo de governança que acentua o entrincheiramento gerencial, devem reduzir os incentivos para gerenciamento de resultados (SMALL; KWAG; LI, 2015). O estudo de Easterwood (1998) constatou em uma amostra de 110 empresas no período entre 1985 e 1989, que empresas alvo de tomada de controle hostil apresentam maiores indícios de gerenciamento de resultados, aumentando sistematicamente os resultados reportados antes e depois do evento. Tal conduta, pode ser entendida como uma estratégia de defesa dos gestores, estando dessa forma de acordo com a hipótese de proteção dos administradores.

Jiraporn (2005) averiguou o impacto de mecanismos de defesa de controle acionário no gerenciamento de resultados em empresas estadunidenses, tomando como base 1.621 observações no período entre 1993 e 1998. Constatou que, dos quatro mecanismos examinados, dois apresentaram relação com a diminuição de indícios de gerenciamento de resultados (*poison pills* e quórum qualificado), um mecanismo apresentou relação com o aumento de *accruals* discricionários (*dual class stock*), enquanto um não apresentou relação significativa (*blank check preferred stock*). Além de o estudo de Jiraporn (2005) apontar uma diminuição de incentivos para gerenciamento de resultados na presença de mecanismos de proteção contra *takeover*, demonstrou que diferentes estruturas de defesa de controle acionário podem causar efeitos distintos no gerenciamento de resultados.

Zhao e Chen (2008) examinaram a relação entre mecanismos de proteção contra *takeover* e gerenciamento de resultados no período entre 1995 e 2002. Ao considerar as *poison pills* como *proxies* para mecanismos de proteção contra tomada de controle, encontraram que tais mecanismos estão associados com menor ocorrência de *accruals* discricionários anormais, por diminuírem os incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis. Da mesma forma, o estudo de Bhojraj, Sengupta e Zhang (2017) indicou que companhias com maior quantidade de mecanismos de defesa contra *takeover* são menos propensas a gerenciar seus resultados em comparação com empresas não protegidas, reforçando o argumento de que tais mecanismos

podem ajudar os gestores a ficarem menos suscetíveis a pressões de longo prazo, e por consequência, viabilizando ações que busquem a criação de valor a longo prazo.

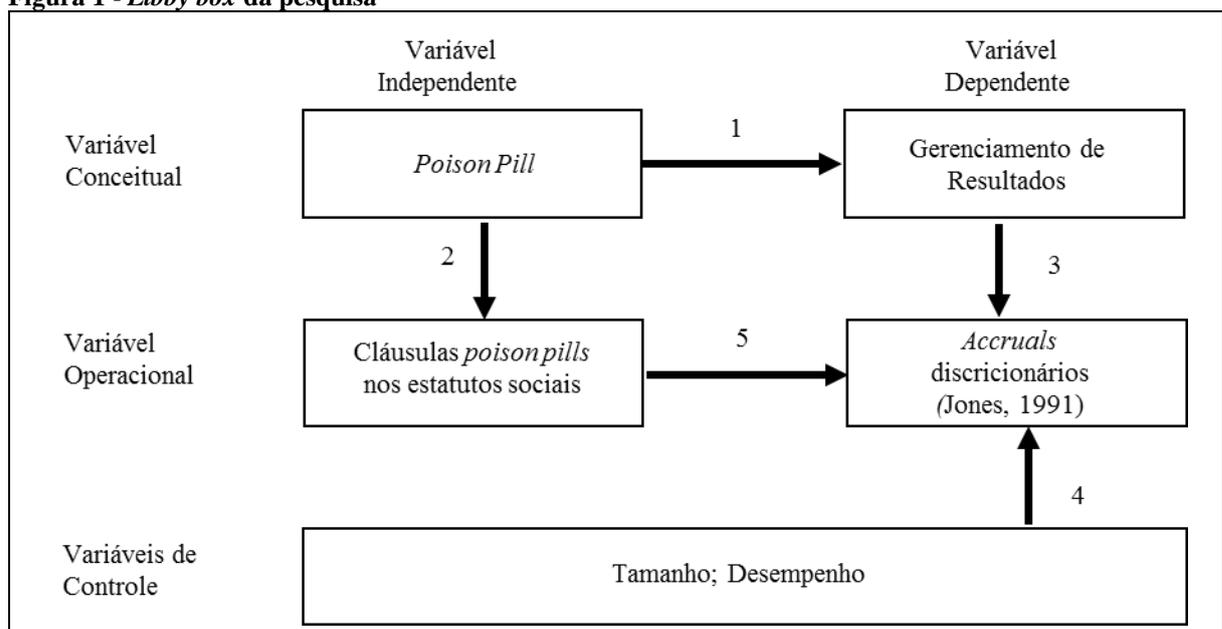
Resultados semelhantes foram encontrados nas investigações de Zhao, Chen e Yao (2009), Zhao *et al.* (2012) e Ge e Kim (2014), estando esses resultados de acordo com a hipótese do alinhamento de interesses mencionada por Zhao e Chen (2008) e por Ge e Kim (2014), a qual considera que uma maior proteção contra *takeover* diminui os níveis de gerenciamento de resultados por promover maior segurança aos gestores em suas posições atuais e, por consequência, diminuir a pressão pela obtenção de resultados no curto prazo, resultando em um alinhamento de interesses de longo prazo de gestores e acionistas.

Vale ressaltar que, em diversos dos estudos relatados (JIRAPORN, 2005; ZHAO; CHEN, 2008; ZHAO; CHEN; YAO, 2009), os autores consideram, com base nos resultados obtidos, que a redução de mecanismos contra *takeover* pode implicar em um aumento de gerenciamento de resultados e, por consequência, na diminuição da qualidade da informação reportada. Os estudos envolvendo *poison pills* e gerenciamento resultados foram realizados considerando o ambiente das empresas estadunidenses, em sua grande maioria, não sendo identificados estudos neste sentido no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Assim, considerando que a prática de *poison pills* também faz parte da realidade brasileira, e tendo por base o que acontece em outros mercados, a exemplo do mercado acionário dos Estados Unidos, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa: companhias brasileiras que utilizam *poison pills* apresentam níveis diferentes de gerenciamento de resultados daquelas que não utilizam essas cláusulas restritivas.

3 METODOLOGIA

Levando em consideração o objetivo da investigação, buscando verificar se companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa que utilizam *poison pills* apresentam diferentes níveis de gerenciamento de resultados, bem como a derivada hipótese de pesquisa, são identificadas nesse momento as variáveis que contribuem para fornecer resposta à questão de pesquisa. O relacionamento entre as variáveis conceituais, operacionais e de controle é descrito na Figura 1.

Figura 1 - Libby box da pesquisa



Fonte: elaborada pelos autores com base em Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

Com relação à variável independente, essa foi operacionalizada com a verificação das companhias que possuem em seus estatutos sociais cláusulas que possuem características de *poison pills*. A variável relativa ao *poison pills* foi estimada como sendo uma variável dicotômica (*dummy*), onde o 0 (zero) representa a inexistência da cláusula nos estatutos sociais e 1 (um) representa que existe a cláusula.

Para execução desse processo, recorreu-se inicialmente às informações apresentadas nas companhias por meio dos formulários de referência, mais especificamente no item 18.2 (descrição de eventuais regras estatutárias que limitem o direito de voto de acionistas significativos ou que os obriguem a realizar oferta pública). Após a coleta de dados, foi empreendida uma verificação na última versão disponível do estatuto social das empresas analisadas, buscando confirmar a consistência entre as informações presentes no formulário de referência e o estatuto vigente. Em consequência, a verificação realizada constatou inconsistências entre as informações presentes nos dois documentos. Diante disso, uma nova análise da presença de cláusulas estatutárias com características de *poison pills* foi realizada, dessa vez diretamente na versão mais atualizada no estatuto social das companhias analisadas, visando a obtenção de dados com maior fidedignidade.

Em alguns casos houve a inclusão da cláusula nos estatutos durante o período compreendido para as análises, sendo esta considerada no período em que houve a alteração. Também existiram casos em que não se localizou o estatuto para todo o período pretendido, sendo então deixados de lado estes períodos. Para algumas companhias as observações estão completas (2009 a 2014) e para outras as observações são parciais (2011 a 2014, por exemplo), o que resulta em uma quebra na identificação dessa variável para algumas observações. Tal análise foi realizada durante o mês de agosto de 2015, com a consulta a documentos disponíveis no sítio da BM&FBovespa. A revisão destas informações foi realizada em agosto de 2016.

Quanto à variável dependente, os *accruals* discricionários (*proxy* para gerenciamento de resultados) foram identificados com a aplicação do método de Jones (1991). A escolha do modelo de Jones (1991) ao invés do modelo de Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) se justifica pela necessidade de apuração dos *accruals* discricionários (erro da regressão) para cada companhia. Vale ressaltar, também, que o método de Jones (1991) é apontado como um dos métodos de cálculo de *accruals* mais utilizados em pesquisas publicadas nos periódicos brasileiros de contabilidade (MACHADO; BEUREN, 2014). Além disso, é importante destacar que todos os modelos sofrem críticas e modificações ao longo do tempo, sendo ambas partes integrantes do processo científico (PAULO, 2007).

Os dados necessários para o cálculo dos *accruals* discricionários foram coletados por meio do *software Bloomberg*[®], considerando a divulgação realizada pelas companhias referente aos exercícios de 2009 a 2014. A escolha do período a partir de 2009 deve-se ao fato de que a adoção completa das novas práticas contábeis no Brasil (*full IFRS*) tornou-se obrigatória a partir do ano de 2010 e com efeitos comparativos a 2009 (GRECCO, 2013). Vale ressaltar que os dados coletados foram inicialmente tratados visando a verificação da existência de dados extremos (*outliers*), a verificação da normalidade dos dados e a homogeneidade das variâncias. Após isso, os *accruals* discricionários foram calculados por meio do *software Gretl* (versão 1.10.1), no qual foi executada uma regressão de dados em painel. O modelo de Jones (1991) é operacionalizado de acordo com a formulação a seguir.

$$\frac{TA_{i,t}1}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que,

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa da empresa i no período t;

$A_{i,t-1}$ = ativo total da empresa i no período anterior;

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa i no período t ;

$PPE_{i,t}$ = representa o total de propriedade, plantas e equipamentos da empresa i no período t ;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$ = os coeficientes a serem estimados;

$\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro (*accruals* discricionários).

A seguir, para verificar se a existência de cláusula estatutária *poison pill* influencia nos níveis de gerenciamento de resultados, realizou-se a análise sobre o modelo geral para detecção de gerenciamento de resultados contábeis, proposto por McNichols e Wilson (1988) e utilizado por Dechow *et al.* (2012).

$$AD = \alpha + \beta(PART_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que,

$AD_{i,t}$ = *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

$PART_{i,t}$ = conjunto de variáveis particionadas que capturam os fatores que presumidamente motivam o gerenciamento dos *accruals* na empresa i no período t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = fatores aleatórios não relacionados à hipótese específica de gerenciamento de resultados da empresa i no período t .

Como variáveis de controle foram selecionadas o tamanho, desempenho, endividamento, rentabilidade e crescimento da receita líquida, conforme apresentado no Quadro 1.

Quadro 1 - Variáveis de controle

Variáveis	Operacionalização	Relação Esperada	Referências
Tamanho	Logaritmo natural do Ativo Total (LnA)	Negativa	Silva (2004); Jiraporn (2005); Zhao, Chen & Yao (2009); Barros (2012); Zhao <i>et al.</i> (2012); Ge e Kim (2014).
Desempenho	q de Tobin	Positiva	Jiraporn (2005); Jiraporn <i>et al.</i> (2008); Zhao, Chen & Yao (2009); Gunny (2010); Zhao <i>et al.</i> (2012); Almeida, Lopes e Corrar (2013); Bhojraj, Sengupta e Zhang (2017).
Endividamento	Relação entre exigível total e ativo total	Positiva	Jiraporn (2005); Zhao, Chen e Yao (2009); Barros (2012).
Rentabilidade	Retorno sobre o Ativo (ROA)	Positiva	Jiraporn (2005); Zhao, Chen e Yao, (2009); Barros (2012); Zhao <i>et al.</i> (2012).
Crescimento da Receita Líquida	$\frac{\text{Rec Líq}_{i,t} - \text{Rec Líq}_{i,t-1}}{\text{Rec Líq}_{i,t-1}}$	Positiva	Sincerre <i>et al.</i> (2016); Sibim (2017).

Fonte: elaborado pelos autores.

A hipótese de teste utilizada nesse estudo leva em considerado o quadro teórico de referência e as variáveis operacionais definidas na Figura 1 e prediz que:

H₁: companhias brasileiras que possuem cláusulas *poison pills* em seus estatutos sociais apresentam níveis de gerenciamento de resultados significativamente diferentes das que não utilizam essas cláusulas restritivas.

O argumento para assumir que as empresas com baixos níveis de gerenciamentos de resultados são aquelas utilizam cláusulas estatutárias para restringir a tomada hostil de controle acionário, deve-se ao fato dos gestores sentirem-se menos propensos assumirem atitudes que induzem a manipulação os resultados contábeis com objetivo de obter vantagens no curto prazo.

Assim, a maior proteção gerada pelas cláusulas *poison pills* tenderiam a diminuir as escolhas contábeis que levam à manipulação proposital do lucro, haja vista, que no Brasil, há estudos que reportam motivações para o gerenciamento de resultados como decorrentes de relações contratuais regulatórias (SIBIM, 2017).

As Motivações Contratuais são caracterizadas pelo monitoramento e regulação dos dispositivos contratuais entre as empresas e os *stakeholders*, por meio da utilização de informações contábeis (HEALY; WAHLEN, 1999). No entanto, os contratos não são capazes de prever todos os tipos de comportamentos específicos da gestão pós-contrato, criando oportunidades para mudanças de comportamentos oportunistas dos gestores (PIQUERAS, 2010). Assim, pode-se intuir que no cenário brasileiro a presença de cláusulas *poison pills* apresentem diferentes níveis de gerenciamento de resultados.

Com a obtenção dos dados necessários para operacionalização das variáveis independente, dependente e de controle, optou-se por realizar o teste da hipótese por meio do teste *t* para amostras independentes (FIELD, 2009), utilizando para essa finalidade o *software Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS)[®] (versão 21).

Quanto à amostra, foram selecionadas as companhias que negociaram ações na BM&FBovespa no período de 2009 a 2014 e que pertencem ao segmento Novo Mercado. Esse recorte é justificado por as cláusulas de proteção de tomada de controle hostil serem mais comuns em companhias listadas nessa categoria, além de que as características impostas nesse segmento exigem um percentual mínimo de circulação de ações ordinárias (*free float*), o que também facilitou a dispersão acionária das empresas listadas (NASCIMENTO, 2010; MONTEIRO, 2011; SOUZA, 2011). Deste conjunto, composto por 129 empresas, foram desconsideradas as empresas pertencentes ao setor financeiro (19), comumente excluídas deste tipo de análise, e empresas com dados insuficientes para a realização das análises (11), constituindo-se dessa forma uma amostra de 99 empresas, das quais 53 apresentaram cláusulas que caracterizam a existência de *poison pill* (48,5%) em pelo menos um dos períodos analisados e 51 não apresentaram cláusulas com tal característica (51,5%) em nenhum dos períodos analisados.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Inicialmente foram verificados os *outliers*, a normalidade dos dados e da homogeneidade das variâncias para o cálculo dos *accruals* discricionários. Após a tabulação dos dados e cálculo das variáveis necessárias para viabilização dos modelos, foi empreendida a verificação da existência de *outliers*, sendo realizada a correção dos mesmos pela substituição destes pelo valor da soma da média e dois desvios-padrão, conforme indicação de Field (2009).

Em relação à normalidade, após o ajuste dos *outliers* as variáveis se mostraram adequadamente comportadas. A verificação da normalidade segue o parâmetro dos valores entre -1 e +1 para assimetria e entre -3 e +3 para curtose, conforme indicado por Hair et al. (2005), além da análise gráfica para constatação da não violação da suposição de normalidade dos dados, tendo em vista que o teste de Kolmogorov-Smirnov, normalmente utilizado para testar a normalidade dos dados em grandes amostras, não indicou a normalidade, o que já era esperado, pois segundo Hair et al. (2009) estes testes são muito sensíveis em grandes amostras.

Nesse sentido, baseando-se no teorema do limite central, Wooldridge (2010) afirma que os estimadores do método MQO satisfazem a normalidade assintótica em amostras de tamanhos suficientemente grandes, ou seja, eles têm distribuição aproximadamente normal. Portanto, apesar do teste específico não apontar a normalidade, o pressuposto da normalidade é relaxado nas inferências sobre os parâmetros dos modelos, pois seus coeficientes são consistentes e não viesados assintoticamente.

Para a verificação da homogeneidade das variâncias, foi utilizado o Teste de Levene, que segundo Field (2009) é a tendência para verificação da homogeneidade das variâncias para

grupos de dados. No entanto, da mesma forma que no caso da normalidade, grandes amostras podem comprometer os resultados desse teste (FIELD, 2009). Assim, adicionalmente, utilizou-se a metodologia apontada por Field (2009, p. 117), que prescreve que onde o resultado da razão entre o grupo com maior variância e o grupo com a menor variância "... for menor que 2, é seguro afirmar que há homogeneidade das variâncias".

Na sequência, os dados foram importados para o *software* Gretl para realização da regressão de dados em painel, seguindo a descrição da Equação 1. Na análise, o *software* Gretl desconsidera as linhas que contenham alguma informação faltante (dados ausentes), sendo executado o modelo pelo MQO agrupado, utilizando 565 observações e 99 unidades de corte transversal, sendo os resultados apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 - Estimativas do Modelo de Jones (1991), período 2009-2014.

Variáveis	Coefficientes	Erro padrão	Razão-t	p-value
$1/ A_{i,t-1}$	24,595	43,216	0,569	0,570
$\Delta R_{i,t} / A_{i,t-1}$	-28,2042	32,123	-0,8780	0,380
$PPE_{i,t} / A_{i,t-1}$	-0,38539	0,047	-8,182	0,000*
Estatística F	82,443			0,000*
R ²		0,3031		

Fonte: Elaborado pelos autores.

* Significantes ao nível de 0,01.

O R² ajustado para a regressão indica um moderado poder explicativo dos *accruals* totais, sendo que somente a variável que representa o total de propriedade, plantas e equipamentos se mostrou representativa, indicando que apenas ela está estatisticamente relacionada aos *accruals* totais. No entanto, o objetivo do modelo é gerar os *accruals* discricionários (erro da regressão) para que sirvam de variável dependente na Equação 2. Porém, como o objetivo da pesquisa consistiu em verificar se os níveis de gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBovespa que possuem cláusulas estatutárias sobre *poison pills* que negociaram suas ações no período de 2009 a 2014 são diferentes das companhias que não utilizam essas cláusulas estatutárias, foi necessário classificar as companhias em *quintis* considerando os *accruals* discricionários. Desta forma, a variável dependente a ser incluída na Equação 2 são os *accruals* discricionários identificados a partir da aplicação da Equação 1.

Antes de executar o modelo final, verificou-se a existência de variáveis explicativas ou de controle autocorrelacionadas, o que resultou na retirada da variável de controle referente à rentabilidade (ROA), pois esta apresentou coeficiente de correlação elevado com a variável de controle *q* de Tobin. A escolha desta em detrimento àquela se deu pelo fato que o poder de explicação do modelo resultante com esta é superior ao poder de explicação do modelo com a utilização daquela. Os *accruals* discricionários também foram verificados quanto à normalidade, sendo que os mesmos atendem ao pressuposto. Porém, antes de apresentar os dados relativos aos resultados da análise, é importante destacar que ao executar o modelo MQO inicial, os testes de Breusch-Pagan e de Hausman indicaram que deveria ser utilizado o modelo de efeitos fixos. Na Tabela 2 são apresentados os resultados finais do modelo.

Tabela 2 - Análise dos Accruals Discricionários em Relação ao Poison Pills, período 2009-2014

Variáveis	Coefficientes	p-value
Constante	0,6588	0,154
<i>Poison Pills</i>	-0,0280	0,674
LnA	-0,0461	0,457
<i>q</i> de Tobin	0,0588	0,331

Endividamento	-0,5924	0,008***
Crescimento	0,0745	0,002***
Observações	374	
Estatística F	10,401	0,000
R ² LSDV	0,522	

Fonte: Elaborado pelos autores.

*** Significantes ao nível de 0,01.

O R² ajustado para a regressão apresentada na Tabela 2 indica um poder explicativo razoável dos *accruals* discricionários a partir das variáveis explicativas propostas, especialmente crescimento e endividamento. Percebeu-se, que à medida que são inseridas as variáveis de controle no modelo o R² aumenta, indicando que o último modelo possui um poder explicativo melhor que o primeiro (sem considerar variáveis de controle). Isso também é confirmado também pelos valores da estatística F, que num modelo sem as variáveis de controle nem alcança o nível mínimo de significância.

No entanto, os resultados apresentados indicam que a existência da cláusula estatutária não teve influência estatisticamente significativa sobre os níveis de *accruals* discricionários, mesmo quando incluída a variável referente ao desempenho (*q* de Tobin, crescimento e endividamento) e/ou ao tamanho (LnA). Este resultado é um indício de que a existência da cláusula estatutária *poison pill* não influencia no gerenciamento de resultados contábeis, o que se mostra um resultado oposto aos achados de pesquisas internacionais, como nos estudos de Jiraporn (2005), Zhao e Chen (2008) e Zhao, Chen e Yao (2009), que sugeriram que a utilização de mecanismos contra *takeover* interfere nos níveis de gerenciamento de resultados.

Como o resultado obtido por meio da análise de regressão de dados em painel não indicou influência da existência de cláusula estatutária *poison pill* nos *accruals* discricionários e, conseqüentemente, no gerenciamento de resultados, optou-se ainda por dividir a amostra em cinco partes iguais (quintis), sendo que cada parte foi composta por 113 observações válidas. Desta forma, as observações foram codificadas de 1 a 5, de acordo com o quintil ao qual fazem parte. Na Tabela 3 apresentam-se os parâmetros de distribuição. Na sequência, considerando que os *accruals* podem ser tanto positivos quanto negativos, os dois extremos (quintis 1 e 5) foram recodificados como sendo de gerenciamento de nível elevado (3). Os dois quintis seguintes (2 e 4) foram recodificados como sendo de gerenciamento de nível moderado (2) e o quintil central (3) foi codificado como sendo de gerenciamento de nível baixo (1), por estar mais próximo de zero.

Tabela 3 - Identificação dos níveis de gerenciamento

Quintis	Parâmetros (AD)		Nº Obs.	Média do AD	Níveis de gerenciamento	
	De	Até				
1	-0,85489	-0,17747	113	-0,3360	3	Elevado
2	-0,17747	-0,05326	113	-0,1046	2	Moderado
3	-0,05326	0,00223	113	-0,0158	1	Baixo
4	0,00223	0,12341	113	0,0653	2	Moderado
5	0,12341	0,77349	113	0,2687	3	Elevado

Fonte: Elaborado pelos autores.

Das 113 observações que foram classificadas como de baixo nível de gerenciamento, em 45 existem cláusulas e em 59 não. No caso das 226 observações que foram classificadas como de moderado nível de gerenciamento, em 80 existem cláusulas e em 124 não. Já no caso das 226 observações que foram classificadas como de elevado nível de gerenciamento, em 80 existem cláusulas e em 106 não.

Comparando os números de observações em cada um dos níveis com o total de observações, utilizando-se do teste Qui-Quadrado, ou adequação (*goodness of fit*), que segundo Marôco (2011, p. 99), “serve para verificar se duas ou mais amostras (ou grupos) independentes diferem relativamente a uma determinada característica, i.e., se a frequência com que os elementos da amostra se repartem pelas classes de uma variável nominal categorizada é ou não idêntica” constata-se que não existe diferença no número de observações entre os níveis de gerenciamento, como pode ser observado na Tabela 4.

Tabela 4 - Representatividade da amostra por níveis de gerenciamento

Nível de gerenciamento	Com cláusula			Sem cláusula		
	Nº observado	Nº esperado	Residual	Nº observado	Nº esperado	Residual
Baixo	45	44	1	59	60	-1
Moderado	80	87	-7	124	117	7
Elevado	89	83	6	106	112	-6
TOTAL	214	214	-	289	289	-
Qui-Quadrado			0,984			0,728
Significância assintótica			0,612			0,695

Fonte: Elaborado pelos autores.

Significância estatística segundo teste Qui-Quadrado ($p > 0,05$)

Levando-se em conta os resultados apresentados nas Tabelas 3 e 4, não foi possível constatar que a existência de cláusula estatutária *poison pills* diminuem os incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis, contrariando a hipótese de teste e estando em sentido oposto aos achados das pesquisas que foram realizadas em companhias dos Estados Unidos (JIRAPORN, 2005; ZHAO; CHEN, 2008; ZHAO; CHEN; YAO, 2009; ZHAO *et al.*, 2012; GE; KIM, 2014; BHOJRAJ; SENGUPTA; ZHANG, 2017), que encontraram indícios de que companhias que utilizam as cláusulas estatutárias *poison pills* possuem menor nível de gerenciamento de resultados em comparação às companhias que não utilizam essas cláusulas restritivas.

5 CONCLUSÕES

Estudos utilizando variáveis para explicar as motivações para o gerenciamento de resultado no cenário brasileiro são recorrentes nos últimos nos últimos anos. No entanto, a associação entre cláusulas de *poison pills*, como proxies de mecanismos de proteção contra tomada de controle acionária, com a ocorrência de *accruals* discricionários anormais, caracteriza-se como um campo de observação teórica e empírica como potencial de explicar os incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis.

Esse estudo verificou se companhias brasileiras que negociam suas ações na BM&FBovespa e que possuem cláusulas estatutárias sobre *poison pills* apresentam diferentes níveis de gerenciamento de resultados em comparação àquelas companhias que negociam na BM&FBovespa e não possuem cláusulas *poison pills*. Para isso, foram investigadas 99 empresas enquadradas no segmento Novo Mercado, considerando-se para o cálculo dos *accruals* discricionários o modelo de Jones (1991) e as informações referentes ao período de 2009 a 2014.

A análise dos dados indicou a inexistência de indícios de que, no cenário brasileiro, companhias que possuem cláusulas estatutárias *poison pills* apresentam níveis de gerenciamento de resultados significativamente diferentes das empresas que não possuem tal mecanismo de proteção do controle acionário, tendo sido rejeitada a hipótese da pesquisa, e estando de encontro ao observado em pesquisas realizadas em companhias dos Estados Unidos, como em Jiraporn (2005), Zhao, Chen e Yao (2009) e Ge e Kim (2014).

Em consequência, esse resultado significa que não foi possível afirmar que uma inclusão de mecanismos de proteção contra *takeover* hostil (no caso, *poison pills*) pode beneficiar os atuais detentores dos instrumentos patrimoniais de companhias brasileiras ao facilitar o alinhamento de interesses de longo prazo de gestores e acionistas por meio do aumento da qualidade da informação contábil.

Uma possível explicação para a ocorrência de resultados diferentes ao observado em estudos semelhantes pode estar ligada às características específicas do mercado acionário brasileiro, em comparação às características do mercado acionário estadunidense. Enquanto em economias mais desenvolvidas observa-se predominância de arranjos societários mais pulverizados e, dessa forma, mais permissivos à aquisição de controle acionário, como é o caso dos Estados Unidos, a realidade brasileira é tradicionalmente vinculada à predominância de esforços das companhias para a manutenção de controle e concentração de propriedade, mesmo com a existência de companhias eminentemente públicas (VIEIRA; MARTINS; FÁVERO, 2009). Tal característica pode ter como efeito que a existência de cláusulas *poison pills* nessas companhias não seja considerado fator significativo para motivar um comportamento diferente dos gestores na realização de gerenciamento de resultados, visto a existência de outros fatores que inibem a tomada de controle hostil.

Como contribuição teórica, este estudo apresenta elementos condizentes com aspectos conceituais e características das cláusulas contratuais *poison pills*, que acabam envolvendo a separação da propriedade de controle e assimetria de informação. Ainda, os achados têm potencial para servir de referência e ponto de partida para a expansão de pesquisas na área de Contabilidade que envolvam este mecanismo de controle, visto a escassez de estudos empíricos que explorem a relação entre gerenciamento de resultados e mecanismos *anti-takeover* no Brasil.

Ainda, os achados dessa investigação podem ser utilizados como referência para estudos a serem realizados futuramente, buscando verificar se haverá aumento da relevância das cláusulas *poison pills* na prática de gerenciamento de resultados contábeis como consequência de uma possível evolução do mercado acionário local, mais especificamente com o aumento de companhias com capital pulverizado. Nesse sentido, podem ser possibilitados estudos que envolvam diferentes setores, comparações entre companhias com elevada e baixa concentração de propriedade, em companhias familiares e não familiares, entre níveis distintos de governança corporativa, assim como, realizar comparações com companhias de outros países que possuam características semelhantes ao Brasil em seu mercado acionário.

Outrossim, ressalta-se a situação incidental ocorrida na aplicação dos procedimentos metodológicos, mais especificamente durante a extração de informações dos Formulários de Referência elaborados pelas companhias e disponibilizados pela BM&FBovespa. A experiência empírica com relação à coleta de dados do item 18.2 do Formulário de Referência mostrou inconsistências na confrontação desses dados com os estatutos sociais das companhias. Assim, em estudos futuros é prudente a realização de verificações em outras fontes de informação, de modo a garantir maior consistência sobre características das companhias estudadas e, conseqüentemente, nos resultados obtidos.

Como recomendações para futuras pesquisas, sugere-se o aprofundamento das análises empreendidas considerando os “gatilhos” e os prêmios previstos pelas companhias nas cláusulas estatutárias *poison pill* e, principalmente, considerando a sua estrutura de controle, a existência ou não de acordos de acionistas e o *free float* existente, além de estudos que comparem o comportamento de companhias brasileiras que possuam ou não esse mecanismo diante da possibilidade de ocorrência de uma tomada de controle hostil.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, José Elias Feres de; LOPES, Alexsandro Broedel; CORRAR, Luiz João. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice *market-to-book*. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 44-62, 2013.
- BARROS, Claudio Marcelo Edwards. **Gerenciamento de resultados contábeis e qualidade de governança corporativa: um estudo empírico em empresas brasileiras de capital aberto**. 2012. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012.
- BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha; ZHANG, Suning. Takeover defenses: Entrenchment and efficiency. **Journal of Accounting and Economics**, v. 63, n. 1, p. 142-160, 2017.
- BRUNER, Robert F. **The poison pill anti-takeover defense: the price of strategic deterrence**. Charlottesville, VA: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysis, 1991.
- DAVIS, Gerald F. Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. **Administrative Science Quarterly**, v. 36, n. 4, p. 583-613, 1991.
- DECHOW, Patricia M. et al. Detecting earnings management: A new approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275-334, 2012.
- DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.
- EASTERWOOD, Cintia M. Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. **Journal of Applied Business Research**, v. 14, n. 1, p. 29-48, 2011.
- FIELD, Andy. **Descobrimdo a estatística usando o SPSS**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1, p. 255-307, 2001.
- GE, Wenxia; KIM, Jeong-Bon. Boards, takeover protection, and real earnings management. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 43, n. 4, p. 651-682, 2014.
- GRECCO, Marta Cristina Pelucio. **O efeito da convergência brasileira às IFRS no gerenciamento de resultados das empresas abertas não financeiras**. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2013.
- GUAN, L.; WRIGHT, C. J.; SUN, L. Earnings management in targeted hostile takeover firms. **Journal of Forensic Accounting**, v. 5, n. 2, p. 421-432, 2004.
- GUNNY, Katherine A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.

HAIR, Joseph F., Jr. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAIR, Joseph F., Jr. et al. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

KABIR, Rezaul; CANTRIJN, Dolph; JEUNINK, Andreas. Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: An empirical analysis. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 2, p. 97-109, 1997.

JARRELL, Gregg A.; BRICKLEY, James A.; NETTER, Jeffrey M. The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 2, n. 1, p. 49-68, 1988.

JIRAPORN, Pornsit. An empirical analysis of corporate takeover defences and earnings management: evidence from the US. **Applied Financial Economics**, v. 15, n. 5, p. 293-303, 2005.

JIRAPORN, Pornsit. et al. Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. **International Review of Financial Analysis**, v. 17, n. 3, p. 622-634, 2008.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

LIBBY, Robert; BLOOMFIELD, Robert; NELSON, Mark W. Experimental research in financial accounting. **Accounting, Organizations and Society**, v. 27, n. 8, p. 775-810, 2002.

MACHADO, Débora Gomes; BEUREN, Ilse Maria. Gerenciamento de resultados: análise das publicações em periódicos brasileiros de contabilidade. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 33, n. 1, p. 19-36, 2014.

MALATESTA, Paul H.; WALKLING, Ralph A. Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 20, January-March, p. 347-376, 1988.

MARÔCO, João. **Análise estatística com o SPSS Statistics**. 5. ed. Pero Pinheiro: Report Number, 2011.

MARTINS, Vinícius Gomes; PAULO, Edilson; MONTE, Paulo Aguiar do. O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil? **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 3, p. 73-90, 2016.

MASSOUDI, Arash. Mylan readies its poison pill defences. **Financial Times**. Companies, Health, Pharmaceuticals. 2015. Disponível em <<https://www.ft.com/content/fa5ffe02-e90c-11e4-b7e8-00144feab7de>>. Acesso em 19 mai. 2015.

McNICHOLS, Maureen; WILSON, G. Peter. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, n. 1, p. 1-31, 1988. doi:10.2307/2491176.

MONTEIRO, Marco Antonio Papera. **Um estudo sobre a utilização de poison pills no Brasil**. 2008. Dissertação (Mestrado em Economia Empresarial) - Faculdade de Economia, Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro, 2008.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle**. 2010. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PIQUERAS, Tatiana Madeira. **Relação das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável (*book-tax differences*) e gerenciamento de resultados no Brasil**. 2010. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.

RHEE, Eunice Y.; FISS, Peer C. Framing controversial actions: Regulatory focus, source credibility, and stock market reaction to poison pill adoption. **Academy of Management Journal**, v. 57, n. 6, p. 1734-1758, 2014.

SIBIM, Marcela Caroline. **Gerenciamento de resultados e risco de crédito: estudo em companhias que negociam na BM&FBovespa**. 2017. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2017.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

SINCERRE, Bianca Piloto et al. Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 291-305, 2016.

SMALL, Kenneth; KWAG, Seung Woog; LI, Joanne. Do shareholder rights influence managerial propensity to engage in earnings management? **Journal of Economics and Finance**, v. 39, n. 2, p. 308-326, 2015.

SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra de. **A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira**. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

THOMSEN, Steen; PEDERSEN, Torben. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 689-705, 2000.

VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 6-24, 2009.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

ZHAO, Yijiang; CHEN, Kung H. The influence of takeover protection on earnings management. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 35, n. 3-4, p. 347-375, 2008.

ZHAO, Yijiang; CHEN, Kung H.; YAO, Lee J. Effects of takeover protection on earnings overstatements: evidence from restating firms. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 33, n. 4, p. 347-369, 2009.

ZHAO, Yijiang et al. Takeover protection and managerial myopia: Evidence from real earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, n. 1, p. 109-135, 2012.