

Trabalho de Conclusão de Curso (2024)

INFLUÊNCIA DAS POISON PILLS NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES OPERACIONAIS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Anna Clara da Silva¹
Yuri Gomes Paiva Azevedo²

Resumo: O objetivo deste estudo é analisar a influência das *poison pills* no gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais no mercado acionário brasileiro. A amostra consiste em 195 empresas, excluindo instituições financeiras e aquelas com patrimônio líquido negativo ou dados incompletos. Os dados foram coletados nos estatutos sociais da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e na base de dados da Thomson Reuters, entre 2010 e 2022. As análises incluem uma análise descritiva relacionadas ao gerenciamento de resultados, além do teste estatístico de correlação de Spearman e regressões lineares múltiplas com dados dispostos em painel com efeitos fixos e robustos à heterocedasticidade. Os resultados mostraram que, apesar da ausência de influência significativa das *poison pills* nas decisões de produção e fluxo de caixa operacional, há uma associação significativa e com sinal positivo para o gerenciamento de despesas discricionárias. Como análise adicional, foi possível identificar também que a presença de cláusulas péticas está relacionada a um aumento no gerenciamento de resultados, indicando possíveis práticas prejudiciais à qualidade da informação contábil.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Entrincheiramento gerencial. *Poison Pill*. Decisões operacionais.

1 INTRODUÇÃO

Com a abertura do capital e a pulverização de suas ações, muitas companhias negociadas na bolsa de valores passaram por preocupações sobre a possibilidade da perda de controle da gestão (Ferreira, 2018). Caso não se preservem a maioria de suas ações ordinárias, há o risco de ceder o controle acionário (Ambrozini, 2015). Como alternativa, o que atualmente é uma das estratégias mais utilizadas pelos gestores, as chamadas *poison pills*, ou pílulas de veneno, surgiram como mecanismo de defesa contra as ofertas de aquisições hostis.

De acordo com Oioli (2010), as *poison pills* são cláusulas nos estatutos sociais das empresas que buscam dificultar ofertas inesperadas de aquisição, também intituladas de aquisições hostis. Em alguns casos, isso requer uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) visando a compra da totalidade das ações em circulação, tornando-as não apenas um obstáculo, mas também mais onerosas. Nesse sentido, a adoção de *poison pills* tem como seu maior benefício a proteção contra a natureza inesperada das aquisições hostis para a tomada de controle, como também, o poder de negociação dos acionistas (Maestri, 2011).

No Brasil, questiona-se a aplicação e eficácia desse mecanismo protetivo, suscitando dúvidas sobre possíveis deturpações, conforme indicado por Martins (2015).

¹ Bacharelando em Ciências Contábeis.

² Professor vinculado ao Curso de Ciências Contábeis da UFERSA, membro do projeto de pesquisa contabiliDados. [lattes.cnpq.br/4060685200362433]

Isso acontece, pois, muitas companhias abertas brasileiras incluem em seus estatutos cláusulas que tornam as pílulas de veneno irrevogáveis, gerando questionamentos sobre os motivos por trás dessas táticas protetivas (Ambrozini, 2015), tendo em vista o possível entrincheiramento gerencial e o envolvimento em práticas de gerenciamento de resultados (Azevedo *et al.*, 2020).

O gerenciamento de resultados é entendido como o ato feito pelos gestores de manipular as informações contidas nas demonstrações contábeis, com o intuito de publicar resultados superiores, ou até mesmo, inferiores ao que a companhia apurou. Como afirma Cupertino (2013), o gerenciamento de resultados refere-se à escolha do gestor por métodos contábeis ou por atividades operacionais, que afetam o lucro que visam atingir propósitos específicos aos que realmente foram apurados. Esses métodos são categorizados em gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Assim, essa manipulação das demonstrações faz com que a qualidade da informação contábil diminua.

A relação entre gerenciamento de resultados e a adoção de *poison pills* no âmbito brasileiro já foi investigada por Azevedo *et al.* (2020), que constataram que as *poison pills* com cláusulas péticas adotadas pelas companhias abertas brasileiras têm impacto na redução da qualidade da informação contábil. Isso se deve à relação positiva entre a utilização dessa estratégia de defesa contra aquisições inesperadas e o uso de *accruals* discricionários. No entanto, tendo em vista que os gestores também podem gerenciar resultados por meio de decisões operacionais, verifica-se uma lacuna na literatura no que tange à influência da adoção de *poison pills*, bem como cláusulas péticas, na prática de gerenciamento de resultados no mercado acionário brasileiro.

Nesse sentido, o objetivo principal desta pesquisa é investigar como as *poison pills* influenciam no nível de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas companhias abertas brasileiras. Para isso, serão utilizados dados disponibilizados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como na base de dados Thomson Reuters ao longo do período de 2010 a 2023.

A importância da pesquisa reside na possibilidade de preencher lacunas na literatura sobre a influência do nível de gerenciamento de resultado por meio de decisões operacionais no âmbito brasileiro, além de estimular o interesse e discussões acerca dessas questões no meio acadêmico e social.

Ademais, a pesquisa visa contribuir para o avanço prático no ambiente corporativo por meio de métodos exploratórios, evidenciando a necessidade de informação contábil de qualidade. Colaborando também com os investidores, analistas e outros usuários da informação que baseiam suas decisões nos demonstrativos contábeis, os quais, quanto mais gerenciados, mais distantes estarão da realidade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Como definição clássica, por Schipper (1989), o gerenciamento de resultados é uma intervenção proposital nos relatórios financeiros, com a intenção de obter benefícios particulares. Similarmente, Healy e Wahlen (1999) definem o gerenciamento de resultados como um conjunto de práticas que os gestores utilizam, por meio de seu próprio julgamento, para manipular os relatórios financeiros e a estrutura das transações, com o objetivo de alterar as demonstrações financeiras. Isso é feito com a finalidade de influenciar a compreensão dos stakeholders sobre o desempenho das atividades da empresa ou para cumprir cláusulas contratuais que dependem dessas práticas contábeis, como as cláusulas contratuais de dívida.

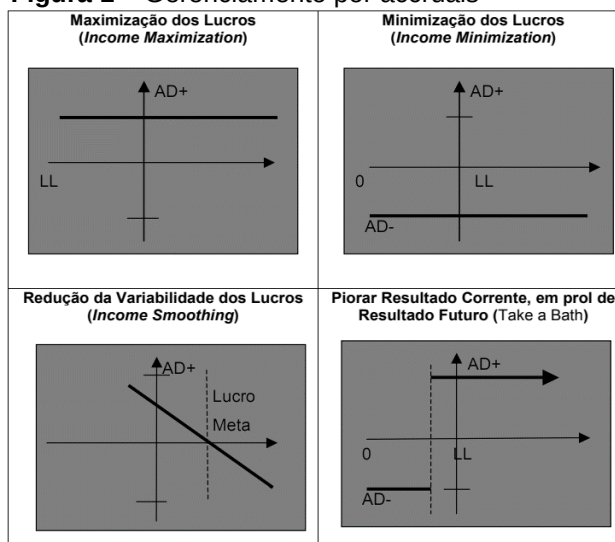
Vários fatores podem incentivar o uso do gerenciamento de resultados como ferramenta de apoio à gestão empresarial. De acordo com Martinez (2001), os incentivos para o gerenciamento de resultados em uma empresa derivam de motivações relacionadas ao mercado de capitais, com o propósito de modificar a percepção do risco em investir nas

ações da empresa. Além disso, há incentivos contratuais, partindo do pressuposto de que a contabilidade é usada para regular e monitorar os contratos entre a empresa e os stakeholders. Também existem motivações regulamentares e minimização de custos políticos, maximização das riquezas dos gestores ou minimização do custo de capital.

Uma das práticas do gerenciamento de resultados ocorre por meio de *accruals*. Os *accruals* envolvem manipulações nas informações contábeis, enquanto o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais está diretamente relacionado às atividades da empresa, como afetar o fluxo de caixa (Martinez, 2013). Uma das práticas do gerenciamento de resultados ocorre por meio de *accruals*. Os *accruals* envolvem manipulações nas informações contábeis, enquanto o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais está diretamente relacionado às atividades da empresa, como afetar o fluxo de caixa (Martinez, 2013). O gerenciamento por decisões operacionais ocorrer antes do gerenciamento por *accruals* discricionário, uma vez que as operações ocorrem durante o exercício, enquanto por *accruals* pode ser feito por meio de escolhas contábeis, modificando as informações contidas nas demonstrações financeiras tanto durante quanto após o final do exercício, mas antes de sua publicação. O efeito do gerenciamento de resultado por *accruals* tem efeito imediato e direto nos resultados contábeis, em contrapartida o gerenciamento por decisões operacionais existe um certo grau de incerteza quanto ao seu impacto (Rodrigues; Paulo; Melo, 2017). Nesse sentido, foi evidenciado que a totalização dos *accruals*, ou seja, a soma dos *accruals*, representa a diferença entre o fluxo de caixa e o lucro da empresa (Joia; Nakao, 2014). Nesse sentido, foi evidenciado que a totalização dos *accruals*, ou seja, a soma dos *accruals*, representa a diferença entre o fluxo de caixa e o lucro da empresa (Joia; Nakao, 2014).

No que se diz respeito aos tipos de gerenciamento por *accruals*, Martinez (2001) classificou em três categorias, sendo elas: *Target earnings*, que tem como objetivo aumentar ou diminuir os resultados contábeis para atingir suas metas estipuladas para aquele exercício; *Income smoothing*, onde o gerenciamento busca reduzir a variação dos resultados das demonstrações contábeis, tendo como propósito manter os resultados sem grandes flutuações; e o *Big Bath Accounting*, que tem como intuito reduzir o lucro corrente, de forma a aumentar o lucro no futuro.

Figura 1 – Gerenciamento por accruals



Fonte: Martinez (2001).

No estudo de Roychowdhury (2006), são identificados três métodos de gerenciamento por decisões operacionais: a manipulação de vendas, onde gestores buscam temporariamente elevar as vendas oferecendo descontos ou condições de crédito mais vantajosas; a superprodução, na qual empresas industriais fabricam mais do que a demanda prevista para aumentar os lucros; e a redução de despesas discricionárias, como

pesquisa, desenvolvimento, publicidade e manutenção, que são contabilizadas no mesmo período em que são incorridas, possibilitando às empresas diminuir tais despesas para elevar os lucros.

É importante frisar que, apesar de envolver manipulação nos resultados, o gerenciamento de resultados não é considerado uma fraude, pois opera dentro dos limites impostos pelos órgãos reguladores. No entanto, é possível que a prática de gerenciar as informações contábeis divulgadas pela empresa possa sim afetar a qualidade da informação, assim como enviesar a tomada de decisões por parte dos *stakeholders* (Gonçalves; Gaio; Santos, 2019).

Dentro do universo dos resultados gerenciais, uma das formas que podem influenciar — ou não — os gerenciamentos de resultados são as *poison pills*, que serão abordadas no próximo tópico.

2.2. POISON PILLS

No contexto do mercado de ações, um dos maiores receios para os acionistas controladores, nas companhias que os possuem, é a possibilidade de uma oferta de aquisição inesperada, conhecida no mercado como *takeover hostil* (Ambrozini, 2015). Ambrozini (2015) explica que as *poison pills* são mecanismos jurídicos utilizados como proteção *anti-takeover*, que têm o objetivo de proteger os acionistas, evitando que percam o controle de suas companhias de forma abrupta durante processos de aquisição.

Na maioria das fusões e aquisições, os diretores da empresa que está adquirindo e da empresa-alvo concordam em finalizar um acordo satisfatório e amigável para ambas as partes interessadas (Sunder, 2013). No entanto, em caso de negociação insatisfatória ou *takeover hostil*, as *poison pills* são implementadas para dificultar a realização de aquisições hostis. No contexto brasileiro, elas exigem que potenciais compradores realizem uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) para adquirir uma determinada porcentagem das ações em circulação, caso desejem ultrapassar o percentual de ações estipulado no estatuto da empresa. Isso cria um desestímulo ao tornar as aquisições menos atrativas e mais onerosas para os interessados (Maestri, 2011; Ambrozini, 2015).

Ressalta-se que as *poison pills* implementadas no Brasil são distintas das implementadas nos Estados Unidos. Nesse último contexto, as *poison pills* consistem em um plano de direitos aos acionistas que exclui o adquirente. Assim, ao adotar essas pílulas, esses direitos são anexados às ações e, com isso, negociados em conjunto com as ações (Sunder, 2013). Da mesma forma, Sunder (2013) explica que, quando as pílulas são ativadas, duas opções se tornam possíveis: a *flip-in pill*, que, é o mais utilizado atualmente, quando ativada, dá aos acionistas que já detêm o controle a possibilidade de comprar ações da empresa-alvo com grandes descontos, tornando a aquisição pelos adquirentes mais custosa, devido à introdução de mais ações no mercado; e a *flip-over pill* é ativada quando o adquirente ultrapassa o limite de participação acionária ou faz uma oferta de fusão, permitindo que acionistas da empresa-alvo comprem ações da empresa adquirente com grandes descontos, transferindo assim riqueza para a empresa que estava com as ações em foco.

As *poison pills* são mecanismos eficazes de defesa contra aquisições hostis, tanto por permitir que se tenha uma rápida alteração na administração da empresa-alvo com baixo custo, caso o adquirente não tenha feito uma oferta e ativado a pílula. Isso faz com que o adquirente se sinta pressionado a negociar diretamente com o conselho. Além disso, as *poison pills* tornam as aquisições mais caras e desestimulam a compra. Sendo assim, é possível notar que, a criação desse mecanismo tem como intuito a preservação dos interesses dos acionistas e seus direitos, além de ter a grande intenção de proporcionar maiores retornos (Jarrell; Brickley; Netter, 1988; Maestri, 2011).

No Brasil, há uma perspectiva diferente em relação às pílulas de veneno, visto que ao contrário de proteger os acionistas minoritários, as *poison pills* podem mantê-los sempre vinculados ao mesmo grupo de controle (Martins, 2015). Além disso, por serem cláusulas no estatuto social, as *poison pills* também exigem que o investidor faça uma Oferta Pública

de Aquisição (OPA) para comprar a totalidade das ações da companhia, caso deseje adquirir um percentual além de um determinado limite (Leal; Carvalho; Iervolino, 2015). Isso pode evidenciar um possível entrincheiramento gerencial e o envolvimento em práticas de gerenciamento de resultados, resultando, conseqüentemente, em uma menor qualidade das informações contábeis (Azevedo et al., 2020).

2.3. HIPÓTESE DA PESQUISA

A Teoria da Agência estabelece que, em relação ao conflito de agência, sempre haverá alguma divergência de acordos entre o agente e aqueles que maximizariam o bem-estar individual (Jensen; Meckling, 1976). Um exemplo de ações que podem gerar conflitos de agência ou de interesses são as manipulações das atividades reais, que Roychowdhury (2006) define como desvios das práticas operacionais normais. Essas manipulações são motivadas pelos interesses dos gestores de ‘maquiar’ informações para algumas das partes stakeholders, de modo a fazê-los acreditar que certas metas financeiras foram cumpridas ao longo do exercício das operações. Logo, é provável que se envolvam em práticas de gerenciamento de lucros reais para maximizar seus benefícios privados (Roychowdhury, 2006).

Estudos na área têm demonstrado que dispositivos *anti-takeover*, como as pílulas de veneno, quando combinados às cláusulas péticas, estão positivamente relacionados com os *accruals* discricionários (Azevedo, 2020). Sugerindo que empresas que utilizam esses mecanismos tendem a realizar gerenciamento de resultados através de ajustes contábeis, com o objetivo de influenciar determinadas partes interessadas nas informações da companhia. Contudo, considerando que os gestores além de gerenciar os resultados por meio das demonstrações financeiras, eles podem também manipular essas informações por meio de decisões operacionais, é possível notar uma lacuna na literatura quando se refere à influência da adoção das *poison pills*, em conjunto das cláusulas péticas, na prática de gerenciamento de resultados no Brasil, contribuindo possivelmente para o entrincheiramento gerencial. Sendo necessária uma investigação para identificar os níveis de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas companhias de capital aberto brasileiras.

No contexto nacional, apesar de as *poison pills* reduzirem o risco de *takeover* hostil, aquelas com cláusulas péticas podem contribuir para possíveis entrincheiramentos gerenciais. Essas cláusulas, adotadas nos estatutos sociais, tornam sua remoção impossível, visto que quando um acionista solicita a remoção ou alteração delas, é necessário realizar uma oferta pública de aquisição para adquirir a totalidade das ações. Esse cenário proporciona aos gestores ineficientes uma sensação de segurança em suas posições atuais. Como resultado, esses gestores tendem a adotar estratégias que buscam vantagens pessoais, como o gerenciamento de resultados — seja elevando-os ou reduzindo-os — buscando garantir sua permanência na diretoria executiva e/ou conselho. Logo, isso pode acarretar custos adicionais de agência para os acionistas, sem necessariamente levar a redução de conflitos entre gestores e acionistas (Azevedo; Nakao, 2019; Azevedo, 2020).

Dessa forma, quando há o entrincheiramento gerencial em uma empresa, existe uma maior liberdade para a manipulação das informações; ou melhor, o gerenciamento de resultados tende a se tornar mais frequente, uma vez que é percebido pelos gestores os ganhos de vantagens pessoais (Banko et al., 2013). Assim, é possível que alguns dos métodos utilizados para manipular essas informações estejam relacionados a um elevado número de vendas de forma temporária, por conta dos descontos oferecidos, ou à redução de despesas discricionárias, como foi abordado por Roychowdhury (2006), isto é, ao gerenciamento por decisões.

Nessa perspectiva, a relação entre a adoção de *poison pills* e o nível de gerenciamento de resultados corrobora a possibilidade de entrincheiramentos gerenciais (Azevedo; Nakao, 2019). Assim, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Empresas que adotam *poison pills* são mais propensas a gerenciar resultados por atividades reais.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Os dados necessários para analisar a influência das *Poison Pills* no nível de gerenciamento por meio de decisões operacionais foram coletados nos estatutos sociais disponibilizados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) das companhias abertas listadas e negociadas na Bolsa Brasil, Balcão (B3), bem como na base de dados Thomson Reuters Eikon.

A amostra é composta por 195 companhias listadas na B3. Todavia, é válido ressaltar que, companhias do setor financeiro, como bancos, instituições financeiras e seguradoras, foram excluídas da amostra por apresentarem particularidades na estrutura patrimonial e operacional. Além daquelas que apresentaram patrimônio líquido negativo, e com dados incompletos para avaliar o nível de gerenciamento de resultados.

3.2 VARIÁVEIS

Segundo Maestri (2013), para a compreensão dos "poison pills" são necessárias algumas informações básicas, incluindo a ocorrência de uma oferta hostil, a dispersão acionária da companhia e a tentativa de desestímulo à compra de um percentual significativo de participação por não controladores. Destaca-se também, os benefícios que os "poison pills" proporcionam aos investidores, com foco na proteção *anti-takeover* e no aumento do poder de negociação deles.

A manipulação por decisões operacionais é realizada ao longo do exercício financeiro, impactando diretamente o fluxo de caixa. Isso ocorre porque tais decisões exigem maiores gastos financeiros, conforme afirmado por Cupertino (2013). Assim, durante o exercício, é possível observar possíveis distorções nas demonstrações contábeis.

No estudo de Roychowdhury (2006), observa-se uma centralização em três métodos para relatar o gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Esses métodos incluem: manipulação de vendas, aumento das produções e redução das despesas discricionárias. Sendo assim, para estimar essas manipulações por decisões operacionais será utilizado modelos específicos propostos por Roychowdhury (2006).

Para estimar os custos anormais de produção (*AbPROD*), foi utilizada a seguinte regressão:

$$\frac{AbPROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{VENDAS_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta VENDAS_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta VENDAS_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \mu_{i,t}$$

Em que: *AbPROD* é o somatório das mercadorias vendidas (CMV) e a variação de estoque (ΔEST). *A* é o total de ativos. *VENDAS* é a venda líquida e $\Delta VENDAS$ é a variação das vendas líquidas.

Para estimar o fluxo de caixa anormal das operações (*FCO*), foi utilizada a seguinte regressão:

$$\frac{AbFCO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{VENDAS_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta VENDAS_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \mu_{i,t}$$

Por fim, para estimar o gerenciamento de resultados por meio das despesas discricionárias (*DESPDISC*), foi utilizada a seguinte regressão:

$$\frac{AbDISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{VENDAS_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \mu_{i,t}$$

Em que: *AbDISEXP* são despesas discricionárias. *A* é o total de ativos e *VENDAS* é a venda líquida.

3.3 MODELO ECONOMETRICO

Neste estudo, será utilizado o método de regressão em dados em painel para examinar a influência das *poison pills* no nível de gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado acionário brasileiro. Assim, o modelo adotado é o seguinte:

$$GRDO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Poisonpill_{i,t} + \sum \beta_j Controles_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Em que $GRDO_i$ representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais da companhia *i*, $Poisonpill_i$ é uma variável dummy para indicar a presença da poison pill na companhia *i*. Com relação às variáveis de controle, elas incluem o grau de alavancagem, medido pela razão entre passivo e ativo total, a rentabilidade da companhia, medido pela razão lucro líquido e ativo total, tamanho da companhia, logaritmo natural do ativo total, governança corporativa, sendo representada por uma *dummy* dos níveis diferenciados de governança (nível 1, nível 2 e novo mercado) e qualidade da auditoria, medido pela *dummy big four*.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1. ANÁLISE DESCRITIVA

Observa-se na Tabela 1 que as variáveis escolhidas para a análise descritiva relacionada às áreas de gerenciamento apresentaram, em média, um baixo nível de atuação. No entanto, o padrão de gerenciamento varia entre as empresas.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variáveis	Obs	Média	Desv. Pad.	Min.	Max
AbPROD	2067	0.002	0.132	-0.894	0.997
AbCFO	2067	-0.003	0.099	-0.463	0.93
AbDISEXP	2067	0.006	0.099	-0.539	0.923
Poison Pill	2067	0.265	0.441	0	1
Cláusula Pétrea	2067	0.147	0.354	0	1
Rentabilidade	2067	0.02	0.136	-1.387	1.396
Endividamento	2067	0.323	0.299	0	3.807
Tamanho	2067	21.724	1.845	16.185	27.618
Tangibilidade	2067	0.265	0.217	-0.416	0.904
Market-to-book	2067	5.872	71.289	-211.836	2233.748
Prejuízo	2067	0.279	0.448	0	1

Fonte: Dados da pesquisa

No caso da variável referente à Produção (AbPROD) e das despesas discricionárias (AbDISEXP), as médias foram, respectivamente, 0,002 e 0,006. O sinal positivo indica que as companhias, em média, buscam aumentar os lucros publicados, diferentemente do fluxo de caixa operacional (AbCFO), cuja média apresentada foi de -0.003. O sinal negativo indica que as empresas tendem, em média, a gerenciar para reduzir os lucros que são reportados para os *stakeholders*. Ao comparar com o estudo realizado por Morás e Klann (2020), que analisou uma amostra de 179 empresas brasileiras de capital aberto no período de 2014 a 2018, no qual as variáveis de gerenciamento de resultados por atividades reais foram consolidadas em uma única medida, foi possível notar similaridade nos resultados da análise descritiva, tendo uma média próxima de zero, de 0.023.

É válido ressaltar que, apesar das médias estarem próximas de zero, o que representa uma baixa atuação, os valores mínimo e máximo de todas as variáveis de gerenciamento (AbPROD, AbCFO, AbDISEXP) indicam que existem elevados níveis de manipulação das informações. Ao notar que os valores mínimo e máximo das respectivas variáveis citadas acima são -0.894, -0.463 e -0.539, e 0.997, 0.930 e 0.923, é possível concluir que as companhias gerenciam agressivamente, tanto para reduzir quanto para aumentar os lucros que são publicados.

Ao comparar com o estudo internacional realizado por Trabelsi e Chalwati (2023), a base descritiva utilizada para a análise também apresentou similaridade com os resultados obtidos nesta pesquisa, em que a média do fluxo de caixa era equivalente a -0,053, a média da produção era 0,094 e as despesas discricionárias apresentaram uma média de 0,128. Os dados também são confirmados pelos valores mínimos e máximos referentes ao fluxo de caixa, produção e despesas discricionárias, que são, respectivamente, -0,485, -0,984 e -1,086 para os valores mínimos, e 0,495, 1,239 e 1,750 para os máximos.

No que diz respeito às variáveis *Poison Pill* e Cláusula Pétrea, que se referem às empresas que possuem *poison pills* com cláusulas pétreas, verifica-se que, em média, aproximadamente 26,5% das observações das empresas analisadas possuem *poison pills* em seus estatutos sociais, quanto às cláusulas pétreas, são aproximadamente 14,7% das observações. Ambas convergem com investigações realizadas por Azevedo (2020).

Ao analisar a variável de Rentabilidade, pode-se constatar que a média de 0.02, o valor mínimo foi -1.387 e um máximo 1.396. Em relação ao Tamanho, com uma média é de 21.724, mínimo de 16.185 e máximo de 27.618. Os resultados obtidos se alinham com o trabalho do autor Joia (2012).

Quanto às variáveis de Endividamento, a média é de, 0.323, o que, apesar de ter sido uma média positiva, ainda sim é uma média bastante baixa, oscilando entre valores negativos e positivos. Para *Market-to-book*, a média é de 5.872, o que indica que, em média, as empresas ainda têm uma perspectiva de mercado positivo em termos de oportunidade de crescimento. Os valores são bastantes similares aos encontrados nos estudos de De Luca et al. (2020), onde a média foi de 0,395 para Endividamento ou e 1.760 Para *Market-to-book* ou MBT, com valores mínimos de 0.000 e -107.702, e a máximos de 9.352 e 406.386, respectivamente.

Ao verificar a variável de prejuízo, foi possível notar que, em média, 0,297, ou 29,7%, das observações das empresas informaram, em algum dos períodos analisados, que estavam gerando lucros negativos. Já a variável de tangibilidade, teve uma média de 0.265, com um valor mínimo de -0.416 e um máximo de 0.904. Dessa forma, a análise mostra que, nas observações das empresas, o grau de tangibilidade é baixo.

4.2. MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Na matriz de correlação de Spearman apresentada no Apêndice A, foi analisada a correlação entre as variáveis independentes, sendo elas: *Poison Pill*, Cláusula Pétrea, Rentabilidade, Endividamento, Tamanho, *Market-to-Book* (MTB) e Prejuízo, que ajudaram a explicar o tema proposto da pesquisa.

Ao analisar a relação entre *Poison Pill* e as variáveis dependentes, percebe-se uma correlação positiva, com magnitude considerada moderada. Em relação à variável AbPROD, referente à produção, houve uma correlação positiva de 0,046; para o AbCFO, que se refere ao fluxo de caixa, a correlação foi de 0,111; e para o AbDISEXP, relacionado às despesas discricionárias, a relação positiva foi de 0,022.

Com base nos dados da amostra utilizada, o objetivo deste teste também foi analisar o grau de relação entre as variáveis independentes, ou seja, a multicolinearidade entre as variáveis explicativas. Foi possível notar apenas uma alta correlação entre as variáveis AbPROD, AbCFO e AbDISEXP. No entanto, essas variáveis citadas são variáveis dependentes. Quanto às variáveis explicativas, não houve nenhuma correlação forte, com magnitude acima de 0,6, o que nos leva a concluir que não existe um indício de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

4.3. ANÁLISE DE REGRESSÃO

Após a realização dos testes de especificação do modelo, foi aplicada uma regressão linear múltipla com dados dispostos em painel com efeitos fixos e robustos à heterocedasticidade, visando identificar a relação entre as variáveis dependentes e explicativas. Com o objetivo de descobrir os efeitos das *poison pills* no gerenciamento de resultados por atividades reais, bem como avaliar outras variáveis importantes que podem sofrer interferências negativas ou positivas nas variáveis referentes à produção, fluxo de caixa operacional e despesas discricionárias.

Tabela 3 - Efeito das *Poison Pills* no Gerenciamento de Resultados por Atividades Reais

Variáveis	(1) AbPROD	(2) AbCFO	(3) AbDISEXP
Poison Pill	0.007 (0.01)	-0.003 (0.010)	0.013* (0.007)
Rentabilidade	-0.219*** (0.057)	-0.111*** (0.041)	0.024 (0.041)
Endividamento	-0.018 (0.020)	-0.011 (0.013)	0.026* (0.015)
Tamanho	0.001 (0.009)	-0.003 (0.006)	0.009* (0.005)
Tangibilidade	0.021 (0.045)	-0.018 (0.032)	-0.0105 (0.018)
Market-to-book	-0.004 (0.005)	-0.001* (0.008)	-0.001 (0.001)
Crescimento	-0.001 (0.002)	-0.001** (0.003)	-0.002* (0.004)
Prejuízo	0.021** (0.008)	0.004 (0.007)	-0.003 (0.005)
Constante	-0.022 (0.203)	0.078 (0.136)	-0.218* (0.120)
Observações	2,067	2,067	2,067
Companhias	195	195	195
R2	0.192	0.033	0.027

Erros padrão robustos entre parênteses.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Considerando os resultados da regressão, foi possível verificar a relação entre as variáveis dependentes e as explicativas. Dessa forma, constatou-se que a *Poison Pill* não

tem influência significativa no gerenciamento de resultados por AbPROD, que se refere à produção, nem no gerenciamento de resultados por fluxo de caixa operacional (AbCFO). No entanto, foram encontrados indícios de uma associação significativa, ao nível de 10%, entre AbDISEXP (despesas discricionárias) e a *Poison Pill*, com um sinal positivo. Isso indica que, possivelmente, as empresas que adotam a *Poison Pill* são mais propensas a gerenciar resultados por essa forma específica de atividades reais.

Diante dos resultados obtidos, constata-se que, apesar de ter encontrado indícios interessantes que confirmam a influência das *poison pills* no gerenciamento de resultados por atividades reais, especificamente nas despesas discricionárias, estes resultados ainda não são suficientes para atender a todas as estimativas propostas no estudo. Dessa forma, o resultado obtido leva à rejeição da hipótese de pesquisa, onde se esperava que as empresas que adotam *poison pills* seriam mais propensas a gerenciar resultados por meio de decisões operacionais em todos os modelos.

Ao comparar com os estudos realizados por Azevedo et al. (2020), os resultados mostraram que a adoção do mecanismo de defesa *anti-takeover* não apresentavam interferências alguma relacionada ao gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, devido à falta de significância entre a variável *poison pill* e o gerenciamento de resultados. Dessa forma, é possível demonstrar novos resultados com significância foram encontrados, agora referente às manipulações de resultados por meio de decisões operacionais.

Ademais, foi encontrada uma relação negativa e significância moderada entre a variável de rentabilidade e o gerenciamento de resultados, em relação às variáveis referentes à produção. Isso sugere que empresas que manipulam seus resultados podem apresentar uma baixa rentabilidade, conforme as pesquisas de Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2016), que confirmam a relação negativa entre a rentabilidade e o gerenciamento de resultados por meio das atividades reais.

Ao analisar as variáveis de endividamento e tamanho, foi possível notar uma relevância significativa e positiva em relação à manipulação dos resultados por despesas discricionárias. Isso sugere que, à medida que o endividamento cresce ou o tamanho da empresa aumenta, o grau de gerenciamento de resultados por despesas discricionárias tende a aumentar.

Outras variáveis que apresentaram relevância foram as de Market-to-book e de crescimento, que se mostraram estatisticamente relevantes e negativas. Dessa forma, a análise indica que o aumento dessas duas variáveis sugere uma diminuição no gerenciamento de resultados, sendo, por AbPROD, o market-to-book e, por AbPROD e AbDISEXP, o crescimento.

Por fim, a variável Prejuízo apresenta significância moderada e positiva em relação a AbPROD. Isso sugere que as empresas que reportam um aumento no prejuízo tendem a aumentar a relação com o gerenciamento de resultados por meio de produções. Já em relação à variável constante, nota-se uma significância estatisticamente significativa e negativa em relação ao gerenciamento de resultados por despesas discricionárias.

4.4. ANÁLISE ADICIONAL

Tendo em vista os resultados encontrados em nosso modelo principal, que indica que empresas que adotam *poison pills* são mais propensas a gerenciar resultados por decisões operacionais a partir das despesas discricionárias, aprofundamos a análise ao analisar o comportamento específico da *poison pill* com cláusula pétrea, visto que esse mecanismo pode ser prejudicial, uma vez que não é recomendado como uma boa prática de governança por promover o entrincheiramento gerencial.

Tabela 4 - Efeito das *Poison Pills* com Cláusulas Pétreas no Gerenciamento De Resultados por Atividades Reais

Variáveis	(1) AbPROD	(2) AbCFO	(3) AbDISEXP
Cláusula Pétreia	0.017 (0.016)	0.020 (0.019)	0.028** (0.011)
Rentabilidade	-0.219*** (0.058)	-0.111*** (0.041)	0.024 (0.041)
Endividamento	-0.018 (0.020)	-0.010 (0.013)	0.027* (0.015)
Tamanho	0.001 (0.009)	-0.003 (0.006)	0.010* (0.005)
Tangibilidade	0.021 (0.045)	-0.018 (0.032)	-0.009 (0.018)
Market-to-book	-0.006 (0.005)	-0.005* (0.006)	-0.005 (0.005)
Crescimento	-0.000 (0.000)	-0.001** (0.001)	-0.0002* (0.003)
Prejuízo	0.022*** (0.007)	0.003 (0.007)	-0.004 (0.005)
Constante	-0.028 (0.202)	0.070 (0.137)	-0.227* (0.117)
Observações	2,067	2,067	2,067
Companhias	195	195	195
R2	0.193	0.034	0.029

Erros padrão robustos entre parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Isso sugere que há a possibilidade de essas cláusulas estatutárias afetarem a qualidade da informação contábil, pois podem comprometer a representação da real situação econômica e financeira da empresa, visto que essas informações estão mais propensas a manipulações. Assim, a cláusula pétrea pode sinalizar um entrincheiramento da gestão, o que reforça que se trata de uma má prática. Esse resultado corrobora evidências internacionais de que gestores entrincheirados são mais propensos a manipular resultados contábeis (Banko et al., 2013). Portanto, considera-se que a adoção desse tipo de *poison pill* pode piorar a qualidade da informação contábil.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou investigar a existência de influência das *poison pills* sobre o nível de gerenciamento em companhias abertas brasileiras. Dessa forma, a pesquisa contribui para a literatura na área de gerenciamento de resultado por atividades reais e outros aspectos sobre governança corporativa, uma vez que aborda mecanismo de defesas *anti-takeover* no âmbito brasileiro. Para a análise, foi considerada uma amostra final com 195 companhias abertas, com os dados sendo analisados por meio de regressões com dados dispostos em painel ao longo do período 2010-2022.

Com base nas análises realizadas, foi possível concluir que não houve significância entre *poison pill* e gerenciamento de resultados por meio de produções e do fluxo de caixa operacional. No entanto, para as despesas discricionárias, foram obtidas associações significativas e com sinal positivo. Isso indica que as empresas que adotam a *poison pill* possivelmente tendem a gerenciar resultados por meio dessa variável específica das atividades reais, sugerindo que as manipulações de despesas discricionárias sejam utilizadas como estratégia de gerenciamento. O resultado se explica pelo fato de essas despesas não serem obrigatórias e serem mais suscetíveis à avaliação do gestor. Assim, o corte delas pode ser visto como uma forma de economia, permitindo que o recurso que seria utilizado nessas despesas seja redistribuído.

Assim, a hipótese da pesquisa acaba sendo rejeitada, pois, embora tenha sido confirmada a influência do mecanismo de defesa em relação às manipulações dos resultados, esperava-se que as empresas que adotam *poison pills* estivessem mais predispostas ao gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. Além disso, a partir dos resultados, é possível realizar análises interessantes, uma vez que esse tipo de gerenciamento de resultados é mais difícil de quantificar, por está diretamente ligado à gestão da empresa. Assim, pode ser considerado uma espécie de “estratégia” da empresa, onde os gestores buscam tornar a organização mais eficaz.

No entanto, apesar de a hipótese do estudo ter sido rejeitada, os achados revelaram uma relação significativa entre as *poison pills* com cláusulas péticas e o gerenciamento de resultados, indicando que esse mecanismo de defesa pode gerar más práticas contábeis e impactar negativamente a governança corporativa das empresas em análise.

O estudo contribui para o avanço prático no ambiente de governança corporativa por meio de métodos exploratórios, evidenciando a necessidade de informação contábil de qualidade. Assim como, colaborar para os interessados ou *stakeholders*, que baseiam suas decisões nos demonstrativos contábeis, que se distanciam da real situação financeira à medida que são gerenciados.

Por fim, sugere-se que, em estudos futuros, sejam exploradas como as despesas discricionárias são utilizadas como estratégia de gerenciamento de resultados e de que modo essas práticas afetam a governança corporativa e a qualidade da informação contábil. Ademais, é válido aplicar esta pesquisa a outros países, visto que essa área carece de mais estudos.

REFERÊNCIAS

AMBROZINI, Marcelo Augusto; JUNIOR, Tabajara Pimenta; GAIO, Luiz Eduardo. As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o takeover hostil. **Revista de Administração IMED**, v. 5, n. 1, p. 59-69, 2015.

AZEVEDO, Y. G. P.; NAKAO, S. H. The influence of poison pills on executive compensation. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 039-061, 2019.

AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva et al. Proteção anti-takeover e gerenciamento de resultados: o efeito das poison pills com cláusulas péticas. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 23, n. 3, p. 345-363, 2020.

BANKO, J.; FRYE, M. B.; WANG, W.; WHYTE, A. M. Earnings management and annual general meetings: the role of managerial entrenchment. **Financial Review**, v. 48, n. 2, p. 259-282, 2013.

CUPERTINO, C. M. **Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado de capitais brasileiro**. 2013. Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR, N. C. A. Consequências para a rentabilidade futura com o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, p. 232-242, 2016.

DOS REIS, E. M.; DA CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, D. M. Análise do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas componentes do IBRX–Índice Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 201-223, 2014.

FERREIRA, Andressa Fazzio. Poison pill como mecanismo de defesa à tomada de controle de companhias. 2018.

GONÇALVES, Tiago; GAIO, Cristina; SANTOS, Tatiana. Mulheres no board: elas gerem resultados? Evidência empírica das empresas europeias cotadas. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 21, p. 582-597, 2019.

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

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

JOIA, R. **Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto**. 2012. 62 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: **Corporate governance**. Gower, 2019. p. 77-132.

MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo comparado sobre a aplicabilidade das poison pills no direito brasileiro e norte-americano. **Revista Direito em Discurso**, v. 4, n. 1, p. 64-73, 2011.

MARTINS, Camila Lisboa. **As poison pills e a proteção conferida aos acionistas minoritários no Brasil**. 2015.

MORÁS, V. R.; KLANN, R. C. Influência da governança corporativa na escolha do tipo de gerenciamento de resultados. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 17, n. 44, p. 105-122, 2020.

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas**. Quartier Latin, 2010.

Rodrigues, R. M. R. C., Paulo, E., & de Melo, C. L. L. (2017). Gerenciamento de Resultados por decisões operacionais para sustentar desempenho nas empresas não-financeiras do Ibovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, 28(3), 82-102.

ROYCHOWDHURY, Sugata. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SUNDER, D. L. The controversial “poison pill” takeover defense: how valid are the arguments in support of it. **NMIMS Management Review**, v. 23, p. 47-66, 2013.

TRABELSI, S.; CHALWATI, A. Poison pills adoption, real earnings management and IPO failure. **China Accounting and Finance Review**, v. 25, n. 4, p. 513-539, 2023.

APENDICE A

Tabela 2 - Matriz de Correlação de Spearman

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
1 AbPROD	1.000										
2 AbCFO	0.333	1.000									
3 AbDISEXP	0.596	-0.026	1.000								
4 Poison Pill	0.089	0.118	-0.055	1.000							
5 Cláusula Pét.	0.046	0.111	0.022	0.390	1.000						
6 Rentabilidade	-0.495	-0.397	-0.031	-0.217	0.031	1.000					
7 Endiv.	0.189	0.084	0.187	0.105	0.061	-0.304	1.000				
8 Tamanho	-0.098	-0.143	0.180	0.021	0.044	0.103	0.270	1.000			
9 Tangibilidade	0.056	-0.144	0.052	-0.147	-0.229	-0.091	0.080	-0.116	1.000		
10 MTB	-0.303	-0.242	-0.039	0.067	0.069	0.394	-0.021	0.260	-0.099	1.000	
11 Prejuízo	0.347	0.297	-0.055	0.236	-0.020	-0.775	0.201	-0.185	0.071	-0.331	1.000

Fonte: Dados da pesquisa