



Responsible Editor: Rafael Barreiros Porto
Associate Editor: Pedro Miguel Alves Ribeiro Correia
Evaluation Process: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Proteção *Anti-takeover* e Gerenciamento de Resultados: O Efeito das *Poison Pills* com Cláusulas Pétreas

RESUMO

Objetivo: Este estudo tem por objetivo investigar se as *poison pills* com cláusulas pétreas exercem influência no nível de gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras.

Método: A coleta de dados foi realizada a partir dos estatutos sociais obtidos no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), visando identificar a utilização de *poison pills* e cláusulas pétreas por 235 companhias não financeiras. As informações necessárias para a estimação dos *accruals* discricionários por meio do modelo Jones Modificado e as variáveis de controle inseridas no modelo econométrico foram obtidas por meio da base de dados Bloomberg®. Para a análise de dados, optou-se pela regressão quantílica, tendo em vista os diversos *outliers* presentes na amostra.

Originalidade/Relevância: Esta pesquisa preenche uma lacuna na literatura no que concerne ao efeito das *poison pills* com cláusulas pétreas sobre os *accruals* discricionários, já que essa relação ainda não foi explorada no contexto brasileiro. Assim, torna-se relevante porque fornece a investidores e reguladores indícios dos efeitos da implementação desse mecanismo *anti-takeover*.

Resultados: Os principais resultados apresentam novas evidências acerca da relação entre as *poison pills* e o gerenciamento de resultados no contexto brasileiro, ao demonstrar que esse dispositivo *anti-takeover*, quando aliado a uma cláusula estatutária pétrea, apresenta-se positivamente relacionado com os *accruals* discricionários.

Contribuições teóricas: Contribui com a literatura ao sinalizar que o entrenchamento gerencial propiciado pela adoção das *poison pills* com cláusulas pétreas pode influenciar a redução da qualidade das informações contábeis reportadas pelas companhias, esclarecendo investidores e reguladores sobre o efeito da implementação desse mecanismo *anti-takeover*.

Palavras-chave: *Poison Pills*; Gerenciamento de resultados; Dispositivos *anti-takeover*.

How to Cite (APA)

Azevedo, Y. G. P., Tavares, A. de L., Mól, A. L. R., & Freitas, R. M. de, Neto. (2020). Proteção *Anti-takeover* e Gerenciamento de Resultados: O Efeito das *Poison Pills* com Cláusulas Pétreas. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23(3), 345-363. http://dx.doi.org/10.51341/1984-3925_2020v23n3a4

Yuri Gomes Paiva Azevedo

Universidade de São Paulo, SP, Brasil
yuriazvedo@live.com

Adilson de Lima Tavares

Universidade Federal do Rio Grande do Norte,
RN, Brasil
adilson.tavares@ufrnet.br

Anderson Luiz Rezende Mól

Universidade Federal do Rio Grande do Norte,
RN, Brasil
mol@ufrnet.br

Raimundo Marciano de Freitas
Neto

Instituto Federal de Educação, Ciência e
Tecnologia do Rio Grande do Norte, RN, Brasil
raimundomfn@gmail.com

Recebido: Setembro 07, 2019

Revisado: Janeiro 23, 2020

Aceito: Abril 17, 2020

Publicado: Novembro 16, 2020



1 INTRODUÇÃO

O foco da utilização das *poison pills* no mercado norte-americano é o de preservar os direitos e os interesses dos acionistas minoritários, como forma de evitar a alteração de controle da companhia e de lhes proporcionar maior retorno (Maestri, 2011). Diversos estudos empíricos corroboram essa perspectiva (Ge & Kim, 2014; Jiraporn, 2005; Zhao & Chen, 2008a), ao demonstrar que as *poison pills*, como os demais dispositivos *anti-takeover*, tendem a alinhar o interesse dos gestores e acionistas, propiciando a criação de valor e a redução do gerenciamento de resultados.

Entretanto, no contexto brasileiro, ao contrário de proteger os acionistas minoritários, as *poison pills* podem torná-los sempre vinculados ao mesmo grupo de controle, que nunca é modificado (Martins, 2015). Essa escolha privilegia o próprio grupo de acionistas controladores, inclusive por meio de redução na distribuição de lucros e aumento na remuneração dos administradores integrantes desse grupo, em consonância com Small, Kwag e Li (2015), que evidenciam que a adoção de dispositivos *anti-takeover*, como as *poison pills*, podem propiciar o entrincheiramento gerencial e, conseqüentemente, influenciar o aumento do nível de gerenciamento de resultados.

Isso pode ocorrer devido às particularidades das *poison pills* adotadas por algumas companhias abertas brasileiras, como percentuais de disparo (gatilho) muito baixos e prêmios excessivamente altos. No entanto, o mais agravante nesse contexto é o fato de que as companhias brasileiras que adotam esse dispositivo *anti-takeover* também podem incluir, em seus estatutos sociais, cláusula jurídica pétrea, que impede a alteração ou a remoção das *poison pills* (Ambrozini, Pimenta, & Gaio, 2015), diferentemente das *poison pills* norte-americanas, que, normalmente, são válidas pelo período de 10 anos (Schepker, Oh, & Patel, 2016).

A adoção de *poison pills* com cláusulas pétreas por companhias abertas brasileiras pode estar sendo influenciada por fatores que propiciam o entrincheiramento gerencial, como a dualidade do *chief executive officer* (CEO), o seu nível de concentração acionária, a independência do conselho de administração (Florackis & Ozkan, 2009) e a recompra de ações (Vafeas, 1997). Assim, quando entrincheirados, os gestores podem ser mais propensos a gerenciarem resultados visando à obtenção de benefícios próprios, uma vez que as penalidades reputacionais relacionadas a essa prática discricionária podem ser inferiores às dos gestores não entrincheirados, que enfrentam menor segurança em suas atuais posições (Banko, Frye, & White, 2013).

Considerando-se que o contexto de adoção das *poison pills* por companhias brasileiras apresenta particularidades em relação às utilizadas por companhias estadunidenses — em vista do predomínio de companhias com capital concentrado no Brasil, em contraste com a dispersão acionária das companhias norte-americanas (Martins, 2015; Vieira, Martins, & Fávero, 2009), além da possibilidade de inserção de cláusula pétrea, que propicia incentivos para o entrincheiramento gerencial —, este estudo objetiva investigar se as *poison pills* com cláusulas pétreas exercem influência no nível de gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras.

Os principais resultados desta investigação evidenciam que as *poison pills* com cláusulas pétreas adotadas por companhias abertas brasileiras exercem influência na redução da qualidade da informação contábil, devido à associação positiva entre a adoção desse dispositivo *anti-takeover* e os *accruals* discricionários. Assim, este achado pode ser útil para investidores, *boards* e reguladores, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e é relevante que esses *stakeholders* procurem formas de mitigar tal comportamento.

Com isso, pretende-se expandir o conhecimento sobre os efeitos das *poison pills* com cláusulas péticas no contexto brasileiro, dado que, embora existam evidências de aspectos teórico-conceituais e disposições legais aplicáveis à adoção das *poison pills* (Vieira et al., 2009), quantitativo e peculiaridades das *poison pills* no contexto brasileiro (Ambrozini, Pimenta, & Gaio, 2015) e efeitos desse dispositivo *anti-takeover* na remuneração dos executivos (Azevedo & Nakao, 2019) e no gerenciamento de resultados (Portulhak, Theiss, Köhl, & Colauto, 2017), até o presente momento, nenhum estudo examinou a influência da adoção de *poison pills* com cláusulas péticas no nível de gerenciamento de resultados.

Ressalta-se que este estudo se diferencia do realizado por Portulhak et al. (2017), ao analisar, de forma exploratória, a relação entre as *poison pills* com cláusulas péticas e os *accruals* discricionários. Nesse sentido, esta pesquisa fundamenta-se na perspectiva de que a adoção desse dispositivo *anti-takeover* propicia incentivos para o entrincheiramento gerencial, influenciando, assim, a prática de gerenciamento de resultados.

Ademais, visa trazer novas evidências, já que não há consenso na literatura acerca do efeito da adoção de *poison pills* na prática de gerenciamento de resultados, pois estudos anteriores evidenciam que esse dispositivo *anti-takeover* exacerba (Small et al., 2015), mitiga (Ge & Kim, 2014; Jiraporn, 2005; Zhao & Chen, 2008a) ou não exerce influência (Portulhak et al., 2017) no nível de gerenciamento de resultados.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 *Poison Pills*

Ao longo dos anos, as operações de fusões e aquisições empresariais têm-se firmado como uma tendência global no mundo dos negócios. Nesse sentido, por se considerar que o envolvimento da companhia nessas operações pode implicar a perda do controle da atual gestão (Moura & Beuren, 2017), verifica-se que os gestores têm combatido as ameaças de *takeovers* por meio da adoção de *poison pills* (Huang, Wang, & Zhou, 2013; Schepker & Oh, 2013).

As *poison pills* são mecanismos *anti-takeover* que são ativados quando um potencial adquirente acumula determinada porcentagem de ações ordinárias em circulação de uma companhia-alvo (Rhee & Fiss, 2014) ou quando ele faz uma oferta para a aquisição de determinado percentual dessas ações, haja vista que o conselho de administração pode adotar uma *poison pill* em um curto período após a oferta do potencial adquirente, sem a necessidade de aprovação dos acionistas da companhia (Sunder, 2013).

Considerando-se que as *poison pills* são, geralmente, acionadas após um evento que possa alterar a atual configuração de controle da empresa, Jarrell, Brickley e Netter (1988) afirmam que esses dispositivos conferem aos atuais acionistas controladores o direito de aquisição de ações adicionais da companhia (*flip-in*) ou de novas ações da companhia em que ocorra a fusão (*flip-over*), ambos em termos vantajosos para os acionistas, impondo-se, assim, significativas perdas para os potenciais adquirentes, por meio do aumento do custo, para que realizem o *takeover*.

Além de serem utilizadas, amplamente, por companhias norte-americanas para proteger os interesses dos acionistas minoritários, haja vista a predominância de companhias com controle disperso (Maestri, 2011), as *poison pills* também têm sido incluídas nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (Ambrozini et al., 2015).

Para Martes (2014), o aumento na adoção das *poison pills* tem ocorrido devido à consolidação dos segmentos especiais de governança corporativa, que ocasionaram certa

alteração no nível de concentração acionária no mercado brasileiro, ao gerarem maior dispersão do capital. Entretanto, mesmo sendo possível notar esse fenômeno de dispersão acionária, Martins (2015) descreve que, ainda, predomina no país a estrutura de capital concentrado, em que um grupo ou um acionista detém o controle da companhia.

Assim, visto que a concentração de capital e a forma de utilização das *poison pills* por empresas brasileiras são distintas das norte-americanas, as quais, geralmente, exigem que o potencial adquirente realize uma oferta pública de aquisição (OPA) para adquirir a totalidade das ações da companhia-alvo, atendendo a determinados parâmetros de preço e condições de pagamento (Leal, Carvalho, & Iervolino, 2015), é correto inferir que o foco da adoção desse dispositivo *anti-takeover* no âmbito brasileiro tem sido o de promover o entrincheiramento gerencial, e não o de preservar os direitos e os interesses dos acionistas (Maestri, 2011; Martes, 2014).

Outro fato que corrobora essa perspectiva é a inclusão de cláusulas pétreas, que impedem que as *poison pills* sejam retiradas ou alteradas dos estatutos sociais, ao imporem sanções aos acionistas que votarem a favor de sua exclusão, como a obrigatoriedade de realizar uma OPA para adquirir a totalidade das ações da companhia (Ambrozini et al., 2015).

Sob esse enfoque, Caton e Goh (2008) sugerem que dispositivos *anti-takeover*, como as *poison pills*, podem promover incentivos para a ocorrência de conflitos de agência, já que, entrincheirados, os gestores podem tomar decisões que visem à obtenção de benefícios próprios em detrimento dos interesses dos acionistas.

Os conflitos de agência são explicados pela Teoria da Agência, que considera a possibilidade de divergência de interesses de acionistas e gestores (Jensen & Meckling, 1976). Nessa perspectiva, Sunder (2013) sugere que a adoção de uma *poison pill* pode influenciar o aumento do conflito de agência, devido à discricionariedade dos gestores. De forma complementar, os gestores, também, têm discricionariedade em relação às práticas contábeis adotadas pela companhia, porque podem utilizar-se do gerenciamento de resultados como forma de evidenciar, aos *stakeholders*, um resultado desejado sobre o desempenho econômico da companhia para atender a interesses particulares individuais dos preparadores das informações contábeis (Schipper, 1989).

Com base na possível influência das *poison pills* no nível de gerenciamento de resultados, alguns estudos têm sido realizados, tanto no contexto internacional (Ge & Kim, 2014; Jiraporn, 2005; Small et al., 2015; Zhao & Chen, 2008a), quanto no contexto brasileiro (Portulhak et al., 2017). Por meio da análise desses estudos, observa-se que não há consenso acerca dos efeitos das *poison pills* sobre o nível de gerenciamento de resultados. Por um lado, no contexto brasileiro, Portulhak et al. (2017) evidenciam que a adoção desse dispositivo *anti-takeover* não exerce influência na prática de gerenciamento de resultados, já que não foi identificada relação estatisticamente significativa entre a adoção de *poison pills* e os *accruals* discricionários.

Por outro lado, no âmbito internacional, Small et al. (2015) demonstram que dispositivos *anti-takeover*, como as *poison pills*, apresentam influência positiva e estatisticamente significativa sobre os *accruals* discricionários, o que aumenta o nível de gerenciamento de resultados, ao passo que Ge e Kim (2014), Jiraporn (2005) e Zhao e Chen (2008a) evidenciam que a adoção de dispositivos *anti-takeover* tende a mitigar o gerenciamento de resultados, considerando-se a relação negativa e significativa entre esses dispositivos e os *accruals* discricionários.

Verifica-se, então, que as *poison pills* podem ter dois efeitos distintos no gerenciamento de resultados: o efeito exacerbante (*exacerbating effect*), em que esses dispositivos influenciam positivamente os *accruals* discricionários, e o efeito mitigador

(*mitigating effect*), em que as *poison pills* apresentam-se negativamente associadas com os *accruals* discricionários, propiciando uma redução nos níveis de gerenciamento de resultados.

Sob a perspectiva do efeito mitigador, tem-se a hipótese de que as *poison pills* tendem a alinhar o interesse dos gestores e acionistas, possibilitando a criação de valor, além da redução do gerenciamento de resultados (Zhao & Chen, 2008a). Isso ocorre porque a presença de dispositivos *anti-takeover* diminui a pressão dos gestores em demonstrar melhor desempenho econômico-financeiro da companhia no curto prazo. Assim, eles sentem-se mais seguros para realizar um planejamento no longo prazo, visando maximizar o valor para os acionistas, e não precisam se envolver em práticas de gerenciamento de resultados devido às pressões do mercado de controle corporativo (Ge & Kim, 2014).

No entanto, em vista das particularidades das *poison pills* adotadas por companhias abertas brasileiras, como gatilhos muito baixos, prêmios excessivamente altos, além da possibilidade de inserção de cláusulas jurídicas pétreas, as quais praticamente impossibilitam sua retirada dos estatutos sociais (Ambrozini et al., 2015), é possível que o foco da adoção desse dispositivo, no âmbito brasileiro, tenha sido o de promover o entrincheiramento gerencial, o que pode levar à exacerbação da prática de gerenciamento de resultados.

2.2 Desenvolvimento da hipótese

O efeito do entrincheiramento gerencial considera que dispositivos *anti-takeover* mantêm gestores ineficientes em suas posições, pois conduzem à destruição de valor para os acionistas, isso porque tais dispositivos podem promover o entrincheiramento, agravando os conflitos de agência, e fazer com que os gestores se sintam seguros para tomar decisões visando à obtenção de benefícios próprios, em detrimento dos interesses dos acionistas (Jensen & Ruback, 1983).

No contexto brasileiro, a inclusão de cláusula estatutária pétreia aliada à *poison pill* sinaliza o entrincheiramento gerencial, pois torna praticamente impossível a remoção da *poison pill*, ao exigir que o acionista que votar para alterá-la ou removê-la tenha de realizar uma OPA para adquirir a totalidade das ações da companhia, pagando um prêmio pelo preço das ações, definido no estatuto social (Azevedo & Nakao, 2019).

Nesse sentido, as companhias abertas brasileiras que adotam *poison pills* podem se blindar, também, contra reformas do estatuto social, impondo, em tese, um modelo perene de controle gerencial por meio da inclusão de cláusulas estatutárias pétreas. Assim, é possível que o foco da adoção desse dispositivo no Brasil se tenha desvirtuado da intenção inicial de preservação de direitos e interesses dos acionistas para a obtenção de benefícios por parte do gestor, que intenciona sua continuidade na administração da companhia (Maestri, 2011).

Protegidos em suas atuais posições contra *takeovers* hostis, os gestores podem tomar decisões que visem à obtenção de benefícios próprios em detrimento dos interesses dos acionistas (Caton & Goh, 2008). Assim, é possível que os gestores de companhias abertas brasileiras que adotem *poison pills* com cláusulas pétreas sejam mais propensos a se envolverem em práticas discricionárias, como o gerenciamento de resultados, reportando aos *stakeholders* um resultado desejado sobre o desempenho econômico da companhia, a fim de atender a interesses particulares.

Para Banko, Frye, Wang e White (2013), gestores entrincheirados podem ser mais propensos a gerenciarem resultados, pois as penalidades reputacionais relacionadas a essa prática discricionária podem ser inferiores às dos gestores não entrincheirados, que enfrentam menor segurança em suas atuais posições. Sob essa perspectiva, dado que gestores entrincheirados sofrem menor efeito do risco reputacional relacionado ao envolvimento em práticas de gerenciamento de resultados, o entrincheiramento configuraria motivação para que

eles se envolvam em práticas de gerenciamento de resultados, com foco na obtenção de benefícios próprios.

Essa perspectiva é corroborada por estudos recentes, que demonstram que o entrincheiramento fornecido por dispositivos *anti-takeover* propicia que os gestores preservem seus cargos, mesmo que se envolvam em atividades de expropriação dos acionistas (Small et al., 2015; Sunder, 2013).

Diante disso, considerando que a adoção das *poison pills* com cláusulas pétreas sinaliza o entrincheiramento gerencial (Azevedo & Nakao, 2019) e que, por estarem protegidos de potenciais ameaças do mercado de controle corporativo (*market for corporate control*), os gestores podem ser mais propensos a práticas de gerenciamento de resultados (Hwang & Lee, 2012; Zhao, Chen, & Yao, 2009), tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: *Poison pills* com cláusulas pétreas são positivamente associadas à prática de gerenciamento de resultados.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Coleta de dados e composição da amostra

Os dados foram coletados dos estatutos sociais presentes no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o objetivo de verificar se as companhias listadas na [B]³ possuem *poison pills* na seção referente à alienação do controle acionário e se essas estão vinculadas a uma cláusula pétrea. Já os dados econômico-financeiros foram obtidos da base de dados Bloomberg®.

O período analisado compreende a janela temporal 2010-2016, após a adoção obrigatória das IFRS (*International Financial Reporting Standards*), considerando-se que o processo de convergência às normas internacionais incrementou a qualidade das informações contábeis, ao permitir que os gestores adotassem políticas contábeis mais flexíveis, em que prevalece a essência sobre a forma (Sousa, Sousa, & Demonier, 2016).

A amostra inicial foi composta por 416 companhias listadas na [B]³. Entretanto, em consonância com pesquisas realizadas anteriormente (Cunha & Piccoli, 2017; Ge & Kim, 2014; Portulhak et al., 2017; Small et al., 2015), foram excluídas as companhias do setor financeiro (bancos, instituições financeiras e seguradoras), que possuem particularidades na estrutura patrimonial e operacional, além das companhias que não apresentaram dados necessários para a estimação do nível de gerenciamento de resultados ou das variáveis de controle inseridas no modelo econométrico, restando 235 companhias na amostra final, conforme evidenciado na Tabela 1.

Tabela 1

Composição da amostra

Total de companhias listadas na [B]³	416
(-) Companhias do setor financeiro	(68)
(-) Companhias sem dados defasados para cálculo dos <i>accruals</i> (<i>t-1</i>)	(6)
(-) Companhias sem dados para cálculo dos <i>accruals</i> totais (AT)	(57)
(-) Companhias sem dados para cálculo do <i>market-to-book</i> (MTB)	(34)
(-) Companhias com patrimônio líquido negativo para cálculo do MTB	(16)
(=) Amostra final	235

A fim de evitar o viés de sobrevivência, não foi necessário que as companhias possuíssem dados disponíveis ao longo de toda a janela temporal. Nesse sentido, as análises deste estudo são embasadas em dados dispostos em um painel desbalanceado.

3.2 Modelo empírico

Com o intuito de investigar se as *poison pills* exercem influência no nível de gerenciamento de resultados das companhias listadas na [B]³, foi estimado o seguinte modelo de regressão quantílica:

$$AD_i = \beta_0 + \beta_1 Poisonpill_i + \beta_2 Poisonpill \times CP_i + \sum_{j=1}^4 \phi_j Controles_i + \varepsilon_i \quad (1),$$

em que: AD_i = *accruals* discricionários da empresa i ; $Poisonpill_i$ = *dummy* para presença da *poison pill* na empresa i ; $Poisonpill \times CP_i$ = interação entre a variável *Poisonpill* e a *dummy* para presença da cláusula pétrea (*CP*) na empresa i .

Como $\sum_{j=1}^4 \phi_j Controles_i$, tem-se: MTB_i = razão entre o valor de mercado (*enterprise value*) e o valor contábil da empresa i ; $Alav_i$ = grau de alavancagem da empresa i ; $Rent_i$ = rentabilidade da empresa i ; $Tamanho_i$ = tamanho da empresa; ε_i = termo de erro da regressão.

Optou-se por utilizar a regressão quantílica devido à forte presença de *outliers* e por essa contornar outro problema comum na pesquisa em contabilidade e finanças, que é a alta heterogeneidade das firmas (Leal, Girão, Lucena, & Martins, 2017). No tocante à presença de *outliers*, ressalta-se que, inicialmente, o conjunto de dados foi winsorizado ao nível de 1%. Porém, em face da permanência de *outliers*, recorreu-se à regressão quantílica no lugar da winsorização.

Além da vantagem de não sensibilidade dos quantis à presença de *outliers*, a regressão quantílica, também, pode revelar uma imagem mais completa acerca do comportamento das variáveis nos diferentes quantis (Conyon & He, 2017; Nguyen, Rahman, & Zhao, 2018). Dessa forma, em linha com o estudo realizado por Nguyen et al. (2018), os modelos foram estimados considerando-se os quantis 0,10, 0,25, 0,50, 0,75 e 0,90.

Para estimar os *accruals* discricionários, obtidos por meio da diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários, foi utilizado o modelo Jones Modificado, proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Essa escolha deve-se ao fato de que, diferentemente dos modelos propostos por DeAngelo (1986), Healy (1985) e Jones (1991), o modelo Jones Modificado controla a possibilidade de o reconhecimento de vendas a prazo estar sujeito ao gerenciamento de resultados, o que possibilita aumento da eficácia do modelo (Dechow et al., 1995).

Apesar das vantagens e desvantagens desse modelo já terem sido discutidas por Dechow, Ge e Schrand (2010), Dechow, Hutton, Kim e Sloan (2012), DeFond (2010) e Kothari, Leone e Wasley (2005), entre outros, nenhuma abordagem alternativa oferece solução superior, conforme descrevem Consoni, Colauto e Lima (2017).

Em relação às variáveis independentes do Modelo (1), tem-se a *dummy Poisonpill*, que busca identificar a influência desse dispositivo *anti-takeover* no nível de gerenciamento de resultados. De forma complementar, considerando-se que a adoção de *poison pills* com cláusulas pétreas pode influenciar positivamente o nível de gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras, foi inserida a interação entre as *dummies Poisonpill* e *CP* ($Poisonpill \times CP$).

Isso pode ocorrer sob a perspectiva de que as cláusulas pétreas fornecem incentivos para o entrincheiramento gerencial, pois praticamente impedem a remoção das *poison pills*, fazendo com que gestores ineficientes, ou que possam estar envolvidos em atividades de apropriação, sintam-se seguros em suas atuais posições.

Ressalte-se que, também, foi considerada a correlação entre as referidas variáveis para justificar a realização da interação. Desse modo, por meio da correlação de *Phi*, dado que ambas as variáveis são dicotômicas, verificou-se que existe correlação moderada (0,4020) e significativa ao nível de 1% entre *Poisonpill* e *CP*.

Por fim, em congruência com estudos que já investigaram a influência das *poison pills* em práticas de gerenciamento de resultados, foram inseridas variáveis de controle que se relacionam com os *accruals* discricionários, *proxy* para gerenciamento de resultados, conforme evidenciado na Tabela 2.

Tabela 2

Resumo das variáveis utilizadas no modelo econométrico

Variável	Forma de mensuração	Estudos anteriores	Sinal esperado
<i>AD</i>	Estimação com base no modelo Jones Modificado	Ge e Kim (2014); Huang et al. (2013); Jiraporn (2005); Zhao e Chen (2008a); Zhao e Chen (2009).	Dependente
<i>Poisonpill</i>	1 para companhias que possuem <i>poison pill</i> em seu estatuto social, e 0 em caso contrário	Ge e Kim (2014); Jiraporn (2005); Small et al. (2015); Zhao e Chen (2008a); Zhao e Chen (2008b).	+/-
<i>Poisonpill x CP</i>	Variável de interação entre as <i>dummies poison pill</i> e <i>CP</i> , sendo 1 para companhias que possuem <i>poison pill</i> e <i>CP</i> em seu estatuto social, e 0 em caso contrário	-	+
<i>MTB</i>	Razão entre o valor de mercado e o valor contábil	Ge e Kim (2014); Hwang e Lee (2012); Zhao e Chen (2008a); Zhao e Chen (2008b); Zhao e Chen (2009).	+/-
<i>Alav</i>	Razão entre o exigível total e o ativo total	Bona-Sánchez, Pérez-Alemán e Santana-Martín (2011); Hwang e Lee (2012); Portulhak <i>et al.</i> (2017); Small et al. (2015).	+
<i>Rent</i>	Razão entre o lucro operacional e o ativo total	González e García-Meca (2014); Hwang e Lee (2012); Sincerre, Sampaio, Famá e Santos (2016); Small et al. (2015); Zhao e Chen (2008a).	+
<i>Tamanho</i>	Logaritmo natural do ativo total	Chen e Zhang (2014); Ge e Kim (2014); González e García-Meca (2014); Hwang e Lee (2012); Jiraporn (2005); Zhao e Chen (2008a); Zhao e Chen (2009).	-

Levando-se em conta que companhias em crescimento tendem a apresentar maiores níveis de *accruals* discricionários (Burgstahler, Hail, & Leuz, 2006; Othman & Zeghal, 2006), a variável *market-to-book (MTB)* foi incluída no modelo para controlar a oportunidade de crescimento das companhias. Segundo Dechow et al. (2011), isso ocorre na medida em que a oportunidade de crescimento é considerada como incentivo ou parâmetro para que os executivos gerenciem os resultados das firmas.

Em relação à alavancagem, pode-se observar que empresas com alto grau de alavancagem financeira sejam mais propensas a apresentar maiores níveis de gerenciamento

de resultados, devido à possibilidade de potenciais perdas, como a quebra de cláusulas contratuais de títulos de dívida, conforme descrevem Chen e Zhang (2014).

A rentabilidade foi inserida como variável de controle, por se considerar que os gestores são motivados a gerenciar os resultados para apresentar um desempenho favorável da companhia aos *stakeholders*, para manter sua reputação ou a reputação da companhia (Kothari et al., 2005).

Por fim, o logaritmo natural do ativo total, *proxy* para tamanho da companhia, foi inserido na perspectiva de que grandes companhias tendem a apresentar sistemas de controle mais sofisticados e estão sujeitas a maior monitoramento por investidores e analistas. Assim, considera-se menos provável que os gestores de grandes empresas se envolvam em atividades de gerenciamento de resultados, quando comparados aos gestores de companhias menores (González & García-Meca, 2014).

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva

Observa-se, na Tabela 3, que os *accruals* discricionários médios das empresas analisadas são negativos, convergindo com estudos realizados no contexto brasileiro (Cardoso, Souza, & Dantas, 2015; Cunha & Piccoli, 2017; Domingos, Ponte, Paulo, & Alencar, 2017; Dutra & Costa, 2014).

Tabela 3

Estatística descritiva das variáveis inseridas no modelo econométrico

Variável	N	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
<i>AD</i>	1312	-0,1591	0,2436	-2,3627	0,9888
<i>Poisonpill</i>	1312	0,2288	0,4202	0	1
<i>Poisonpill x CP</i>	1312	0,0458	0,2091	0	1
<i>MTB</i>	1312	2,4993	4,6456	-33,2887	44,8174
<i>Alav</i>	1312	0,8321	2,1128	0,0130	43,1245
<i>Rent</i>	1312	0,0518	0,1494	-1,8102	2,2118
<i>Tamanho</i>	1312	7,8254	1,8531	2,0663	13,7103

Nota. A amostra inclui as seguintes observações: 184 em 2010, 184 em 2011, 193 em 2012, 191 em 2013, 192 em 2014, 186 em 2015 e 182 em 2016.

Essa análise evidencia que, em média, os gestores gerenciaram resultados para reduzir o resultado reportado nesse período de crise econômica, conforme evidenciam Barbosa (2017) e Lopes, Costa, Carvalho e Castro (2016). Assim, com base nesse processo de antecipação de reconhecimento, é possível demonstrar, no período pós-crise, um melhor resultado por meio da reversão dos *accruals* discricionários.

Em relação às variáveis *Poisonpill* e *Poisonpill x CP*, verifica-se, em média, que aproximadamente 24% das companhias possuem *poison pills* em seus estatutos sociais, o que corresponde a 55 empresas, das quais 10 possuem cláusulas especiais que impedem a retirada das *poison pills* do estatuto, conforme evidenciado na Tabela 4.

Em relação ao texto de adoção das *poison pills* com cláusulas pétreas, nota-se que todos eles convergem para a perspectiva de que o acionista que votar para alterar ou remover tal cláusula terá de realizar a OPA para a aquisição da totalidade das ações de emissão da companhia, conforme previsto no estatuto social.

Tabela 4

Listagem das companhias que adotam *poison pills* com cláusulas pétreas

Companhia	Localização	Percentual do gatilho
BrasilAgro	Art. 45 - § 11	20%
Brazil Hospitality Group	Art. 40 - § 11	35%
Diagnósticos da América	Art. 40/Art. 41 - § 8.º	15%
Fertilizantes Heringer	Art. 41 - § 11	20%
Indústrias Romi	Art. 59 - § 8.º	15%
Iochpe-Maxion	Art. 48/Art. 49 - § 11	15%
Odontoprev	Art. 37/Art. 39 - § 8.º	15%
Profarma Dist. de Produtos Farmacêuticos	Art. 41 - § 11	20%
Positivo Tecnologia	Art. 32/Art. 34/Art. 42 - § 15	10%
Tecnisa	Art. 38 - § 14	20%

Quanto às variáveis de controle elencadas na Tabela 3, anteriormente, verifica-se que as companhias apresentam, de forma geral, oportunidades de crescimento, em vista do *MTB* médio de 2,4923 e de um índice médio de alavancagem de 0,8321. No entanto, conforme descrito por Martins, Miranda e Diniz (2017), não se pode inferir que esse índice de alavancagem seja alto ou baixo isoladamente, pois, como parâmetro de comparação, devem ser analisados aspectos relacionados à qualidade da dívida, como prazos de vencimento e taxas de juros, e verificadas as médias dos setores nos quais as companhias estão inseridas.

Por meio da estatística descritiva da variável *Rent*, percebe-se que as empresas analisadas estão atingindo um nível positivo de rentabilidade, cuja média mostra-se tímida, com valor de 0,0518, o que poderia estar relacionado à crise econômica dos últimos anos. Com relação à variável *Tamanho*, observa-se que as companhias possuem, em média, um logaritmo do ativo total de 7,8254.

4.2 Análise econométrica

Com o intuito de identificar possíveis problemas de multicolinearidade, foram realizadas correlações de *Spearman* entre variáveis quantitativas, já que essas não apresentaram normalidade no teste de *Shapiro-Wilk*. Ainda, foi utilizada a correlação de *Phi* para estimar a correlação entre as variáveis dicotômicas *Poisonpill* e *Poisonpill* × *CP*.

Tabela 5

Matriz de correlação

Variável	<i>AD</i>	<i>Poisonpill</i>	<i>Poisonpill</i> × <i>CP</i>	<i>MTB</i>	<i>Alav</i>	<i>Rent</i>	<i>Tamanho</i>
<i>AD</i>	1						
<i>Poisonpill</i>	0,0858**	1					
<i>Poisonpill</i> × <i>CP</i>	0,0961***	0,4020***	1				
<i>MTB</i>	0,1989***	0,1565***	-0,0336	1			
<i>Alav</i>	-0,1139***	0,0370	-0,0418	0,1723***	1		
<i>Rent</i>	0,2361***	0,0220	-0,0664***	0,4337***	-0,1538***	1	
<i>Tamanho</i>	0,0565**	0,0447	-0,0261	0,2961***	-0,0184	0,1906***	1

Nota. ***Significante a 1%; **Significante a 5%; *Significante a 10%.

Por meio da Tabela 5, verifica-se que não há indícios de multicolinearidade, pois não foram encontradas fortes correlações entre as variáveis explicativas. A maior parte das correlações entre tais variáveis é fraca ($|\text{coeficiente de correlação}| < 0,39$), com exceção das

variáveis *Poisonpill* e *Poisonpill* \times *CP*, que são moderadas, possivelmente devido à interação entre *poison pills* e cláusulas péticas.

Os *accruals* discricionários apresentam-se positivamente correlacionados com as *poison pills*, alinhados à visão de que esses dispositivos *anti-takeover* podem associar-se, positivamente, à prática de gerenciamento de resultados (Small et al., 2015). De forma complementar, os *accruals* discricionários apresentam correlação positiva e estatisticamente significativa com a variável *Poisonpill* \times *CP*, sendo essa uma evidência inicial de que as *poison pills* com cláusulas péticas são positivamente associadas à prática de gerenciamento de resultados, conforme proposto na hipótese de pesquisa.

A Tabela 5 evidencia, ainda, que o nível de gerenciamento de resultados se modifica, de forma conjunta, com a oportunidade de crescimento, a rentabilidade e o tamanho da companhia, em vista dos coeficientes de correlação positivos e estatisticamente significantes. Esses resultados coadunam-se com evidências internacionais, que evidenciam que os *accruals* discricionários apresentam-se positivamente correlacionados com o *market-to-book* (Bona-Sánchez et al., 2011) e com a rentabilidade e o tamanho da companhia (González & García-Meca, 2013).

Entretanto, em consonância com as evidências de Chen e Zhang (2012), verifica-se que os *accruals* discricionários e a alavancagem se comportam de forma inversa, em face da correlação negativa e estatisticamente significativa. Tal comportamento foi identificado, também, na correlação entre *poison pills* com cláusulas péticas e rentabilidade, uma evidência de que, no contexto brasileiro, o entrincheiramento gerencial relaciona-se, negativamente, com o desempenho da companhia.

A correlação positiva entre a adoção de *poison pills* e o *market-to-book* alinha-se às evidências de Ge e Kim (2013), que demonstram que a adoção de dispositivos *anti-takeover* correlaciona-se, positivamente, à oportunidade de crescimento das empresas. De forma similar, observa-se, também, que o *market-to-book* se modifica, de forma conjunta, com a alavancagem, a rentabilidade e o tamanho, tendo em conta os coeficientes de correlação positivos e estatisticamente significantes.

Corroborando os achados de Ge e Kim (2014) e de González e García-Meca (2013), verifica-se que a rentabilidade e o tamanho da firma tendem a variar de forma conjunta, em vista do coeficiente de correlação positivo e estatisticamente significativo, ao passo que a rentabilidade e o endividamento se comportam de forma inversa, considerando-se o coeficiente negativo de correlação.

Com base nos resultados da Tabela 6, percebe-se que a variável *Poisonpill* não se apresenta significativamente associada aos *accruals* discricionários na maioria dos quantis, sendo o quantil 25 o único que apresenta relação estatisticamente significativa. Tendo em vista que essa evidência não foi consistente ao longo dos modelos estimados, verifica-se, de forma geral, que a simples adoção das *poison pills* não exerce influência significativa no nível de gerenciamento de resultados.

Por um lado, isso não sinaliza que as companhias estudadas não estão envolvidas em práticas de gerenciamento de resultados, pois essa variável não se apresenta estatisticamente distinta do grupo-base (companhias que não adotam *poison pills*), com exceção das firmas presentes no quantil 75. Por outro, verifica-se que a adoção desse dispositivo *anti-takeover*, quando aliado a uma cláusula estatutária pétrea, exerce influência positiva nos *accruals* discricionários, em linha com a hipótese de pesquisa de que *poison pills* com cláusulas péticas são positivamente associadas à prática de gerenciamento de resultados. Isso ocorre porque a variável *Poisonpill* \times *CP* relaciona-se, de forma positiva e significativa, com os *accruals* discricionários em todos os quantis, o que evidencia que a forma de implementação desse

mecanismo *anti-takeover* influencia o aumento do nível de gerenciamento de resultados.

Tabela 6

Resultados da estimação da regressão quantílica

	Variável dependente: AD				
	Q(0,10)	Q(0,25)	Q(0,50)	Q(0,75)	Q(0,90)
<i>Poisonpill</i>	0,0134 (0,0336)	0,0402* (0,0206)	0,0169 (0,0147)	-0,0005 (0,0148)	-0,0167 (0,0319)
<i>Poisonpill x CP</i>	0,1139* (0,0675)	0,0856** (0,0413)	0,0659** (0,0296)	0,0694** (0,0297)	0,1118* (0,0640)
<i>MTB</i>	0,0020 (0,0028)	0,0027 (0,0017)	0,0027** (0,0012)	0,0036*** (0,0012)	0,0051* (0,0026)
<i>Alav</i>	-0,0694*** (0,0062)	-0,0179*** (0,0038)	-0,0121*** (0,0027)	-0,0154*** (0,0027)	-0,0142** (0,0058)
<i>Rent</i>	0,5461*** (-0,0887)	0,4278*** (0,0543)	0,3595*** (0,0389)	0,3075*** (0,0391)	0,2432*** (0,0841)
<i>Tamanho</i>	-0,0040 (0,0071)	0,0060 (0,0043)	-0,0034 (0,0031)	-0,0069** (0,0031)	-0,0192*** (0,0067)
<i>Constante</i>	-0,3544*** (0,0582)	-0,3279*** (0,0355)	-0,1472*** (0,0255)	-0,0016 (0,0256)	0,2005*** (0,0551)
<i>Pseudo R2</i>	0,0819	0,0691	0,0556	0,0435	0,0425
Observações	1312	1312	1312	1312	1312
Número de companhias	235	235	235	235	235

Nota. Erro-padrão entre parênteses; ***significante a 1%; **significante a 5%; *significante a 10%.

Além disso, deve-se analisar o efeito cumulativo das *poison pills* com cláusulas pétreas, comparando-as com o grupo-base (constante): representado pelas companhias que não adotam *poison pills*, o grupo-base apresenta-se associado negativamente e significativamente com os *accruals* discricionários nos quantis 10, 25, 50 e 90, sinalizando que as companhias presentes nesses quantis podem estar envolvidas em práticas de gerenciamento de resultados que visem à redução do nível de *accruals* discricionários, como a redução dos lucros (*income minimization*) ou a redução da variabilidade dos lucros (*income smoothing*).

Nesse sentido, pela adição entre os betas da variável *Poisonpill* × *CP* e da constante, percebe-se que os valores dos quantis 10, 25 e 50 aproximam-se de zero, o que poderia sugerir que as *poison pills* com cláusulas pétreas estão atenuando os *accruals* discricionários negativos nesses quantis e aumentando os *accruals* discricionários nos quantis 75 e 90, similar a padrões de gerenciamento de resultados que buscam reportar maiores níveis de *accruals* discricionários positivos, como a maximização dos lucros (*income maximization*).

Quanto às variáveis de controle, percebe-se que a variável *Rent* apresenta coeficientes positivos e significantes, ao nível de 1%, em todos os quantis. Similarmente, a variável *Alav* apresenta coeficientes significativos em todos os quantis, mas com coeficientes negativos.

Por fim, o *MTB*, *proxy* para a perspectiva de crescimento das empresas, apresenta coeficientes positivos e significativos nos quantis 50, 75 e 90, ao passo que a variável *Tamanho* apresenta relação negativa e estatisticamente significativa com os *accruals* discricionários apenas nos quantis 75 e 90.

Buscando identificar se os coeficientes das variáveis investigadas são estatisticamente diferentes entre os quantis, foi realizado o teste de Wald, que tem como H_0 que a diferença entre os quantis é igual a zero. Os resultados do teste encontram-se evidenciados na Tabela 7.

Tabela 7

Resultados do teste de Wald

Variável	Grupos de Quantis						Conjunto
	Q(0,10) Q(0,25)	Q(0,25) Q(0,50)	Q(0,50) Q(0,75)	Q(0,75) Q(0,90)	Q(0,10) Q(0,50)	Q(0,50) Q(0,90)	
<i>Poisonpill</i>	1,34	1,04	3,47*	0,35	0,01	1,00	1,06
<i>Poisonpill x CP</i>	0,41	0,13	0,02	0,17	0,57	0,19	0,30
<i>MTB</i>	0,08	0,00	0,43	0,42	0,05	0,76	0,37
<i>Alav</i>	1,73	0,13	1,81	0,07	1,53	0,22	1,60
<i>Rent</i>	0,67	1,73	0,68	0,93	1,29	2,91*	1,55
<i>Tamanho</i>	3,41*	5,54**	0,80	2,86*	0,01	3,63*	2,51**

Nota. Erro-padrão entre parênteses; ***significante a 1%; **significante a 5%; *significante a 10%.

Com base nos resultados do teste de Wald, rejeita-se a hipótese nula para as variáveis *Poisonpill* (entre os quantis 50 e 75) e *Tamanho*, na maioria dos quantis e, ainda, no conjunto, o que evidencia que essas variáveis apresentam diferenças estatisticamente significantes entre os quantis. No caso da variável *Tamanho*, verifica-se que ela poderia conturbar todo o erro caso fosse estimada uma regressão linear. Entretanto, ressalte-se que se optou pela utilização da regressão quantílica como solução de canto para o problema de *outliers* da variável dependente.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Apesar de a literatura jurídica evidenciar que as *poison pills*, no contexto brasileiro, têm como intuito a promoção do entrincheiramento dos gestores (Maestri, 2011; Martes, 2014; Martins, 2015), não se pode inferir que a simples adoção desse dispositivo *anti-takeover* influencia significativamente o nível de gerenciamento de resultados, dado que a variável *Poisonpill* não exerce influência significativa no nível de gerenciamento de resultados na maioria dos quantis.

Sob essa perspectiva, pode-se considerar que esse resultado amplia e corrobora os achados do estudo realizado por Portulhak et al. (2017), que demonstra que a adoção das *poison pills* por empresas brasileiras listadas no segmento Novo Mercado não causa impacto significativo no nível de gerenciamento de resultados.

Comparado ao contexto internacional, observa-se que tal achado diverge dos resultados dos estudos empíricos, haja vista que foi encontrada relação significativa entre as *poison pills* e os *accruals* discricionários, seja ela positiva (Small et al., 2015) ou negativa (Ge & Kim, 2014; Jiraporn, 2005; Zhao & Chen, 2008a).

No entanto, deve-se ressaltar que essa divergência pode ocorrer devido às diferenças entre mercados, pois o mercado de capitais norte-americano é mais desenvolvido que o brasileiro (Portulhak et al., 2017; Vieira et al., 2009), e é um indicativo desse fato a quantidade de companhias investigadas em estudos anteriores, no âmbito internacional.

Além de serem mais completas as amostras dos estudos internacionais, tanto em termos quantitativos das companhias estudadas como das séries de tempo analisadas, esses achados, também, podem divergir quanto às diferenças na estrutura de propriedade das companhias. Portulhak et al. (2017) e Vieira et al. (2009) evidenciam que, no mercado acionário brasileiro, as companhias possuem controle predominantemente concentrado, diferentemente do contexto norte-americano, onde a estrutura de concentração é predominantemente pulverizada.

Entretanto, verifica-se que as *poison pills* com cláusulas pétreas efetivamente

diferenciam-se das *poison pills* na maioria dos quantis, pois apresentam coeficientes positivos e estatisticamente significantes, o que se alinha à hipótese de que as *poison pills* com cláusulas pétreas são positivamente associadas à prática de gerenciamento de resultados.

Com base nesse resultado, sugere-se que o entrincheiramento gerencial propiciado pela adoção de *poison pills* com cláusulas pétreas pode estar levando à redução da qualidade das informações contábeis reportadas pelas companhias abertas brasileiras, em vista da associação positiva entre a adoção desse dispositivo *anti-takeover* e a prática de gerenciamento de resultados.

Sob a perspectiva do efeito exacerbante, esse resultado corrobora os achados de Small et al. (2015), que evidenciam que a adoção de dispositivos *anti-takeover*, como as *poison pills*, podem propiciar incentivos para o aumento do nível de gerenciamento de resultados.

Em relação às variáveis de controle, percebe-se que o coeficiente positivo e estatisticamente significativo da variável *MTB* converge com estudos anteriores (Dechow et al., 2011; Zhao & Chen, 2008a; Zhao & Chen, 2009), que evidenciam que o *MTB* apresenta-se positivamente relacionado com o nível de gerenciamento de resultados. Com base nesse resultado, infere-se que, quanto maior for a perspectiva de crescimento das empresas desses quantis, maior será a possibilidade de os gestores envolverem-se em práticas de gerenciamento de resultados para sustentar essa expectativa do mercado.

No tocante à variável *Alav*, sugere-se que companhias que apresentam alto grau de alavancagem financeira são propensas a reduzirem os níveis de gerenciamento de resultados, contrapondo-se, assim, os achados de Bona-Sánchez et al. (2011) e Small et al. (2015), que evidenciam que firmas mais alavancadas tendem a apresentar maiores níveis de gerenciamento de resultados.

Uma possível causa de a variável *Alav* influenciar negativamente o nível de gerenciamento de resultados é o fato de que as companhias que apresentam maiores níveis de alavancagem podem estar expostas a níveis crescentes de monitoramento institucional, o que minimiza a probabilidade de a companhia gerenciar seus resultados (Becker, DeFond, Jimbalvo, & Subramanyam, 1998).

A variável *Rent* comportou-se como o esperado, corroborando estudos anteriores (González & García-Meca, 2014; Kothari et al., 2005; Sincerre et al., 2016), que sugerem que a rentabilidade influencia positivamente os *accruals* discricionários, tendo em vista a importância de os gestores apresentarem um bom desempenho da companhia aos usuários das informações contábeis.

Por fim, o coeficiente positivo e estatisticamente significativo da variável *Tamanho* sugere que, devido ao maior monitoramento por investidores e analistas, gestores de grandes empresas (quantis 75 e 90) tendem a ter menores níveis de gerenciamento de resultados, corroborando os achados de González e García-Meca (2014).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo investigou se as *poison pills* com cláusulas pétreas exercem influência no gerenciamento de resultados, considerando-se a incipiência de estudos que investigaram a influência das cláusulas estatutárias *poison pills* no nível de gerenciamento de resultados de companhias brasileiras, assim como as particularidades desse dispositivo *anti-takeover* em relação às *poison pills* utilizadas por companhias norte-americanas, como as cláusulas pétreas.

Com base nos resultados, sugere-se que a simples adoção das *poison pills* não exerce influência no nível de gerenciamento de resultados de companhias brasileiras. Entretanto, de

forma exploratória, verificou-se que as *poison pills* com cláusulas pétreas efetivamente diferenciam-se das *poison pills*, ao passo que elas se apresentaram positivamente e significativamente associadas aos *accruals* discricionários, em todos os quantis estimados, corroborando, assim, a hipótese de pesquisa.

Essa nova evidência acerca da relação entre as *poison pills* com cláusulas pétreas e o gerenciamento de resultados pode esclarecer investidores e reguladores ao sinalizar que a adoção desse dispositivo *anti-takeover* está relacionada à redução da qualidade das informações contábeis reportadas pelas companhias, em vista de sua associação positiva com o nível de gerenciamento de resultados.

Essa evidência parte do princípio de que os gestores estão protegidos de potenciais ameaças do mercado de controle corporativo com a adoção de *poison pills* com cláusulas pétreas, já que elas impedem a remoção do dispositivo *anti-takeover*. Sob a ótica do efeito exacerbante, considera-se que esse entrincheiramento dos gestores fornece incentivos para que eles se envolvam em práticas de gerenciamento de resultados.

Assim, o presente estudo contribui teoricamente ao sinalizar que as *poison pills*, quando aliadas às cláusulas estatutárias pétreas, podem gerar conflitos de agência, por possibilitar que os gestores envolvam-se em atividades de gerenciamento de resultados, pois podem tomar decisões que visem à não realização de negociações que propiciem a criação de riqueza dos acionistas, ou focar na obtenção de benefícios próprios, como redução na distribuição de lucros aos acionistas e aumento na remuneração dos executivos.

Os resultados deste estudo podem ser utilizados como base para futuras pesquisas, já que a possível evolução do mercado acionário brasileiro pode ensejar novas perspectivas acerca da relação entre a adoção de *poison pills* e o nível de gerenciamento de resultados. Sugere-se, assim, investigar como mecanismos de governança corporativa, internos ou externos, poderiam moderar o efeito das *poison pills* com cláusulas pétreas no nível de gerenciamento de resultados, uma vez que alguns deles podem mitigá-lo, como a independência do conselho, o *board interlocking* e a qualidade da auditoria. Ademais, pesquisas futuras poderiam analisar os fatores determinantes da adoção de *poison pills* por companhias brasileiras e a convergência, ou não, com os determinantes da adoção de *poison pills* com cláusulas pétreas.

REFERÊNCIAS

- Ambrozini, M. A., Pimenta, T. Jr., & Gaio, L. E. (2015). As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o *takeover* hostil. *Revista de Administração IMED*, 5(1), 59-69. <https://doi.org/10.18256/2237-7956/raimed.v5n1p59-69>.
- Azevedo, Y. G. P. A., & Nakao, S. H. (2019). The influence of poison pills on executive compensation. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 36-61. <https://dx.doi.org/10.14392/asaa.2019120303>
- Banko, J., Frye, M. B., Wang, W., & Whyte, A. M. (2013). Earnings management and annual general meetings: the role of managerial entrenchment. *The Financial Review*, 48(2), 259-282. <https://doi.org/10.1111/fire.12003>
- Barbosa, F. H. Filho. A Crise Econômica de 2014/2017. (2017). *Estudos Avançados*, 31(89), 51-89.
- Becker, C, DeFond, M. L., Jimbalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00547.x>

- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2011). Defence measures and earnings management in an owner dominant context. *Journal of Business & Finance Accounting*, 38(7), 765-793. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02246.x>
- Burgstahler, D., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: earnings management in european private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.983>
- Cardoso, R. L., Souza, F. R. S. N., & Dantas, M. M. (2015). Impactos da adoção do IFRS na acumulação discricionária e na pesquisa em gerenciamento de resultados no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 65-84. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015212>
- Caton, G. L., & Goh, J. (2008). Corporate governance, shareholder rights, and shareholder rights plans: poison, placebo, or prescription? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(2), 381-400. <https://doi.org/10.1017/S0022109000003562>
- Chen, J. J., & Zhang, H. (2014). The impact of the corporate governance code on earnings management – evidence from Chinese listed companies. *European Financial Management*, 20(3), 596-632. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2012.00648.x>
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249-263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>
- Conyon, M. J., & He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: a quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 79, 198-211. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.006>
- Cunha, P. R., & Piccoli, M. R. (2017). Influência do *board interlocking* no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 179-196. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201701980>
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400-420.
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2011). Predicting Material Accounting Misstatements. *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 17-82. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01041.x>
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: a new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- DeFond, M. (2010). Earnings quality research: advances, challenges and future research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 402-409. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.004>
- Domingos, S. R. M., Ponte, V. M. R., Paulo, E., & Alencar, R. C. (2017). Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 89-107. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n31p89>
- Dutra, E. S., & Costa, F. M. (2014). A relação entre gerenciamento de resultados e conservadorismo contábil em companhias abertas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 149-170. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2014070106>

- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The impact of managerial entrenchment on agency costs: an empirical investigation using UK panel data. *European Financial Management*, 15(3), 497–528. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036x.2007.00418.x>
- Ge, W., & Kim, J. (2014). Boards, takeover protection, and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 43(4), 651-682. <https://doi.org/10.1007/s11156-013-0388-2>
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?. *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1700-8>
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Huang, H. H., Wang, W., & Zhou, J. (2013). Shareholder rights, insider ownership and earnings management. *Abacus*, 49(1), 46-73. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2012.00390.x>
- Hwang, L., & Lee, W. (2012). Do takeover defenses impair equity investors' perception of "higher quality" earnings?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 27(3), 325-358. <https://doi.org/10.1177/0148558X11409155>
- Jarrell, G. A., Brickley, J. A., & Netter, J. M. (1988). The market for corporate control: the empirical evidence since 1980. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 49-68. <https://doi.org/10.1257/jep.2.1.49>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Jiraporn, P. (2005). An empirical analysis of corporate takeover defences and earnings management: evidence from the US. *Applied Financial Economics*, 15(5), 293-303. <https://doi.org/10.1080/0960310042000323607>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Kothari, S., Leone, A., & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Leal, R. P. C., Carvalhal, A. L., & Iervolino, A. P. (2015). One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), 134-161.
- Leal, L. T. Y., Girão, L. F. A. P., Lucena, W. G. L., & Martins, V. G. (2017). Persistence, value relevance, and accruals quality in extreme earnings and cash flow situations. *Revista de Administração Mackenzie*, 18(3), 203-231. <http://dx.doi.org/10.1590/1678-69712017/administracao.v18n3p203-231>
- Lopes, P. F., Costa, D. F., Carvalho, F. M., & Castro, L. G. Jr. (2016). Desempenho econômico e financeiro das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo das crises de 2008 e 2012. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 105-121. <http://dx.doi.org/10.4270/RUC.2016106>
- Maestri, H. C. (2011). Estudo comparado sobre a aplicabilidade das *poison pills* no direito brasileiro e norte-americano. *Revista Direito em Discurso*, 4(1), 64-73.
- Martes, C. R. (2014). Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado (Dissertação de mestrado). Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

- Martins, C. L. (2015). *As poison pills e a proteção conferida aos acionistas minoritários no Brasil* (Dissertação de mestrado). Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP, Brasil.
- Martins, E., Miranda, G. J., & Diniz, J. A. (2017). *Análise Didática das Demonstrações Contábeis*. São Paulo: Atlas.
- Moura, G. D., & Beuren, I. M. (2017). Influência da estrutura de propriedade e do gerenciamento familiar sobre o posicionamento em fusões e aquisições. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 25(1), 129-149. <http://dx.doi.org/10.18359/rfce.2658>
- Nguyen, P., Rahman, N., & Zhao, R. (2018). CEO characteristics and firm valuation: a quantile regression analysis. *Journal of Management & Governance*, 22(1), 133-151. <https://doi.org/10.1007/s10997-017-9383-7>
- Othman, H. B., & Zeghal, D. (2006). A study of earnings management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: the Canadian and French cases. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 406-435. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.09.004>
- Portulhak, H., Theiss, V., Kuhl, M. R., & Colauto, R. D. (2017). *Poison pills e gerenciamento de resultados: estudo em companhias do Novo Mercado da BM&FBovespa*. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 25-42. <https://doi.org/10.4270/RUC.2017207>
- Rhee, E. Y., & Fiss, P. C. (2014). Framing controversial actions: regulatory focus, source credibility, and stock market reaction to poison pill adoption. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1734-1758. <https://doi.org/10.5465/amj.2012.0686>
- Schepker, D. J., & Oh, W. (2013). Complementary or substitutive effects? Corporate governance mechanisms and poison pill repeal. *Journal of Management*, 39(7), 1729-1759. <https://doi.org/10.1177/0149206312441209>
- Schepker, D. J., Oh, W., & Patel P. C. (2016). Interpreting equivocal signals: market reaction to specific-purpose poison pill adoption. *Journal of Management*, 44(5), 1953-1979. <https://doi.org/10.1177/0149206316635250>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102. <https://doi.org/10.12691/jfe-6-2-1>
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & Santos, J. O. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 291-305. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201601660>
- Small, K, Kwag, S. W., & Li, J. (2015). Do shareholder rights influence managerial propensity to engage in earnings management?. *Journal of Economics and Finance*, 39(2), 308-326. <https://doi.org/10.1007/s12197-013-9254-2>
- Sousa, E. F., Sousa, A. F., & Demonier, G. B. (2016). Adoção das IFRS no Brasil: efeitos no conservadorismo contábil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 10(2), 136-147. <https://doi.org/10.17524/repec.v10i2.1290>
- Sunder, D. L. (2013). The controversial “poison pill” takeover defense: how valid are the arguments in support of it?. *NMIMS Management Review*, 23, 47-66.
- Vafeas, N. (1997). Determinants of the choice between alternative share repurchase methods. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12(2), 101-124. <https://doi.org/10.1177/0148558x9701200201>
- Vieira, J., Martins, E., & Fávero, L. P. L. (2009). *Poison pills no Brasil: um estudo exploratório*. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 6-24. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772009000200002>
- Zhao, Y., & Chen, K. H. (2008a). The influence of takeover protection on earnings management. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(3-4), 347-375. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02081.x>

- Zhao, Y., & Chen, K. H. (2008b). Staggered boards and earnings management. *The Accounting Review*, 83(5), 1347-1381. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.5.1347>
- Zhao, Y., & Chen, K. H. (2009). Earnings quality effect of state antitakeover statutes. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(2), 92-117. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.01.007>
- Zhao, Y., Chen, K. H., & Yao, L. J. (2009). Effects of takeover protection on earnings overstatements: evidence from restating firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 33(4), 347-369. <https://doi.org/10.1007/s11156-009-0128-9>

Anti-takeover Protection and Earnings Management: The Eternity Poison Pills Effect

ABSTRACT

Objective: *This study aims to investigate whether eternity poison pills influence the earnings management level of Brazilian public companies.*

Method: *We collect data from the bylaws obtained on the website of the Brazilian Securities and Exchange Commission, aiming to identify the use of poison pills and “eternity” clauses by 235 non-financial companies. The information needed to estimate discretionary accruals using the Jones Modified model, and the control variables included in the econometric model, were obtained through the Bloomberg® database. For the data analysis, we use quantile regression, considering the outliers present in the sample.*

Originality/Relevance: *This study fills a gap in the literature regarding the effect of eternity poison pills on discretionary accruals, given that this relationship has not been explored in the Brazilian context. Thus, it is relevant for investors and regulators because it provides evidence on the effects of implementing this anti-takeover mechanism.*

Results: *The main results provide novel evidence on the relationship between poison pills and earnings management in the Brazilian context, demonstrating that this anti-takeover device, when associated with an “eternity” bylaw clause, is positively related to discretionary accruals.*

Theoretical contributions: *It contributes theoretically by showing that the managerial entrenchment caused by the adoption of poison pills with “eternity” clauses may reduce the accounting information quality, shedding light for investors and regulators about this effect of implementing this anti-takeover mechanism.*

Keywords: *Poison Pills; Earnings Management; Anti-takeover Devices.*

Yuri Gomes Paiva Azevedo 
Universidade de São Paulo, SP, Brasil
yuriazvedo@live.com

Adilson de Lima Tavares 
Universidade Federal do Rio Grande do Norte,
RN, Brasil
adilson.tavares@ufrnet.br

Anderson Luiz Rezende Mól 
Universidade Federal do Rio Grande do Norte,
RN, Brasil
mol@ufrnet.br

Raimundo Marciano de Freitas
Neto 
Instituto Federal de Educação, Ciência e
Tecnologia do Rio Grande do Norte, RN, Brasil
raimundomfn@gmail.com

Received: September 07, 2019

Revised: January 23, 2020

Accepted: April 17, 2020

Published: November 16, 2020

