



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SOCIOECONÔMICO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE - MESTRADO**

**ISAAC PACHECO SILVA**

**RELAÇÃO DAS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS NO PREÇO E NO  
RETORNO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS  
NA B3**

**Florianópolis  
2022**

**ISAAC PACHECO SILVA**

**RELAÇÃO DAS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS NO PREÇO E NO  
RETORNO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS  
NA B3**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Orientador(a): Prof.(a) Suliani Rover, Dr.(a)

Florianópolis

2022



SILVA, ISAAC PACHECO

RELAÇÃO DAS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS NO PREÇO E NO RETORNO  
DAS AÇÕES DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3 / ISAAC  
PACHECO SILVA ; orientador, SULIANI ROVER, 2022.

82 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa  
Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de Pós-Graduação em  
Contabilidade, Florianópolis, 2022.

Inclui referências.

1. Contabilidade. 2. Combinação de Negócios. 3. Preço da  
ação. 4. Retorno da ação. I. ROVER, SULIANI. II.  
Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-  
Graduação em Contabilidade. III. Título.

**ISAAC PACHECO SILVA**

**RELAÇÃO DAS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS NO PREÇO E NO  
RETORNO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS  
NA B3**

O presente trabalho em nível de Mestrado foi avaliado e aprovado, em 12 de Dezembro de 2022, pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof.(a) Márcia Bianchi, Dra.  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof.(a) Denize Demarche Ferreira Minatti, Dra.  
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. José Alonso Borba, Dr.  
Universidade Federal de Santa Catarina

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

---

Prof. (a) Ilse Maria Beuren, Dra.  
Coordenadora PPGC/UFSC

---

Prof.(a) Suliani Rover, Dra.  
Orientadora

Florianópolis, 2022

A minha avó Delza (*in  
memoriam*), pelo exemplo de vida  
e de amor incondicional que se  
possa ter por um neto. Te amo.

## **AGRADECIMENTOS**

**A Deus, pelo dom da vida e pelos diversos dons e carismas a mim concedidos.**

**Aos meus pais Sandro e Ana Paula, por terem me ensinado valores que levo por toda a vida e por terem me apresentado a contabilidade quando ainda criança.**

**Ao meu avô Luzenir (*in memoriam*), por todas as conversas sobre vida, carreira, política, profissão, universidade, entre tantas outras das quais sinto muita falta.**

**À minha avó Tomazia, pelo amor e carinho.**

**A toda a minha família, pelo apoio e companheirismo de sempre.**

**Agradeço à minha orientadora, professora Suliani, pela amizade, dedicação e aprendizado compartilhado durante o mestrado, e que, mesmo em licença-maternidade, me acompanhou durante esta jornada.**

**À professora Dr<sup>a</sup> Márcia Bianchi, por todos os valiosos apontamentos metodológicos durante a pesquisa, os quais me fizeram repensar sobre muitas coisas e me encorajaram.**

**Aos professores Denize Demarche Minatti Ferreira e José Alonso Borba pelos apontamentos na qualificação de mestrado.**

**À professora Maria Denize Henrique Casagrande e ao nosso reitor Prof. Irineu, por todo apoio e parceria dentro da Universidade.**

**Aos demais professores do departamento de Ciências Contábeis da UFSC, em especial aos do Núcleo de Estudos Contábeis e de Controladoria (NECC) que, de alguma forma, contribuíram para minha formação.**

**Ao meu primo Charles, pelo incentivo e pelas dicas de como lidar com as situações.**

**Aos amigos de antigas gestões do Centro Acadêmico de Ciências Contábeis (CACiC) por terem acompanhado minha trajetória mesmo após a graduação.**

**Ao amigo Renato Tozelli Nolli, pelo valioso apoio na coleta e organização dos dados.**

**Agradecimento especial a toda a equipe de servidores da Câmara Municipal de Vereadores de Paulo Lopes, principalmente a Elaine, por terem me dado suporte e força para chegar até o fim, mesmo em um ano conturbado e desafiador, e por me mostrarem que um vereador atuante, com uma grande equipe, pode, sim, concluir um mestrado.**

**Aos amigos da Ortecont Contabilidade, pelo companheirismo e confiança.**

**À Universidade Federal de Santa Catarina, pela estrutura e condições para realização de meu mestrado.**

**A todos que, de alguma forma, colaboraram para a construção desta dissertação de mestrado.**

*... bem-aventurados os que  
têm fome e sede de justiça,  
porque eles serão fartos;  
Mt 5:6*

## RESUMO

Silva, I. P. (2022). *Relação das Combinações de Negócios no Preço e no Retorno das Ações de Empresas Brasileiras Listadas na B3*. [Dissertação de Mestrado]. Universidade Federal de Santa Catarina.

Fusões, cisões, incorporações e aquisições de empresas são denominadas combinações de negócios sempre que a operação caracterizar a obtenção de controle por meio da companhia adquirente de sua adquirida. O objetivo deste estudo foi analisar a relação da combinação de negócios nos preços e nos retornos das ações das empresas brasileiras listadas na B3 em períodos pré e pós-combinação de negócios entre os anos de 2010 e 2021. Para isso, foram analisadas 466 empresas listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Inicialmente, foram realizadas comparações entre as empresas que realizaram combinações de negócios e aquelas que não realizaram, por meio de testes de hipóteses de diferenças de médias (teste t). Após, foi realizada a análise descritiva das características das combinações de negócios, como o *goodwill* e o *goodwill* relativo (*goodwill*/contraprestação). Também foram realizadas estimações de regressão linear múltipla com dados empilhados – *Pooled Ordinary Least Squares (POLS)*, com inclusão de *dummies* por setor, a fim de controlar os efeitos fixos dessa ordem. Os resultados apontam que a combinação de negócios impacta de forma negativa o preço da ação no momento do anúncio e da obtenção do controle da operação. Entretanto, o *goodwill* demonstrou-se significativo para explicar o preço da ação nestes períodos. O valor do preço das ações de empresas que realizaram combinações de negócios demonstrou-se maior, em média, que o valor das empresas que não realizaram combinações de negócios. O *goodwill* relativo tem influência negativa sobre o preço das ações. Em relação ao retorno da ação, os resultados demonstram que a combinação de negócios, quando analisados seus efeitos a curto prazo, tem influência negativa na variação do retorno ao acionista, entretanto, possui influência positiva quando analisados seus efeitos a longo prazo. Assim, o estudo contribui para o enriquecimento da literatura sobre o tema, relacionando a combinação de negócios com o mercado financeiro nacional, verificando o comportamento perante anúncios e concretizações de fusões e aquisições na perspectiva de curto e longo prazo.

**Palavras-chave:** Combinação de Negócios; Preço da Ação; Retorno aos Acionistas.

## ABSTRACT

Silva, I. P. (2022). *The Relationship of the Business Combination in the Prices and Return of the Shares of Brazilian Companies Listed on B3* [Dissertação de Mestrado]. Universidade Federal de Santa Catarina.

*Operations such as mergers, incorporation, spin-off, and acquisition of companies are more commonly carried out by companies. These operations are called business combinations whenever the operation characterizes the acquisition of control through the acquiring company of its acquirer. The study objective was to analyse the relationship of the business combination in the prices and return of the shares of Brazilian companies listed on B3 in pre and post-business combination periods between the years 2010 and 2021. Four hundred sixty-six listed companies on B3 – Brazil, Bolsa, Balcão were analyzed. Initially, comparisons were made between companies that carried out business combinations and those that did not through hypothesis tests of differences in means (t test). Afterward, a descriptive analysis of the characteristics of the business combination, such as goodwill and relative goodwill (goodwill / price paid), was carried out. Multiple linear regression estimates were also performed with stacked data - Pooled Ordinary Least Squares (POLS), including dummies by sector and year (Covid) to control the order's fixed effects. The results indicate that the business combination negatively impacts the share price at the time of the announcement and at the moment of obtaining control of the operation. However, goodwill was significant in explaining the share price in these periods. The value of the share price of companies that carried out business combinations were shown to be higher, on average, than the value of companies that did not carry out business combinations. Relative goodwill has a negative influence on stock prices. Regarding the stock return, the results demonstrate that the business combination, when analyzed for its short-term effects, negatively influences the variation of the return to the shareholder. However, it has a positive influence when analyzed for its long-term effects. Thus, the study contributes to the enrichment of the literature about the subject, relating the combination of businesses with the national financial market, verifying the behavior of it behaves in the face of announcements and implementations of mergers and acquisitions in the short and long term perspective.*

**Keywords:** *Business Combination; Share Price; Return to Shareholders.*

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Método de Aquisição .....	17
Figura 2: Identificação do <i>Goodwill</i> e do Ganho Proveniente Compra Vantajosa .....	18
Figura 3: Maiores combinações de negócios ocorridas no ano de 2021.....	19
Figura 4: Aquisição do Grupo Seara Alimentos em 04 de Janeiro de 2010.....	30
Figura 5: Cálculo do retorno da ação – Marfrig Global Foods S.A.....	31
Figura 6: Evolução da quantidade de combinações de negócios entre 2010 e 2021.....	40

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estudos relacionados .....	24
Tabela 2: Amostra de pesquisa.....	29
Tabela 3: Resumo das variáveis dependentes e independentes .....	29
Tabela 4: Exemplo de coleta de cotação – Marfrig Global Foods S.A.....	33
Tabela 5: Número de empresas que realizaram combinações de negócios.....	41
Tabela 6: Quantidade combinações ocorridas no período por setor da B3.....	42
Tabela 7: Empresas que mais realizaram combinações de negócios em cada ano analisado....	44
Tabela 8: Maiores Contraprestações em Combinações de Negócios no período.....	46
Tabela 9: Maiores ágios em expectativa de rentabilidade futura ( <i>Goodwill</i> ) registrados.....	46
Tabela 10: Estatísticas descritivas das variáveis entre 2010/2021.....	47
Tabela 11: Matriz de correlação entre as variáveis.....	48
Tabela 12: Preço médio anual das ações de empresas brasileiras.....	48
Tabela 13: Resultados dos testes para heterocedasticidade - variável dependente: preço.....	49
Tabela 14: Relação do ANÚNCIO da Combinação de Negócios com o preço da ação.....	50
Tabela 15: Relação da Combinação de Negócios com o preço da ação no momento do CONTROLE.....	51
Tabela 16: Relação entre preço no anúncio e preço na data do controle.....	52
Tabela 17: Relação da característica <i>Goodwill</i> com o preço da ação no momento do CONTROLE.....	53
Tabela 18: Relação da característica <i>Goodwill</i> Relativo com o preço da ação no momento do CONTROLE.....	54
Tabela 19: Estatística descritiva das variáveis entre os anos de 2010/2021.....	56
Tabela 20: Matriz de correlação entre as variáveis.....	56
Tabela 21: Resultados dos testes para heterocedasticidade - variável dependente: retorno.....	57
Tabela 22: Relação do impacto no retorno da ação pré-combinação de negócios.....	57
Tabela 23: Relação da Combinação de Negócios com o retorno da ação – curto prazo.....	58
Tabela 24: Relação da Combinação de Negócios com o retorno da ação – longo prazo .....	59
Tabela 25: Resultado das Hipóteses de Pesquisa.....	60

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

1AA	1 Ano Antes
1AP	1 Ano Após
6MA	6 Meses Antes
6MP	6 Meses Após
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
COMB	Combinação de Negócios
CONTRAPR	Contraprestação da operação
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
<i>GOODWILL</i>	Ágio por Expectativa de Rentabilidade Futura
IASB	<i>International Accounting Standards Boards</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
LPA	Lucro por Ação
M&A	<i>Merger &amp; Acquisition</i>
NATU3	Cotação da empresa NATURA S.A.
NECC	Núcleo de Estudos de Controladoria e Contabilidade
NYSE	Bolsa de Valores de Nova York
PREÇO	Variável Preço
RESULTADO	Variável Resultado do Período
RET	Variável Retorno ao Acionista
RET PRE	Variável Retorno ao Acionista no Período Anterior
RET POS	Variável Retorno ao Acionista no Período Posterior
ROA	Rentabilidade sobre o Ativo
UFPR	Universidade Federal do Paraná
UFSC	Universidade Federal de Santa Catarina
USP	Universidade de São Paulo
VMA	Valor de Mercado por Ação

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
1.1	CONSIDERAÇÕES INICIAIS .....	9
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA .....	12
1.3	OBJETIVOS .....	12
<b>1.3.1</b>	<b>Objetivo Geral.....</b>	<b>13</b>
<b>1.3.2</b>	<b>Objetivos Específicos .....</b>	<b>13</b>
1.4	JUSTIFICATIVA DO ESTUDO .....	13
1.5	ESTRUTURA DO ESTUDO .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>16</b>
2.1	COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS.....	16
2.2	MERCADO ACIONÁRIO E A EXPECTATIVA DO RETORNO POR AÇÃO ....	21
2.3	ESTUDOS RELACIONADOS .....	23
2.4	DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES.....	25
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>28</b>
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....	28
3.2	AMOSTRA.....	28
3.3	VARIÁVEIS ANALISADAS E COLETA DE DADOS .....	29
<b>3.3.1</b>	<b><i>Variável dependente.....</i></b>	<b>31</b>
<b>3.3.2</b>	<b><i>Variáveis independentes explicativas .....</i></b>	<b>34</b>
<b>3.3.3</b>	<b><i>Variáveis independentes de controle .....</i></b>	<b>35</b>
3.4	TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS.....	37
<b>3.4.1</b>	<b>Regressão linear múltipla com dados empilhados - POLS .....</b>	<b>37</b>
<b>4</b>	<b>RESULTADOS E DISCUSSÕES.....</b>	<b>38</b>
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA QUALITATIVA.....	38
4.2	ANÁLISE DOS MODELOS DE REGRESSÃO.....	44
<b>4.2.1</b>	<b><i>Variável dependente: Preço da Ação.....</i></b>	<b>44</b>
<b>4.2.2</b>	<b><i>Variável dependente: Retorno da Ação.....</i></b>	<b>55</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>59</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>66</b>



# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Operações como fusão, incorporação, cisão e aquisição de empresas são cada vez mais comuns de serem realizadas pelas empresas (Euclides, 2022; Gutierrez, 2019). Estas operações são denominadas combinações de negócios sempre que a operação caracterizar a obtenção de controle por meio da companhia adquirente de sua adquirida (Vieira, 2018) e a intenção for ampliar o alcance, fortalecer a posição de mercado, aproveitar sinergias, entre outros. Com isso, as combinações de negócios podem ser uma estratégia bem-sucedida quando planejada e executada de forma cuidadosa e eficiente (Santos, 2018).

O mercado financeiro traz consigo uma série de pressupostos que podem influenciar na percepção de preço e valor das empresas. Na visão de Zhang (2012), um fator que tem correlação com a volatilidade do mercado financeiro é a corrupção, refletindo efeitos negativos para a economia e para a sociedade. Teruel (2017) preconiza que empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a ser menos afetadas por notícias de corrupção, no que tange à volatilidade de suas ações. Outra variável que influencia o desempenho das ações são fatores externos que impactam sobre a economia nacional e global, como a pandemia da Covid-19. Ma et al. (2020) atentam que o distanciamento social e o fechamento de empresas provocados pela pandemia provocaram uma desaceleração econômica, com efeitos globais. As bolsas de valores dos Estados Unidos e da Europa, por exemplo, sofreram queda de 30% (Gomsen & Koiken, 2020). O mesmo desfecho se confirma no mercado brasileiro, que registrou perdas de cerca de 50% entre os primeiros meses da pandemia (Seven & Yilmaz, 2020).

Em cenários normais e de estabilidade econômica, outros fatores começam a determinar o *Valuation* das empresas, com a finalidade de analisar a relação entre preço e o valor destas no mercado. Neste contexto, estudos buscam entender a relevância da informação contábil sobre o valor das empresas, sobretudo no mercado de capitais (Marçal & Batista, 2019). Bushman e Smith (2001) revelam que a informação contábil de qualidade aumenta a eficácia dos investimentos. Com isso, para a avaliação de uma empresa e posterior investimento, deve-se observar seu histórico financeiro, o mercado em que a empresa opera, a perspectiva de crescimento e seu comportamento frente a concorrentes (Duarte et al., 2021). Dentre estas perspectivas de crescimento, encontram-se as operações de combinação de negócios.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) (2011), por meio do Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1), regula as práticas contábeis sobre combinações de negócios no Brasil.

Esta norma tem por objetivo aprimorar as características qualitativas da informação contábil atinente às combinações de negócios. O CPC reflete a convergência às Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS), sendo a IFRS3 a norma que expõe as diretrizes da combinação de negócio, e ressalta que esta norma está em fase de discussão a nível internacional, sendo a convergência do Brasil recente, datada de 2010. Entretanto, já é possível verificar impactos da adoção da norma sobre o mercado brasileiro (Moro et al., 2017).

Estudos nesta área visam contribuir para as discussões a respeito da normativa estabelecida pelo CPC 15 (R1), vinculando-a a outras temáticas a fim de verificar sua influência tanto em indicadores internos, como a evidenciação nos demonstrativos contábeis (Nakayama & Salotti, 2014) e rentabilidade (Dinkinson et al., 2016), como também em fatores externos e de mercado, como os impactos na bolsa de valores (Toigo et al., 2014).

Existe um debate entre os analistas do mercado financeiro a fim de compreender o comportamento do retorno e valorização das ações das empresas nos momentos que antecedem, uma Combinação de Negócios, como o anúncio, e após a concretização da realização, quando o adquirente obtém o controle sobre a adquirida. De acordo com Zogby (2019), após a compra da americana Avon, as ações da brasileira Natura despencaram cerca de 8%. Ainda de acordo com Zogby (2019), após as primeiras notícias do acordo entre as companhias, as ações na bolsa de valores da Natura (NATU3) dispararam cerca de 9,7% e, nos dias que se sucederam, subiram quase 40% diante de uma queda de 0,3% do Ibovespa. Entretanto, após a confirmação dos termos do negócio, os papéis despencaram cerca de 8%, o que acabou por intrigar os especialistas. Estas divergências entre as expectativas antes e após a confirmação dos termos ocorrem em praticamente toda operação de compra e venda de empresas e se dão pelo fato de haver diferentes sinergias relacionadas ao *goodwill* no que tange ao que se espera das empresas que participam do negócio (Caixeta, 2010; Li & Sloan, 2015).

O *goodwill*, também conhecido como ágio de expectativa de rentabilidade futura, é um ativo determinado pelas normas IFRS, alvo de questionamentos quanto a sua subjetividade no reconhecimento nas operações de combinações de negócios (Babokardos & Rimmel, 2014). Com isso, o *goodwill* vem sendo tema de estudos devido a sua importância e por ser o mais conhecido dentre os demais intangíveis classificados como não identificados, principalmente quando gerados internamente (Barros & Rodrigues, 2013). O tratamento contábil do *goodwill* é muito influenciado pelo valor justo, tanto no momento inicial de seu reconhecimento quanto posteriormente nos testes de recuperabilidade (Baboukardos & Rimmel, 2014; Souza & Borba, 2017). Feltes et al. (2021) indicam evidências empíricas de que o *goodwill* é relevante para o mercado de capitais.

No início de março de 2019, a América Móvil (detentora da Claro Brasil) anunciou a compra da Nextel Brasil em uma operação de R\$3,4 bilhões. De acordo com Melo (2019), as ações da América Móvil fecharam em alta de 3,5% na Bolsa de Nova York após a compra. Por outro lado, as ações da NII *Holdings*, que até então era a dona da Nextel Brasil, recuaram cerca de 28,8% na NASDAQ *Stok Market*.

O CPC 00 (R2, 2019), na Estrutura Conceitual para Relatórios Financeiros, menciona que a informação relevante é aquela que tem valor preditivo, confirmatório, ou ambos, sendo capaz de fazer a diferença na tomada de decisão dos usuários, estando intimamente relacionada a sua materialidade. Ohlson (1995) relata uma ligação entre a avaliação e os números contábeis, em que o enfoque da relevância das informações reque que se identifiquem itens contábeis e que a avaliação ocorra dentro do preço das ações. Deste modo, a literatura contempla estudos que buscam a relação entre a combinação de negócios e as variações nos preços das ações (Louis, 2004; Higgins, 2012; Toigo et al. (2014).

Toigo et al. (2014) analisaram a relação dos *accruals* discricionários em períodos pré e pós-combinação de negócios no Brasil com o desempenho da companhia no mercado de ações no mesmo período. O estudo constatou maior retorno das ações no período pré-combinação de negócios em comparação com o período posterior. Gong et al. (2008) verificaram que o mercado é capaz de prever, de uma forma parcial, a longo prazo, os efeitos dos processos pós-combinação de negócios.

Mishra (2018) analisou os anúncios de Fusões e Aquisições de empresas farmacêuticas em diversos países entre o período de 1997 e 2015 e avaliou o impacto destes anúncios sobre o retorno aos acionistas. Os resultados demonstraram retornos positivos aos acionistas no momento do anúncio. Wong e Cheung (2009) relatam que em operações de Combinações de Negócios realizadas em países asiáticos como China, Japão, Hong Kong, Singapura, Coreia do Norte e Taiwan, a informação sobre a aquisição societária é considerada boa notícia para acionistas das empresas combinadas e ela não se concretiza para os acionistas das empresas-alvo. Da mesma forma, os autores relatam que, após o anúncio da combinação, o retorno anormal aos acionistas depende do tipo de aquisição realizada.

O desempenho no mercado das companhias após operações de Combinações de Negócios também pode sofrer interferências de fatores externos. Knapp et al. (2006), por exemplo, inferiram que o retorno anormal pós-combinação das empresas financeiras do setor bancário foi significativamente maior quando comparado ao setor industrial nos cinco primeiros anos após as fusões em empresas norte-americanas. Brunner (2002), assim como Mishra (2018), demonstram haver tendência de retorno positivo aos acionistas em operações de

aquisições. Wangerin (2019) apresenta a mesma narrativa, entretanto estas informações são influenciadas também por outros fatores, como o setor em que atuam (Knapp et al., 2006), o período de expectativa de retorno (Toigo et al., 2014) e a ocorrência de *due diligence* (Wangerin, 2019). Portanto, esta pesquisa realiza uma análise mais abrangente, a fim de associar as diferentes possibilidades de influência de variáveis relacionadas ou não à combinação de negócios nas variações dos preços das ações das empresas em âmbito nacional.

## 1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

A criação de valor por meio de aquisições tem efeito positivo no desempenho integral da firma, o que resulta na obtenção de sinergias, no melhoramento receitas e na diminuição de custos (Jensen & Ruback, 1993). Entretanto, ainda não há consenso na literatura sobre o efeito de estratégias de crescimento por meio de operações de fusões e aquisições sobre a criação de valor das empresas (Bortoluzzo et al., 2014).

A Teoria da Firma tem sido uma das explicações teóricas de motivações para a realização de fusões e aquisições, uma vez que a literatura não encontra suporte em alguma teoria geral (Kloekner, 1994). De acordo com Alves e Zotes (2016), a teoria é apontada como uma solução nos pontos em que a empresa atinge seu tamanho máximo, sendo a operação de fusão e aquisição uma opção de crescimento orgânico.

Resultado da busca pelo crescimento, as operações de Combinações de Negócios têm sido enfoque de pesquisas acadêmicas (Souza & Borba, 2017; Wangerin, 2019), principalmente após a vigência de sua normatização contábil, por meio do CPC 15 (R1) (2011). Higgins (2012) ressalta que essas operações acabam por desencadear a criação, distribuição e redistribuição da riqueza de seus acionistas. Entretanto, evidencia-se uma lacuna empírica de pesquisas que relacionem a Combinação de Negócio à variação no preço das ações das empresas. Diante disto, este estudo tem o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação da Combinação de Negócios no preço e no retorno das ações das empresas brasileiras listadas na B3?**

## 1.3 OBJETIVOS

Baseado na temática abordada, traçou-se o objetivo geral desta pesquisa, assim como os objetivos específicos para nortear o estudo.

### 1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo deste estudo é analisar a relação da Combinação de Negócios nos preços e nos retornos das ações das empresas brasileiras listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2021.

### 1.3.2 Objetivos Específicos

A partir do objetivo geral, foram traçados objetivos específicos para servir como orientação para o estudo:

- a) comparar a média do preço das ações de empresas que realizaram combinações de negócios com aquelas que não realizaram;
- b) verificar se o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) e sua relação com o total da contraprestação têm influência no preço das ações de empresas que realizaram combinações de negócios;
- c) verificar se o anúncio e a concretização de uma operação de combinação de negócio influenciam o preço das ações de empresas brasileiras; e
- d) verificar, a curto e longo prazo, o efeito da combinação de negócio no retorno da ação de empresas brasileiras.

## 1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Em todo o mundo, empresas realizam operações de fusões e aquisições. Xie et al. (2017) revelam que o Brasil se encontra entre os 20 países que mais realizam combinação de negócios no mundo, também sendo o 12º país com maior foco de investimento-alvo nestas operações entre os anos de 2005 e 2014. Deste modo, diversos estudos realizam revisões de literatura a fim de verificar os determinantes para estas operações que podem sofrer influências externas, como a legislação institucional do país anfitrião em relação aos mercados financeiros, tributações, governança corporativa, além de influências culturais e geográficas (Xie et al, 2017).

A literatura estuda a interferência da Combinação de Negócios em diferentes áreas, sejam internas ou externas à empresa. King et al. (2019) identificaram diferenças nas associações entre os preços de ações pós-aquisição e diferentes tipos de intangíveis adquiridos, concluindo que estão positivamente associados aos preços de ações pós-aquisição. Do mesmo

modo, Silva e Rover (2022) e Dinkinson et al. (2016) observam o impacto que estas operações possuem sobre a rentabilidade das companhias.

Este estudo procura contribuir com a literatura sobre o tema ao analisar os impactos que o anúncio e a realização de uma combinação de negócios podem ter no preço das ações da companhia. Este tema é abordado em literaturas estrangeiras, e um pioneiro no debate ao tema foi Mandelker (1974), que analisou esta ótica em fusões de empresa da Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). Ao redor do mundo, pesquisas relacionam o desempenho acionário a fusões e aquisições: Fatemi et al. (2017) no Japão, Dodd e Ruback (1977) nos EUA, Rivas et al. (2017) no Chile, entre outros.

Diante deste cenário, percebe-se que estudos no cenário nacional que investigam este fator ainda são escassos. Toigo et al. (2014) investigaram o mercado brasileiro, relacionando o tema a *accruals* discricionários em períodos pré e pós-Combinação de Negócios. Em vista disso, este estudo visa identificar no Brasil a influência nos preços das ações decorrente de operações de combinações de negócios, sendo uma originalidade no escopo de pesquisas na área de contabilidade financeira. A partir dos achados deste estudo, é possível estimar se a Combinação de Negócio tem relação com o preço das ações das empresas, fornecendo recomendações práticas que possam ser úteis a empresas e gestores para a tomadas de decisões estratégicas futuras. Este estudo também possui contribuição para o Núcleo de Estudos de Contabilidade e Controladoria (NECC) da Universidade Federal de Santa Catarina, ao atualizar o escopo de pesquisa sobre o tema de Combinações de Negócios e fomentar outros pesquisadores na temática.

A metodologia utilizada neste estudo complementa a utilizada anteriormente por estudos como Toigo et al. (2014) e Gong et al. (2014), ao adaptar a análise em busca de uma explicação se a Combinação de Negócios de fato tem relação com a variação no preço das ações, assim como o valor do preço da ação nos dias de anúncio e efetivação da operação analisados. Assim, com as adaptações na metodologia, o estudo pode ser útil para pesquisas futuras e aplicações práticas na área de Combinação de Negócios.

## 1.5 DELIMITAÇÃO E ESTRUTURA DO ESTUDO

O estudo delimita-se às empresas brasileiras não financeiras de companhia aberta listadas na B3 que se encontravam ativas em 2022 e que possuíam informações ativas no banco de dados do Economática®. A pesquisa também se delimita ao período de 2010 a 2021, sendo

o período de início de vigência do CPC 15 até o último exercício social fechado anterior à\* coleta de dados.

Este trabalho contempla no segundo capítulo seu referencial teórico, que visa dar suporte ao estudo realizado. Nessa perspectiva, ele está formado pelos seguintes tópicos: Combinações de negócios; Mercado Acionário e a Expectativa do Retorno da Ação; e Estudos relacionados. No terceiro capítulo, estão apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para o alcance dos objetivos desta pesquisa. O quarto capítulo contempla a análise dos resultados, seguido do capítulo das conclusões.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

Diversas são as motivações que levam as empresas a realizarem operações de Fusões e Aquisições, como a expansão de marcas, expectativas de distribuição de fluxos de caixa e diminuição de concorrência. Kloeckner (1994) ressalta que fusões e aquisições resultam em um menor custo de níveis de produção ou até mesmo em fazer com que a empresa tenha seus custos fixos rateados por bases maiores. O autor também alerta para a redução do risco de insolvência. Jensen (1988) traz o conflito de agência entre gestores e acionistas como uma das motivações para a realização dessas operações.

A busca de uma associação entre fusões e aquisições com uma corrente teórica é foco de diversos trabalhos acadêmicos. Kloeckner (1994) revela que estas operações não estão totalmente relacionadas a uma teoria geral que as suporte. Entretanto, existe um conjunto de explicações que derivam da Teoria da Firma. Estas explicações englobam desde a maximização da riqueza aos acionistas até a determinação do tamanho da firma, oferecendo capacidade de desenvolvimento e crescimento. Alcian e Demsetz (1972), Berle e Means (1988) e Mussnich (1979) buscaram historicamente esta relação.

Baseado no interesse em investigar a temática, observa-se que a maioria dos motivos que fundamentam operações de Fusões e Aquisições são as teorias da firma relativas à Teoria da Maximização dos Lucros das Firms e da Utilidade Gerencial. Firth (1980) relata que o mercado tem forças que motivam os gestores a maximizar a riqueza dos acionistas por meio de suas decisões. Entretanto, além do nível de lucratividade, os administradores também optam por maximizar a utilidade, a fim de reduzir o risco de perder seus empregos e aumento de suas remunerações em detrimento do aumento da riqueza dos acionistas. Ambas as óticas são obtidas por meio do aumento da firma. Logo, as fusões e aquisições acabam por ser uma forma rápida de alcançar estes objetivos.

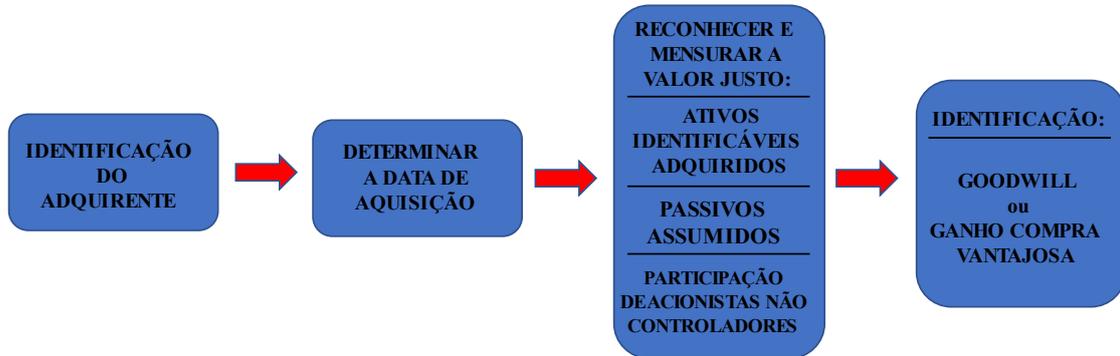
Com o avanço da indústria entre o final do século XIX e o início do século XX, percebe-se o aumento de um cenário competitivo. Veblen (1997) evidencia que, naquele momento, o objetivo das empresas passou a ser a construção de uma firma lucrativa, em que a empresa passasse a ter o objetivo de aumentar a riqueza de seus proprietários. Atualmente, ainda se percebe este cenário competitivo entre as empresas, todavia, observa-se um redirecionamento no enfoque da teoria da firma, com uma ênfase na governança corporativa (Camargos & Coutinho, 2008).

Nos casos em que o tamanho de uma empresa chega em seu ponto máximo, a fusão ou aquisição é apontada como uma possível solução dentro da ótica da Teoria da Firma. Percebe-se este cenário quando o custo para realizar uma atividade adicional na firma for igual ao preço de mercado desta atividade. Coase (1937) elucida que, neste contexto, a fusão e a aquisição é uma maneira de aumentar o tamanho da empresa, proporcionando à empresa crescer organicamente. Dentre estas operações, enquadram-se também as Combinações de Negócios.

As Combinações de Negócios no Brasil são regidas pelo Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) (2011). Ele dispõe sobre regras contábeis relacionadas às operações de combinação de negócios entre entidades que não tenham controle em comum. O referido Pronunciamento Técnico é relacionado à norma *International Financial Reporting Standards* nº 03 (IFRS 3) do *International Accounting Standards Boards* (IASB). As discussões acerca desta norma ainda são recentes e sua aplicação ainda precisa ser analisada com cautela. Mario et al. (2011) relatam que a implementação da norma ainda é uma questão muito complexa em países como o Brasil, que adotaram as normas internacionais. Com isso, verifica-se a dificuldade dos órgãos normatizadores e pesquisadores em definir padrões, principalmente no que tange à divulgação das informações (Schipper, 2007).

A fim de atender a definição de uma Combinação de Negócios, faz-se necessário o controle da adquirente sobre a adquirida. O controle pode ocorrer através da aquisição de capital votante, entrega de ativos ou de instrumentos de capital e de outras formas pelas quais o adquirente consiga o poder sobre os negócios de sua adquirida. Com isso, para determinar como é detectado o controle do investidor sobre a investida, o CPC 36 (R3) estabelece que o investidor é capaz de controlar a sua investida quando possui poderes capazes de afetar os retornos da empresa e, por este motivo, tem direitos e está exposto a esses direitos.

As operações de Combinações de Negócios devem seguir o método de aquisição, em que se reconhecem todos os itens dispostos na norma sobre seus ativos, passivos, participações societárias, além do reconhecimento e mensuração do ágio por rentabilidade futura (*goodwill*) ou do ganho proveniente de compra vantajosa. O CPC 15 (R1) (2011) estabelece quatro passos que devem ser seguidos para contabilização pelo método de aquisição, reflexos da norma IFRS3, conforme Figura 1.

**Figura 1***Método de Aquisição*

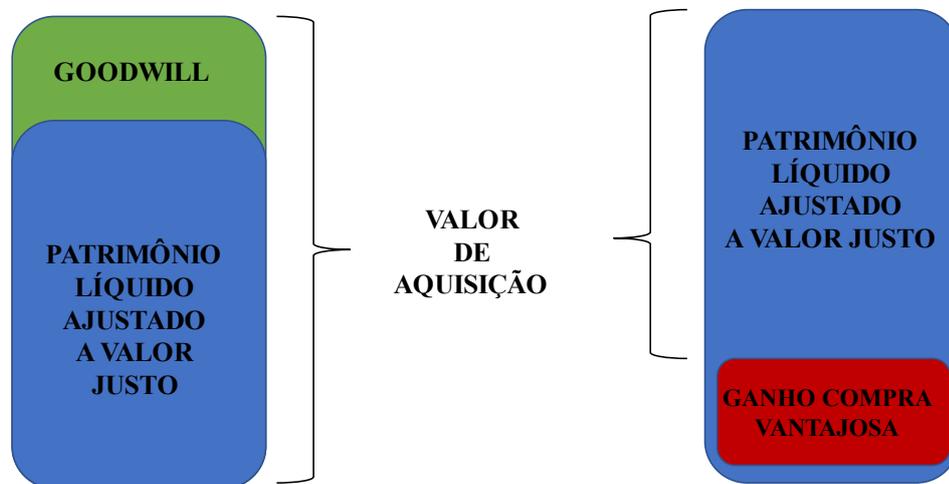
Nota: Elaborada com base no CPC 15 (R1) (2011).

Na utilização da contabilização pelo método de aquisição, é importante relacionar a normativa ao CPC 36 (R3) (2012) com o intuito de identificar o adquirente, com base na obtenção do controle. Relacionado a este fator, a data de aquisição em uma operação de Combinação de Negócios deve ser reflexo deste controle, sendo identificada como o dia em que o controle da adquirida é obtido. Azevedo (2010) destaca que, quando a empresa controladora possuir, direta ou indiretamente por meio de suas controladas, mais da metade do poder de voto da entidade, presume-se que exista controle. Em seguida, o reconhecimento e mensuração a valor justo dos ativos identificáveis adquiridos, assim como os passivos assumidos, e a participação dos acionistas não controladores devem ser realizados.

Uma das etapas mais importantes do método de aquisição é a identificação do *goodwill* e da Compra Vantajosa, como elucidado na Figura 2.

**Figura 2**

*Identificação do goodwill e do ganho proveniente de compra vantajosa*



Nota: Elaborada com base no CPC 15 (R1) (2011).

De acordo com o CPC 15 (R1) (2011, p 24), o *goodwill* é “um ativo que representa benefícios econômicos futuros resultantes dos ativos adquiridos em combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos”. Assim, sua identificação se dá pela diferença entre o valor pago e o valor justo dos ativos líquidos da companhia adquirida. Entretanto, quando existe um excesso de valor justo comparado ao valor pago na aquisição, identifica-se o Ganho proveniente de Compra Vantajosa. A diferença de identificação entre essas operações também se dá na contabilização, visto que o *goodwill* é alocado junto aos investimentos da empresa adquirente, sendo realocado como ativo intangível na consolidação. Já o ganho proveniente de Compra Vantajosa deve ser alocado ao resultado do período (CPC 15 (R1) (2011)).

Uma das premissas para o estudo de Combinações de Negócios é o acesso às informações de fusões e aquisições, uma vez que essas informações possuem uma importância significativa para o meio econômico e social. Por este motivo, alguns estudos verificaram como está ocorrendo a evidenciação das informações acerca de Combinações de Negócios no Brasil. Nakayama e Salloti (2014) observam que após o primeiro ano de divulgação da Norma CPC 15, ano de 2010, o índice de *disclosure* foi considerado baixo. Souza e Borba (2017) também concluem que a média do nível de evidenciação nas Combinações de Negócios realizadas entre os anos de 2010 e 2013 é considerada baixa, em consequência da maioria dos itens obrigatórios no CPC 15 (R1) terem obtido percentual de divulgação inferior a 50%, não sendo suficiente para proporcionar visões dos fatores que integram o *goodwill* adquirido pelas companhias.

Outras análises concernentes as evidenciações foram realizadas por Souza e Francisco (2016), que ressaltam que a variável “*Goodwill*” se mostrou negativamente relacionada ao nível de *disclosure*, e que a variável “Rentabilidade” se mostrou significativa com coeficiente negativo, o que indica que as adquirentes com menor índice de rentabilidade tenderam, em média, a realizar um maior nível de divulgação relativo à Combinação de Negócios. Por sua vez, Silva e Rover (2022), em uma análise do período de 2010 a 2017, verificam que as empresas classificadas nos Setores da B3 Consumo Cíclico e Consumo Não Cíclico foram os setores que possuíram maior evidenciação das suas combinações de negócios.

O grupo RGS Partners (2022), uma das assessorias líderes em fusões e aquisições, emitiu relatório com uma compilação das transações mais relevantes ao mercado brasileiro entre os anos de 2011 e 2021. De acordo com o relatório, apenas no ano de 2021 houve transações anunciadas de mais de 50 milhões de reais. Dentre as principais transações, destacam-se:

### Figura 3

*Maiores combinações de negócios ocorridas no ano de 2021*

Announced Date	Target	Buyer/Investor	Transaction Value (R\$mm) <sup>1, 2</sup>	EV/ Revenues LTM <sup>1, 2</sup>	EV/EBITDA LTM <sup>1, 2</sup>
Jan-08-2021	 Grupo NotreDame Intermédica	 hapvida	53,527	5.1x	30.2x
Apr-12-2021	 REDEENERGIA	 energisa	28,341	2.2x	9.0x
Feb-08-2021	 BR PETROBRAS RLAM Refinery of	 MUBADALA	8,783	-	-

Nota: Recuperada de RGS Partner, 2022

Conforme elucidado na Figura 3, uma das maiores operações ocorreu entre a operadora de planos de saúde Hapvida e o Grupo NotreDame Intermédica, em valor superior a R\$ 53 milhões. Ainda de acordo com o relatório, o setor de saúde foi um dos que mais realizou operações no ano de 2021, mostrando uma possível estratégia financeira das operadoras de planos de saúde devido à pandemia da Covid-19 (RGS, 2022).

A evidenciação de dados sobre Combinações de Negócios é essencial, uma vez que informações como a avaliação valor justo, por exemplo, são consideradas subjetivas, necessitando serem detalhadas aos usuários externos (Baboukardos & Rimmel, 2014). Estas informações a usuários externos são importantes pela relevância que podem trazer. Linhas de

estudo como Kothari e Wasley (2019) destacam novas vertentes de pesquisas que verificam a influência de informações contábeis em previsões macroeconômicas. Shalev (2009) afirma a importância que operações de Combinação de Negócios têm para a economia de um país. Mishra (2018) analisa o retorno que operações de Combinações de Negócios trazem a seus acionistas. Portanto, a busca pela análise do impacto dessas operações nas mais diversas áreas deve ser foco frequente de pesquisas acadêmicas.

## 2.2 MERCADO ACIONÁRIO E A EXPECTATIVA DO RETORNO POR AÇÃO

O mercado acionário é o local em que as empresas de capital aberto negociam suas ações, ou seja, seu patrimônio. Conseqüentemente, muitos investidores acompanham o funcionamento e as reações deste mercado para direcionarem seus investimentos (Ferreira et al., 2021).

De acordo com Macedo Júnior (2013, p. 188), “em uma bolsa, são realizadas transações de compra e venda de ações em mercado livre e aberto, organizado e fiscalizado pelas próprias corretoras e autoridades monetárias, como a CVM – Comissão de Valores Mobiliários”. Em vista disso, a Bolsa de Valores é o local em que os investidores controlam seus investimentos em rendas variáveis. No Brasil, a Bolsa de Valores oficial, a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, criada em 1980, é o local onde as principais empresas nacionais negociam seus papéis, sendo a quinta maior bolsa de mercado de capitais e financeiro do mundo (Moreira, 2017).

O valor de uma ação é definido entre a relação de compradores e vendedores. De forma geral, a ação tem maior valor quando acontece uma maior procura por ela na Bolsa de Valores. Em contrapartida, ela perde o valor conforme aumenta o número de vendedores que oferecem o papel (Prado, 2016).

Muitos acionistas e investidores utilizam o lucro como forma de analisar a viabilidade de um negócio. Com isso, os analistas de mercado acabam por intermediar o processo de tomada de decisão de gestores. Mota et al. (2017, p. 12) relatam que “através da sua habilidade de resumir e distribuir a informações, os analistas de mercado atuam como redutores da assimetria da informação entre gestor e investidores”. Desta forma, acaba por ser grande a pressão em cima das empresas para que gerem resultados consonantes aos previstos pelos analistas de mercado.

Ao avaliar os efeitos que podem determinar o comportamento das ações de uma empresa na bolsa, é necessário entender os efeitos tamanho e valor. Conforme Machado e Medeiros (2014), o efeito tamanho segue a linha de que as ações de pequenas empresas tendem a obter

um desempenho maior do que as grandes empresas em um mesmo período, o que contraria a premissa de *fair game*. Já o efeito valor segue a linha de que os investidores sobrerreagem em relação ao desempenho passado das empresas, dando uma maior avaliação as ações que possuem uma alta perspectiva de crescimento (*growth stocks*) e menor valor para aquelas que não possuem perspectiva de crescer (*value stocks*).

Estas perspectivas de crescimento das empresas e seus tamanhos se relacionam com as Combinações de Negócios, uma vez que, após a aquisição, muitas empresas aumentam seu patrimônio, sua posição no mercado e, conseqüentemente, seus acionistas, assim como especuladores esperam determinado crescimento nas vendas e nos lucros. A partir de Combinações de Negócios, ativos e passivos não registrados nos balanços das empresas adquiridas podem ser reconhecidos. É o caso dos ativos gerados internamente. Santos (2015) afirma que esses intangíveis não evidenciados, bem como a representatividade do intangível, podem influenciar no valor de mercado das companhias.

A informação contábil exerce papel fundamental no mercado acionário. Pacheco e Rover (2020) revelam, por exemplo, que os ativos intangíveis, de modo geral, são relevantes para o mercado acionário, contribuindo com o valor de mercado. Para isto, estuda-se a relevância da informação contábil e seu impacto no valor. Scott (2015) relata que uma das formas de aferir a relevância de uma informação contábil é a verificação da variação do preço das ações da empresa. Segundo o autor, se a informação for útil, fará com que os tomadores de decisão alterem suas crenças, afetando o preço das ações da empresa. Ball e Brown (1968) afirmam que as mudanças no preço são reflexo do fluxo de informações, o que permite ao preço da ação se ajustar conforme as informações são divulgadas. Barth et al. (2001) ressaltam que a informação contábil faz a diferença na decisão dos usuários se, de fato, for relevante. O *value relevance*, como se denomina esta abordagem, evidencia a relevância dos valores contábeis. Os estudos de *value relevance* utilizam o modelo de Ohlson (1995), analisando o Patrimônio Líquido e o Lucro Líquido das empresas. Nesta linha, Santos et al. (2019) analisaram se, de fato, o *value relevance* era relevante, concluindo que, com a adoção das IFRS, o *value relevance* do patrimônio líquido evidencia queda, enquanto o *value relevance* do lucro líquido apresenta alta, indo em descontro a Gonçalves et al. (2014).

Um dos fatores que merece atenção no que diz respeito ao preço das ações é a análise de gerenciamento de resultados. Isto ocorre porque uma das principais motivações dos gestores de realizarem fusões e aquisições é a busca de aumento de ativos sob seu controle, decorrentes de problemas de agência (Mendes et al., 2018). Paulo (2007) relata que a informação contábil é influenciada por critérios alternativos de mensuração e evidenciação que podem ocasionar

ajustes contábeis de natureza discricionária, ou que podem de fato não compreender a realidade dos fatos. A busca de benefícios aos executivos nestas situações é conhecida como gerenciamentos de resultados (Paulo, 2007).

A alteração proposital de resultados contábeis influencia o mercado acionário. Domingos et al. (2017) investigaram a prática de gerenciamento de resultados por parte das empresas em períodos próximos à realização de ofertas públicas de ações, concluindo que o aumento de lucros por meio de gerenciamento ocorre de forma mais intensa nos trimestres que norteiam a oferta pública de ações. Shivakumar (2000) afirma que o mercado desfaz completamente os efeitos da manipulação de resultados no anúncio da combinação de negócios. Já Toigo *et al.* (2014), por sua vez, indicam que, no período anterior à combinação de negócio, acontece um gerenciamento de resultados negativo superior ao observado em períodos posteriores.

### 2.3 ESTUDOS RELACIONADOS

A Tabela 1 apresenta estudos relacionados à combinação de negócios, seus autores, datas de publicação, assim como seus objetivos e conclusões:

**Tabela 1**  
*Estudos Relacionados*

AUTOR	TÍTULO	OBJETIVO	CONCLUSÕES
Brunner (2002)	<i>Does M&amp;A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker.</i>	Investigar se as combinações de negócios realizadas pelas empresas estão apresentando retornos financeiros aos seus acionistas.	O estudo concluiu que cerca de 60 a 70% das empresas que realizaram combinações de negócios não apresentam retorno de capital aos acionistas.
Toigo et al. (2014)	<i>Accruals</i> discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações.	Avaliar a relação dos <i>accruals</i> discricionários em períodos pré e pós-combinação de negócios no Brasil com o desempenho da companhia no mercado de ações no mesmo período.	Constatou-se que há maior lucro e retorno por ações nos períodos pré-combinação de negócios em comparação com o período posterior, mesmo havendo <i>accruals</i> negativos superiores no período pré em relação ao período pós-combinação.
Dinkinson; Wangerin; Wild (2016)	<i>Accounting Rules and Post-Acquisition Profitability in Business Combination</i>	Examinar como os métodos contábeis de compra e aquisição afetam a participação da empresa no mercado.	O mercado não apresenta efeitos negativos sobre a rentabilidade em relação à margem bruta decorrente da contabilização de estoques, receitas diferidas, depreciações e amortizações em período pós-aquisição de combinações de negócios.
Mishra (2018)	<i>Effect of M&amp;A announcement on acquirer stock prices in the Pharmaceutical sector and the role of bid premium</i>	Verificar se os anúncios de fusões e aquisições de empresas no ramo farmacêutico estavam trazendo retorno aos acionistas.	O estudo conclui haver retorno positivo aos acionistas para os anúncios de M&A entre os anos de 1997 – 2005.
Souza e Gartner (2019)	Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil: análise dos efeitos de aquecimento do mercado.	Investigar a reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições (F&A) de bancos no Brasil ocorridos em momentos de aquecimento do mercado.	A possível causa de retornos anormais acumulados positivos dos bancos rivais dos adquirentes recém-fusionados são os indicadores de rentabilidade levemente positivos dos bancos fusionados (ROA e ROE). Em mercados mais concentrados, a probabilidade de fusão dos bancos rivais diminui.
Silva e Rover (2022)	Os Impactos pós-combinação de negócios na rentabilidade das empresas brasileiras	Verificar quais os impactos que a combinação de negócios pode ter na rentabilidade das empresas brasileiras em um período pós-aquisição.	A Combinação de Negócio impacta a rentabilidade do ativo de forma negativa, ou seja, em um primeiro momento, a realização de uma Combinação de Negócios acaba por diminuir a rentabilidade da empresa.
Wangerin (2019)	<i>M&amp;A Due Diligence, Post-Acquisition Performance, and Financial Reporting for Business Combinations</i>	Investigar os fatores que influenciam os adquirentes nas decisões de devida diligência antes e depois das partes chegarem a um acordo de aquisição e fusão. Analisar associação entre <i>due diligence</i> e relatórios financeiros nas combinações de negócios	Compradores, pressões competitivas, incentivos de relatórios financeiros de curto prazo e os problemas da agência influenciam os adquirentes, as decisões de custo-benefício sobre a devida diligência a se executar. Os adquirentes que realizam uma menor experiência de transações de <i>due diligence</i> tem significativamente menor desempenho pós-aquisição e maior probabilidade de prejuízos.
Cruz, Carvalho, Paiva, Ribeiro e Araújo (2020)	Eficiência informacional em anúncios de criação de <i>joint-ventures</i> no mercado acionário brasileiro.	Verificar a presença da eficiência semiforte, no mercado brasileiro de ações, quando do anúncio da criação de <i>joint-ventures</i> .	O mercado se comportou de maneira eficiente na maior parte dos dias da janela de evento, sendo que apenas nos dois dias que antecederam o anúncio não houve um comportamento eficiente, indicando a possibilidade do vazamento de informações sobre a criação da <i>joint-venture</i> .

Portanto, observa-se que o mercado acionário reage de diferentes formas de acordo com decisões econômicas, políticas e administrativas. As combinações de negócios têm sido cada vez mais uma forma de empresas manterem sua hegemonia no mercado, e estas operações de aquisições acabam por impactar o mercado acionário.

## 2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Toigo e Hein (2017) ressaltam que empresas que realizaram fusões e aquisições possuem um maior desempenho no mercado. De acordo com os autores, isso ocorre pelo fato de as empresas que realizam essas operações apresentarem bons indicadores de mercado, além de estabelecer o pagamento de bons dividendos a seus acionistas. Berk e Damarzo (2009) descrevem que as operações de combinação de negócios incrementam o valor da empresa, e que isso se dá como resultado de uma sinergia criada pela combinação das duas empresas. Esta sinergia deriva de duas possíveis fontes: o aumento da receita gerada e a diminuição dos custos (Berk & Damarzo, 2009). Santana et al. (2016) corroboram essas narrativas ao afirmar que empresas que realizam estas operações apresentam uma valorização de suas ações na bolsa de valores. Deste modo, a fim de atender o primeiro objetivo específico do estudo, têm-se a primeira hipótese de pesquisa:

**Hipótese 1 (H1):** O valor do preço das ações de empresas que realizaram combinações de negócios é, em média, maior do que os registrados nas empresas que não realizaram combinações de negócios nos dias de anúncio da operação e obtenção de controle.

Estudos como o de Silva et al. (2017) mostram que o mercado acionário reage de maneira positiva ao *goodwill*. Decker et al. (2013) verificaram que empresas com maior evidência destes intangíveis apresentam maior agregação de valor. Hamberg e Beisland (2014) corroboram esta premissa ao demonstrar que o ágio possui efeito sobre o valor de mercado das companhias. Este ágio proporciona a obtenção de vantagens competitivas aos acionistas devido as características de singularidade, dificuldade de aquisição e de propriedade destes ativos intangíveis (Kayo et al., 2006). Logo, a fim de verificar se o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) e se este em relação ao total da contraprestação (*goodwill* relativo) têm influência no preço das ações e para atender o segundo objetivo específico do estudo, tem-se as segundas hipóteses de pesquisa, com base em H2:

**Hipótese 2 (H2): O *goodwill* tem influência no preço de ações de empresas brasileiras que realizaram combinações de negócios.**

**Hipótese 2(a):** O valor do *goodwill* tem influência positiva no preço de ações de empresas que realizaram combinações de negócios.

**Hipótese 2(b):** O valor do *goodwill* relativo tem influência positiva no preço de ações de empresas que realizaram combinações de negócios.

Campos et al. (2012) elucidam a necessidade dos acionistas em prever o retorno de suas ações. Brunner (2002) mostra uma visão popular de que atividades de fusões e aquisições são altamente lucrativas a seus acionistas. Mishra (2018) revela haver retorno aos acionistas após anúncios de combinações de negócios. Em contraponto, Brunner (2002) apresenta não haver este retorno. Já Toigo et al. (2018) afirmam que este retorno é maior no período pré-combinação. Neste sentido, tem-se duas terceiras hipóteses de pesquisa, com base em H3:

**Hipótese 3 (H3): A combinação de negócios impacta o preço da ação de empresas brasileiras.**

**Hipótese 3(a):** O anúncio da combinação de negócio impacta o preço da ação de empresas brasileiras de forma positiva.

**Hipótese 3(b):** A realização de uma combinação de negócio impacta o preço da ação de empresas brasileiras de forma positiva no dia da obtenção de controle.

Uma das premissas no registro do *goodwill* em operações de combinações de negócios é a expectativa por uma rentabilidade futura. Silva e Rover (2022) sugerem indícios de que a combinação de negócios reflete de maneira positiva a rentabilidade das empresas a longo prazo. Já quando se analisa diretamente a relação com o valor da cotação, Gong et al. (2008) afirmam que os adquirentes experimentam uma expectativa significativamente negativa, a longo prazo, no preço de suas ações após operações de fusões e aquisições. Barber e Lyon (1997) ressaltam a importância da verificação de retornos de ações a longo prazo. Com isso, a fim de verificar esta premissa e responder ao quarto objetivo específico deste estudo, elaborou-se a quarta hipótese de pesquisa:

**Hipótese 4 (H4):** A combinação de negócios apresenta uma influência maior e positiva no retorno da ação de empresas brasileiras a longo prazo.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

O estudo pode ser classificado como empírico, e em relação aos objetivos é descritivo, pois busca descrever os resultados ao analisar as características decorrentes de combinações de negócios que podem estar relacionadas às variações nos preços das ações das empresas. A abordagem do problema é quantitativa, uma vez que emprega testes de diferenças de médias e regressões como forma de análise dos dados (Bryman, 2012)

#### 3.2 AMOSTRA

A população deste estudo foi as empresas listadas na bolsa de valores oficial do Brasil, B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Optou-se por retirar as empresas listadas no Setor Financeiro, uma vez que as empresas que compõem este setor apresentam particularidades que poderiam comprometer o estudo (Francisco, 2021; Toigo & Hein, 2017).

Como procedimento metodológico de obtenção da amostra da pesquisa, buscou-se identificar as empresas brasileiras de capital aberto que realizaram combinações de negócios no período de 2010 a 2021. O ano de 2010 foi escolhido por ser o primeiro ano de vigência da norma CPC 15 (CFC, 2009). Assim, foram analisadas 466 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas em 31 de julho de 2022.

A Tabela 2 evidencia a amostra final utilizada no estudo.

**Tabela 2***Amostra de pesquisa*

ANO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TOTAL	466
BENS IND.	5	5	7	2	1	0	0	4	2	4	8	10	42	
CONS. CÍCLICO	5	15	16	15	13	11	6	6	5	14	26	22	135	
CONS. NÃO CÍCLICO	7	8	5	10	14	12	7	6	6	7	6	18	93	
MATER. BÁSICOS	7	3	1	2	4	3	3	5	4	3	2	4	34	
PETR., GÁS E BIOCUM.	2	5	11	2	1	0	0	2	1	1	0	0	23	
SAÚDE	14	5	6	2	2	2	10	7	6	8	4	11	63	
TECN.	0	0	0	8	8	4	4	4	3	1	2	7	37	
TELEC.	0	2	0	0	3	2	1	1	0	2	5	2	16	
UTIL. PÚBL.	0	3	5	1	2	0	1	3	1	3	3	5	23	

### 3.3 VARIÁVEIS ANALISADAS E COLETA DE DADOS

Com o intuito de efetuar a regressão linear múltipla com dados empilhados – *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), foram selecionadas variáveis dependentes e independentes para verificação dos modelos elaborados para esta pesquisa. A Tabela 3 sintetiza as variáveis analisadas:

**Tabela 3***Resumo das variáveis dependentes e independentes*

Tipo	Variável	Sigla	Coleta	Proxy	Suporte Teórico
Dependentes	Preço da ação	PREÇO	Google Finance	Preço da ação do fechamento na data selecionada.	Boas & Ribeiro (2015); Kachchhy (2015); Rahman & Liu (2021); Souza & Borba (2017); Souza & Francisco (2016); Wang et al. (2013)

Dependentes	Retorno da ação	RET	Econômica	RET PRE: divisão do preço da ação 6 meses antes da operação com o preço 12 meses antes.	Gong et al. (2008); Toigo et al. (2014)
				RET POS: divisão do preço da ação 12 meses após a operação com o preço 6 meses após..	
Independentes Explicativas	Combinação de Negócios	COMB	Notas Explicativas; Fatos Relevantes	Variável <i>dummy</i>	Mishra (2018), Silva & Rover (2022); Wangerin (2019).
				D = 0 – não realizou	
				D = 1 – realizou combinação de negócios	
	<i>Goodwill</i>	<i>GOODWILL</i>	Notas Explicativas	Valor do ágio por expectativa de rentabilidade futura registrado na operação.	Cazavan-Jeny (2011); Henning et al. (2000); Silva & Rover (2022).
	<i>Goodwill</i> Relativo	GOOD/ CONTR	Notas Explicativas	Valor da divisão entre o ágio por expectativa de rentabilidade futura e o total da contraprestação registrada na operação;	Silva & Rover (2022); Souza & Borba (2016); Nakayama & Salotti (2014); Shalev (2009).
Independentes Controle	Rentabilidade do ativo	ROA	Econômica	Valor da divisão entre o lucro líquido e o ativo médio da companhia.	Boas & Ribeiro (2015); Marcelo & Quirós (2002); Oliveira & Lopes (2008)
	Setor de Atuação (B3)	SETORB3	Econômica	Variável <i>dummy</i>	Souza & Borba (2016); Nakayama e Salotti (2014)
				D = 0 – demais setores	
	Pandemia Covid-19	COVID19			Variável <i>dummy</i>
D = 0 – demais anos					
Tamanho	TAM	Econômica	Logaritmo natural do valor do ativo total da empresa.	Santos et al. (2018).	

	Resultado do período	RESULT	Economática	Logaritmo natural do valor do resultado líquido do período.	Boas & Ribeiro (2015); Marcelo & Quirós (2002); Ribeiro (2010).
	Lucro por ação	LPA	Economática	Valor da divisão entre o lucro do período e o total de ações da empresa.	Gong et al. (2008); Toigo et al. (2014)
	Valor de Mercado por ação	VMA	Economática	Valor da divisão entre o valor de mercado registrado e o total de ações da empresa.	Gong et al. (2008); Toigo et al. (2014)

Com base na Tabela 3, verifica-se que as variáveis Preço da Ação e Retorno da Ação foram selecionadas como variáveis dependentes, reiterando estudos como Boas e Ribeiro (2015), Souza e Borba (2017), Souza e Francisco (2016), Gong et al. (2008) e Toigo et al. (2014). As variáveis independentes explicativas e de controle foram selecionadas com base na literatura de contabilidade financeira.

Na sequência desta seção, são abordadas de forma segregada as variáveis dependentes e independentes explicativas e de controle, visando respaldar teoricamente suas escolhas e os locais de coleta das informações.

### 3.3.1 Variável dependente

Foram utilizados o Preço da Ação (PREÇO) e o Retorno da Ação (RET) como variáveis dependentes. O jogo de interesses entre compradores e vendedores é o que define o preço de uma ação. Geralmente, quanto mais uma ação é procurada na Bolsa de Valores, mais ela vale. De outro lado, quanto mais vendedores oferecem o papel, a ação acaba por perder o valor. Estas ações são as parcelas que compõem o capital social de uma empresa e demonstram o valor desta em determinada data. Ely (2012) constatou em seu estudo de caso que os acionistas foram beneficiados com uma fusão entre duas empresas do ramo farmacêutico, conseguindo aumentar sua riqueza.

A literatura apresenta estudos que utilizam o Preço da Ação (PREÇO) como variável dependente (Kachchhy, 2015; Rahman & Liu, 2021; Souza & Borba, 2017; Souza & Francisco,

2016; Wang et al., 2013). Entretanto, ainda não existem correntes teóricas que delimitem o momento correto da coleta da cotação no mercado em operações de fusões e aquisições a fim de captar os efeitos destas sobre o valor da ação. Estudos como Hassan e Mohd-Saleh (2010) utilizam o preço da ação três meses após a data do encerramento social. Já Henning et al. (2000) e Lapoint-Antunes et al. (2009) realizam a coleta do preço no encerramento do exercício social. Souza e Borba (2017) relatam que autores que optam por utilizar a cotação no final do exercício social acreditam que os investidores conseguem prever e incluir nas suas avaliações as perspectivas das variáveis utilizadas nos modelos com o intuito de ver sua influência no preço da ação.

Neste estudo, acredita-se que o fato da comunicação ao mercado da intenção da realização da Combinação de Negócios e sua efetiva concretização impactam o preço do dia em que a informação foi divulgada, assim como da data da obtenção de controle. Para fins comparativos, foi coletada a cotação média anual das empresas que não realizaram combinação de negócios.

A coleta de dados acerca do Retorno das Ações aconteceu sob uma perspectiva de curto e de longo prazo. Os dados para análise de curto prazo foram baseados no modelo utilizado por Gong et al. (2008) e adaptado por Toigo et al. (2014), em que o retorno anterior à realização da Combinação de Negócios foi medido com a divisão do preço das ações da companhia 6 (seis) meses antes da realização da combinação pelo preço das ações registrado 1 (um) ano antes da combinação:

$$\text{RET PRE} = \frac{\text{Preço 6MA}}{\text{Preço 1AA}} \quad (1)$$

Para mensurar o retorno aos acionistas após a realização da combinação, realizou-se a seguinte divisão, também com base em Gong et al. (2008) e adaptado por Toigo et al. (2014): divide-se o preço registrado da ação 1 (um) ano após a combinação de negócios pelo preço registrado 6 (seis) meses após a operação:

$$\text{RET POS} = \frac{\text{Preço 1AP}}{\text{Preço 6MP}} \quad (2)$$

A análise sob a perspectiva de longo prazo aconteceu com a coleta do preço da ação registrado 4 (quatro) anos após a realização de negócio, conforme modelo utilizado por Gong et al. (2008).

A fim de exemplificar a metodologia utilizada, evidencia-se o exemplo da Combinação de Negócios ocorrida entre a empresa MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. e o GRUPO SEARA ALIMENTOS S.A, conforme Figura 4.

#### Figura 4

*Aquisição do Grupo Seara Alimentos em 04 de Janeiro de 2010*

<p>A Companhia por meio da Seara Holding Europe BV (nova denominação social de Seara CCKVL) adquiriu em 04 de janeiro de 2010 100% do Grupo Seara Alimentos S.A. e suas afiliadas na Europa e na Ásia. Não existe contraprestação contingente no acordo de compra e venda do Grupo SEARA.</p> <p>A Seara atua no negócio brasileiro de proteínas animais (aves, suínos e industrializados), compreendendo operações através de suas afiliadas na Europa e na Ásia, além de 12 plantas no segmento de produtos processados de valor adicionado e um terminal portuário.</p> <p>O quadro a seguir resume os efeitos dos ajustes do IFRS 3 (R) sobre o acervo líquido da empresa adquirida versus o preço de compra resultando no ganho na combinação de negócios:</p>
---

Nota: Notas Explicativas - Marfrig Global Foods S.A. - exercício social de 2010.

De acordo com as informações divulgadas pela empresa, a aquisição do Grupo Seara Alimentos S.A. ocorreu no dia 04 de janeiro de 2010, data base para a definição da coleta das demais cotações de preço na bolsa de valores. A B3 (2021) opera somente em dias úteis, por este motivo, quando as variáveis caem em dia não úteis, optou-se por postergar a coleta para o dia seguinte, como segue:

#### Tabela 4

*Exemplo de coleta de cotação – Marfrig Global Foods S.A.*

DESCRIÇÃO	DATA	COTAÇÃO (R\$)
Data da aquisição	04/01/2010	R\$ 19,40
6MA	06/07/2009	R\$ 16,11
1AA	05/01/2009	R\$ 7,10
6MP	06/07/2010	R\$ 17,40
1AP	04/01/2011	R\$ 15,51
4AP	03/01/2014	R\$ 3,97

A Tabela 4 revela as cotações da empresa Marfrig Global Foods S.A. ao longo do período analisado. Para fins exemplificativos, calcula-se o retorno pré-combinação de negócios (RET PRE) e o retorno pós-combinação de negócios (RET POS) a seguir:

**Figura 5**

*Cálculo do retorno da ação – Marfrig Global Foods S.A.*

RET PRE	=	$\frac{\text{Preço 6MA}}{\text{Preço 1AA}}$	=	$\frac{\text{R\$ 16,11}}{\text{R\$ 7,10}}$	=	R\$ 2,27
RET POS	=	$\frac{\text{Preço 1AP}}{\text{Preço 6MP}}$	=	$\frac{\text{R\$ 15,51}}{\text{R\$ 17,40}}$	=	R\$ 0,89

Conforme elucidado pela Figura 5, a empresa Marfrig Global Foods S.A. apresentou um retorno pré-combinação de negócios positivo de R\$ 2,27, enquanto o retorno pós-combinação apresentou-se negativo em relação à aquisição do Grupo Seara Alimentos ocorrida em 04/01/2010.

### 3.3.2 Variáveis independentes explicativas

A Combinação de Negócios (COMB) foi analisada com base nas notas explicativas das empresas, em que se observou a existência ou não de combinações de negócios, atribuindo-se, por meio de variável *dummy*, 0 (zero) para a não existência e 1 (um) para a existência da combinação de negócios durante o período analisado. Também foram coletadas informações a respeito das características das combinações de negócios. Para tal, optou-se pela coleta das informações do *Goodwill* (*GOODWILL*) e da contraprestação da operação (*CONTRAPR*).

A literatura ressalta evidências de que o mercado concede relevância ao *goodwill* reconhecido nas operações de combinações de negócios (Cazavan-Jeny, 2011; Hamberg & Beislan, 2014; Henning et al., 2000). Desta forma, o *goodwill* vem sendo empregado como variável independente em diversos estudos que abordam a temática de combinação de negócios (Ji & Lu, 2014; Souza & Borba, 2017).

Com o objetivo de operacionalizar a variável *Goodwill* (*GOODWILL*), optou-se pelo cálculo do logaritmo natural desta variável em milhares de reais, uma vez que o preço da ação possui valor muito pequeno quando comparado a estas variáveis coletadas em milhares de reais. Barbeta (2008) ressalta a importância do uso do logaritmo para ajuste das variáveis, para que essas possam ser analisadas com a mesma base de tamanho e valor.

Estudos como Souza e Borba (2016) e Nakayama e Salotti (2014) verificam o *goodwill* em razão da contraprestação transferida em operações de combinações de negócios. Por este

motivo, optou-se por utilizar a variável *Goodwill* Relativo (GOOD/CONTR) como variável para testagem da segunda hipótese de pesquisa. Segundo Shalev (2007), a relação entre o valor do *goodwill* e a parcela do valor da transação também tem influência em outros fatores relacionados à combinação de negócios, como a evidenciação.

No que tange ao anúncio da Combinação de Negócio, as informações foram coletadas com base nos fatos relevantes apresentados ao mercado e nas notas explicativas, ressaltando-se que não necessariamente uma operação anunciada acaba por se concretizar.

### 3.3.3 Variáveis independentes de controle

Para buscar outros possíveis fatores que impactem no preço da ação e no retorno a seus acionistas, utilizou-se algumas variáveis independentes de controle. Desta forma, utilizou-se as variáveis: rentabilidade do ativo (ROA), resultado do período (RESULT), tamanho (TAM), lucro por ação (LPA), valor de mercado por ação (VMA), setor de atuação na B3 (SETORB3) e a pandemia da Covid19 (COVID19).

A rentabilidade do ativo (ROA) é um indicador que demonstra o retorno do capital próprio investido nos ativos da companhia. Coelho (2016) ressalta a eficiência do processo decisório no que diz respeito à utilização dos ativos da empresa para a geração de lucros é representada pelo ROA. Minichilli et al. (2015) elucidam que o ROA pode ser considerado um bom indicador contábil, a curto prazo, para medir o desempenho financeiro da empresa. Para o cálculo desta variável, utilizou-se a divisão entre o lucro operacional antes dos impostos e o ativo total da companhia. Estudos revelam a relação positiva entre a rentabilidade do ativo e o valor das ações (Boas & Ribeiro, 2015; Marcelo & Quirós, 2002; Oliveira & Lopes, 2008).

Foi considerada neste estudo a variável independente resultado líquido do período (RESULT), que consiste no logaritmo obtido por meio de cada empresa da amostra. A literatura não possui consenso acerca da influência deste indicador no preço da ação. Ribeiro (2010) permite concluir uma explicação positiva do indicador no preço da ação. Rahman e Liu (2021) corroboram esta afirmativa. Já Boas e Ribeiro (2015) sugerem que o resultado líquido possui significância na explicação do preço de ações, entretanto, com o sentido inverso. Estudos como o de Machado e Medeiros (2014) insinuam que o indicador resultado líquido varia sua explicação no preço das ações das empresas de acordo com o abrandamento das atividades econômicas.

Outra variável de controle selecionada foi o Tamanho das companhias (TAM). Santos et al. (2018) evidenciam que a variável tamanho demonstra-se positiva e estatisticamente significativa para explicar o retorno das ações. Deste modo, foram coletadas as informações anuais do ativo médio total das empresas no final de cada ano analisado.

A fim de adaptar o modelo estatístico utilizado por Gong et al. (2008) e replicado por Toigo et al. (2014), também foram coletadas as informações acerca do Lucro por Ação (LPA) e Valor de Mercado por Ação (VMA). Campos & Scherer (2001) relatam que o lucro por ação é um indicador muito utilizado para medir a rentabilidade de empresas nos EUA e na Europa, uma vez que indicam o quão lucrativo um empreendimento se apresenta pela utilização de recursos de seus acionistas. Em relação ao Valor de Mercado, Assaf Neto (2010) destaca que este é considerado a riqueza de um acionista, sendo um dos critérios mais indicados para a tomada de decisão financeira. O estudo de Oliveira et al. (2013) ressalta que o lucro por ação e o valor de mercado explicam de 35% a 40% a flutuação do preço das ações.

Outra variável de controle utilizada neste estudo foi a incidência da pandemia da Covid-19. Eigenstuhler et al. (2021) salientam que a proliferação da doença desestruturou o cenário econômico mundial. Nicola et al. (2020) mostram que as medidas de distanciamento social desencadearam redução da força de trabalho em diversos setores e causaram a perda de muitos empregos por todo o mundo. Acredita-se que estes fatores possam influenciar a bolsa de valores e o preço e o retorno das ações. Portanto, utilizou-se a variável *dummy* (COVID19) que apresenta o valor 1 (um) em período afetado por incidência de Covid-10 (2020 e 2021) e 0 (zero) nos demais períodos.

Os modelos também foram controlados pela variável setor de atuação na B3 (SETOR B3). Para tal, foram operacionalizadas por meio de variável *dummy*, utilizando-se como base, o setor comunicação, que, na amostra da pesquisa, foi o setor menos representativo em número de empresas.

Os dados relativos às variáveis Rentabilidade do Ativo (ROA), Resultado do Período (RESULT), Lucro por ação (LPA) e Valor de Mercado por ação (VMA) foram coletados de forma trimestral na base de dados do Economática, tendo o valor registrado no trimestre em que houve a combinação de negócios. Para fins comparativos, estes dados também foram coletados das companhias brasileiras que não realizaram combinação de negócios no período. Os dados referentes a estas empresas foram coletados com base na média anual dos quatro trimestres de cada ano analisado. As variáveis RESULT e TAM foram ajustados pelo cálculo do logaritmo natural destas variáveis em milhares de reais.

### 3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Para atendimento aos objetivos desta pesquisa, inicialmente foram realizadas comparações entre as empresas que realizaram combinações de negócios e aquelas que não realizaram. Para isto, foi utilizado o teste t para hipóteses de diferenças de médias. Com o intuito de identificar o teste mais adequado, foram realizados testes de normalidade e de heterocedasticidade. Como os dados passaram nesses pressupostos, utilizou-se um teste paramétrico.

Após, para execução dos modelos propostos, foram realizadas estimações de regressão linear múltipla com dados empilhados – *Pooled Ordinary Squares (POLS)* – para verificar se a Combinação de Negócios e suas características, como *Goodwill* e *Goodwill* Relativo impactam o preço da ação. Em seguida, foram realizadas regressões a fim de verificar a influência da Combinação de Negócios no retorno aos acionistas. Também foram realizados testes de normalidade, autocorrelação (Breusch-Godfrey), heterocedasticidade (Breusch-Pagan) e multicolinearidade (Fator de Inflação da Variância – VIF) para verificar a significância dos p-valores.

#### 3.4.1 Regressão linear múltipla com dados empilhados - POLS

Para análise dos dados referentes às combinações de negócios foi utilizada a estimação de dados em painel, com regressão de dados empilhados. Fávero (2015) relata que:

“quando os dados de uma base variam entre indivíduos e ao longo do tempo, e o fenômeno principal sobre o qual há o interesse de estudo é representado por uma variável dependente quantitativa, faz sentido a estimação de modelos lineares de regressão para dados em painel” (p. 267).

Com base nisto, utilizou-se o modelo linear de regressão para dados empilhados com inclusão de *dummies* por setor, a fim de controlar efeitos fixos.

Para atender ao primeiro objetivo específico desta pesquisa, são apresentados modelos empíricos representados por equações de modelos lineares de regressão lineares múltiplas para dados empilhados. Alguns estudos utilizam a variável preço da ação como variável dependente

no modelo de regressão (Boas & Ribeiro, 2015; Kachchhy, 2015; Rahman & Liu, 2021). Com isso, foram desenvolvidas as seguintes equações:

$$PRECOA_{it} = \beta_1 + \beta_2 COMBINA_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 COVID19_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 RESULT_{it} + \beta_7 SETOR_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$PRECOC_{it} = \beta_1 + \beta_2 COMBINA_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 COVID19_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 RESULT_{it} + \beta_7 SETOR_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que:

$\beta$ : parâmetros da regressão

$i$ : refere-se à empresa

$t$ : refere-se ao tempo

PRECOA: variação do preço da ação na data do anúncio da combinação realizada pela empresa  $i$  no tempo  $t$ .

PRECOC: variação do preço da ação na data da obtenção do controle em combinação realizada pela empresa  $i$  no tempo  $t$ .

COMB: *Dummy* da realização de combinação de negócios (sim ou não) da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

COVID19: *Dummy* da pandemia da Covid-19 da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

ROA: retorno sobre o ativo da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

RESULT: resultado líquido da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

TAM: ativo médio da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

SETORB3: *Dummy* do Setor da empresa  $i$ .

Com o intuito de se testar o segundo objetivo específico deste estudo, a variável Combinação de Negócios foi substituída por variáveis que representam características destas operações. Para isto, foram elaboradas as equações 03 e 04 com base nas evidências científicas de que o *goodwill* é relevante ao mercado (Hamberg & Beislan, 2014). As equações 5 e 6 buscam verificar a relação entre *goodwill* e o total da contraprestação transferida (*goodwill* relativo) em uma combinação de negócios e o impacto deste no preço da ação. Esta equação foi testada apenas com as empresas que realizaram combinações de negócios durante o período estudado.

$$PREÇO C_{it} = \beta_1 + \beta_2 GOODWILL_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 COVID19_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 RESULT_{it} + \beta_7 SETOR_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$PREÇO C_{it} = \beta_1 + \beta_2 \frac{GOOD}{CONTR}_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 COVID19_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 RESULT_{it} + \beta_7 SETOR_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Em que:

$\beta$ : parâmetros da regressão

$i$ : refere-se à empresa

$t$ : refere-se ao tempo

PRECOA: variação do preço da ação no dia do anúncio da combinação de negócios da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

PRECOC: variação do preço da ação no dia da obtenção do controle em combinação de negócios da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

GOODWILL: ágio em expectativa de rentabilidade futura obtido em uma combinação de negócios da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

GOOD/CONTR: Relação do ágio em expectativa de rentabilidade futura em relação a contraprestação oferecida em uma aquisição de Combinações de Negócios da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

ROA: retorno sobre o ativo, calculado pelo quociente entre o lucro operacional antes dos impostos e o seu ativo total da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

RESULT: resultado líquido da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

TAM: ativo médio da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

SETORB3: *Dummy* do Setor da empresa  $i$ .

Após, foi realizada regressão linear múltipla com a finalidade de identificar se a Combinação de Negócios traz retorno para o acionista. Para isso, utilizou-se um modelo utilizado por Gong et al. (2008) e Toigo et al. (2014):

$$\text{RET\_PRE } it = \beta_0 + \beta_2 \text{ LPA } it + \beta_3 \text{ VMA } it + \varepsilon it \quad (7)$$

Em que:

$\beta$ : parâmetros da regressão

$i$ : refere-se à empresa

$t$ : refere-se ao tempo

RET\_PRE: retorno para o acionista da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

LPA: lucro por ação da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

VMA: valor de mercado por ação da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

Na equação 5, para testar o retorno ao acionista anterior a combinação de negócios (RET\_PRE), foram utilizadas as variáveis lucro por ação e valor de mercado por ação. Dos modelos de Gong et al. (2008) e Toigo et al. (2014), foram retirados os *accruals* discricionários pelo fato de não serem foco deste estudo. Entretanto, a fim de verificar o impacto da combinação de negócios no retorno ao acionista, foi elaborada uma nova equação buscando verificar o retorno após a combinação de negócios (RET\_POS), incluindo a combinação como variável explicativa do modelo:

$$\text{RET\_POS } it = \beta_0 + \beta_1 \text{ LPA } it + \beta_2 \text{ COMB } it + \beta_3 \text{ VMA } it + \varepsilon it \quad (8)$$

Em que:

$\beta$ : parâmetros da regressão

$i$ : refere-se à empresa

*t*: refere-se ao tempo

RET\_POS: retorno para o acionista da empresa *i* no tempo *t*.

LPA: lucro por ação da empresa *i* no tempo *t*.

COMB: realização de combinação de negócios (sim ou não) da empresa *i* no tempo *t*.

VMA: valor de mercado por ação da empresa *i* no tempo *t*.

Para mensurar o retorno aos acionistas a longo prazo, utilizou-se uma adaptação do modelo aplicado por Gong et al. (2008), que busca analisar o preço da ação 4 (quatro) anos após a realização de negócios. Em vista disso, na mesma ótica, para descobrir o retorno a longo prazo trazido ao acionista e a fim de desvendar o quarto objetivo específico e a quarta hipótese de pesquisa, elaborou-se a equação 9:

$$\text{RETORNOLP}_{it+4} = \beta_0 + \beta_1 \text{LPA}_{it} + \beta_2 \text{COMB}_{it} + \beta_3 \text{VMA}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em que:

$\beta$ : parâmetros da regressão

*i*: refere-se à empresa

*t*: refere-se ao tempo

RETORNOLP: retorno para o acionista da empresa *i* no tempo (*t* + 4).

LPA: lucro por ação da empresa *i* no tempo *t*.

COMB: realização de combinação de negócios (sim ou não) da empresa *i* no tempo *t*.

VMA: valor de mercado por ação da empresa *i* no tempo *t*.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

### 4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Durante todos os anos analisados, as operações de Combinações de Negócios ocorreram de forma persistente e variada entre os diferentes setores, demonstrando a dinamicidade e a adaptabilidade do mercado. Assim, a Tabela 5 evidencia o número de empresas que realizaram Combinações de Negócios por ano de forma setorial.

**Tabela 5**

*Número de Empresas que realizaram Combinações de Negócios*

ANO	Bens Industriais	Comunicações	Consumo Cíclico	Consumo Não Cíclico	Materiais Básicos	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Saúde	Tecnologia Informação	Utilidade Pública	TOTAL
2010	5	0	4	3	3	2	3	1	0	21
2011	4	1	5	3	2	3	2	0	2	22
2012	6	0	3	3	2	3	0	0	6	23
2013	2	0	8	1	3	1	2	1	0	18
2014	0	1	5	4	2	0	0	2	5	19
2015	2	3	4	5	2	0	1	1	0	18
2016	1	1	5	3	2	0	3	2	2	19
2017	4	1	5	3	1	2	4	0	3	23
2018	2	1	9	3	3	1	5	4	5	33
2019	4	2	9	4	3	0	4	4	3	33
2020	6	1	14	4	1	1	4	5	3	39
2021	10	4	22	8	0	4	10	11	6	75

O ano de 2021 foi o que mais registrou empresas que realizaram Combinações de Negócios, com 75 operações. O ano de 2015 foi o que menos registrou, com apenas 18 empresas. Ressalta-se que o Setor de Consumo Cíclico foi o que mais teve empresas realizando Combinações de Negócios em 9 dos 12 anos analisados, o que demonstra uma tendência forte de fusões e aquisições no setor. Os setores Comunicações, Tecnologia da Informação, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Saúde e Utilidade Pública não tiveram empresas que realizaram combinações em pelo menos um dos anos analisados.

Existem empresas que realizam mais de uma combinação de negócios em cada ano e, por este motivo, foi elaborada a Tabela 6, que evidencia o total de operações de Combinações de Negócios realizadas no período analisado.

**Tabela 6**

*Quantidade de combinações ocorridas no período por setor da B3*

ANO	Bens Industriais	Comunicações	Consumo Cíclico	Consumo Não Cíclico	Materiais Básicos	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Saúde	Tecnologia Informação	Utilidade Pública	TOTAL
2010	6	0	4	6	7	2	15	2	0	42
2011	7	1	14	8	3	5	5	0	4	47
2012	10	0	8	3	2	8	0	0	12	43
2013	2	0	17	9	3	2	2	6	0	41
2014	0	3	14	9	3	0	0	2	11	42
2015	2	3	7	12	2	0	1	2	0	29
2016	1	2	8	11	3	0	10	2	2	39
2017	5	1	6	7	1	2	11	0	5	38
2018	2	1	21	5	4	3	13	4	10	63
2019	8	2	15	17	3	0	24	8	5	82
2020	8	1	35	7	1	1	16	8	9	86
2021	16	12	135	21	0	4	51	41	33	313
<b>Total</b>	<b>67</b>	<b>26</b>	<b>284</b>	<b>115</b>	<b>32</b>	<b>27</b>	<b>148</b>	<b>75</b>	<b>91</b>	<b>865</b>

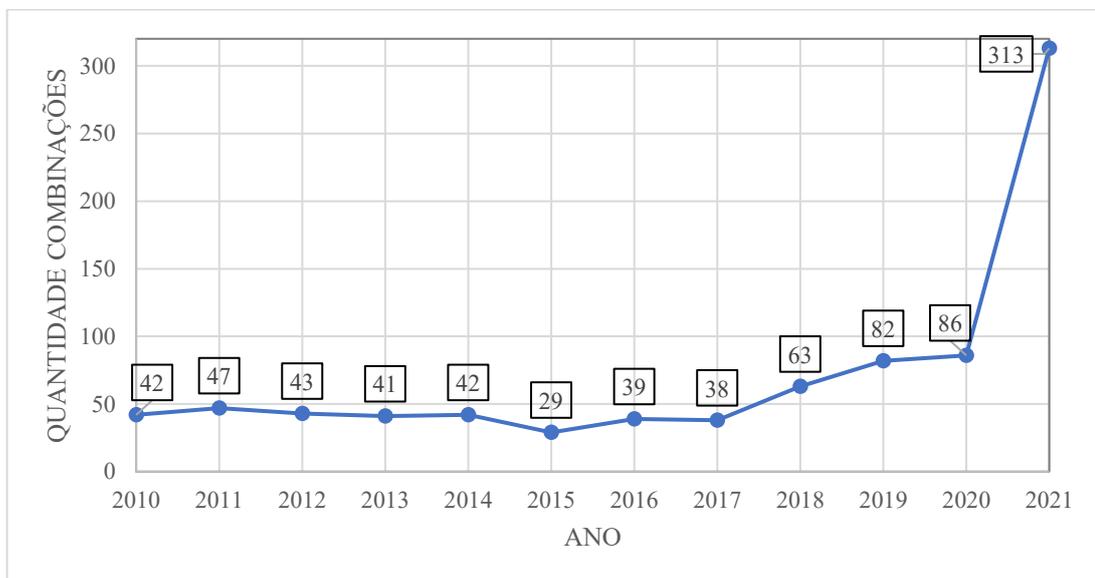
Durante os anos de 2010 e 2021, foram realizadas 865 operações de Combinação de Negócios. Os anos em que ocorreram mais operações foram 2021, 2020 e 2019, com 313, 86 e 82 combinações respectivamente. O ano em que menos houve operações foi 2015, com apenas 29 Combinações de Negócios. Com base nos dados da pesquisa, foi possível estimar que, durante o período analisado, ocorreram, por ano, em média, 41 combinações.

Em uma perspectiva setorial, o Setor Consumo Cíclico foi o que mais realizou Combinações de Negócios, com 284 operações, sendo o líder em operações em 6 dos 12 períodos analisados. O setor de Saúde foi o segundo que mais realizou fusões e aquisições, com 148 operações no período, tendo sido o setor que mais realizou estas operações em 2010, 2017 e 2019. Ainda de acordo com a Tabela 6, o Setor de Comunicações foi o que menos realizou combinações de negócios no período analisado, com apenas 26 combinações, não registrando nenhuma combinação nos anos de 2010, 2012 e 2013.

A Figura 6 evidencia a evolução do número de Combinações de Negócios durante os anos analisados. De acordo com o gráfico, é possível perceber que, entre os anos de 2010 e 2017, havia uma estabilidade no número de operações, estando sempre inferior a 50 combinações. A partir do ano de 2018, é perceptível o aumento do número de combinações, havendo em 2021 uma crescente significativa no número de operações, com um acréscimo de 227 combinações em relação ao ano anterior, 2020, representando um incremento de 264%.

### Figura 6

*Evolução da quantidade de combinações de negócios entre 2010 e 2021*



O aumento no número de combinações de negócios nos anos de 2020 e 2021 retrata uma informação intrigante, uma vez que, durante esses anos, o mundo enfrentou a pandemia do coronavírus, promotora de uma crise econômica e de saúde pública. Os resultados da pesquisa demonstram que, mesmo em meio a uma crise econômica, as empresas aumentaram o número de aquisições durante o período, principalmente no setor de saúde, que realizou 67 operações no período.

Dois possíveis explicações para o aumento do número de combinações de negócios durante a pandemia podem ser sugeridas. A primeira é, de que, durante a crise econômica, muitas empresas tiveram suas operações enfraquecidas, abrindo margem para que empresas maiores e suas próprias concorrentes pudessem adquiri-las. A segunda motivação é, de que, durante a pandemia, muitos investimentos em saúde foram necessários, principalmente na rede privada, que acabou por suprir a demanda não atendida pela rede pública, aumentando o número

de empresas do setor de Saúde que buscaram ampliar seus investimentos por meio de aquisições.

A fim de verificar o poder econômico de realização de aquisições das empresas, elaborou-se a Tabela 7 para demonstrar quais empresas mais realizaram operações de combinações de negócios em cada ano analisado.

**Tabela 7**

*Empresas que mais realizaram combinações de negócios em cada ano analisado*

ANO	EMPRESA	NOME PREGÃO	SETOR	COMBINAÇÕES
2010	C.M. Hospitalar S.A.	VIVEO	Saúde	8
2011	Cogna Educação S.A.	COGNA	Consumo Cíclico	5
2012	Cosan S.A.	COSAN	Petróleo, Gás e Biocombustível	5
	Yduqs Participações S.A.	YDUQS	Consumo Cíclico	5
2013	JBS S.A.	JBS	Consumo Não Cíclico	9
2014	Energisa S.A.	ENERGISA	Utilidade Pública	4
	JBS S.A.	JBS	Consumo Não Cíclico	4
	Ser Educacional S.A.	SER EDUCA	Consumo Cíclico	4
	Yduqs Participações S.A.	YDUQS	Consumo Cíclico	4
2015	JBS S.A.	JBS	Consumo Não Cíclico	8
2016	BRF S.A.	BRF	Consumo Não Cíclico	7
2017	Centro de Imagem Diagnóst. S.A.	ALLIAR	Saúde	4
	Diagnósticos da América S.A.	DASA	Saúde	4
2018	Diagnósticos da América S.A.	DASA	Saúde	9
2019	Diagnósticos da América S.A.	DASA	Saúde	13
2020	Magazine Luiza S.A.	MAGAZINE	Consumo Cíclico	9
2021	MPM Corpóreos S.A.	ESPACOLASER	Consumo Cíclico	90

Com base na Tabela 7, percebe-se que, em 2010, primeiro ano de vigência do CPC 15, a C.M. Hospitalar S.A., pertencente ao setor Saúde, foi a que mais realizou combinações de negócios, com 8 operações naquele mesmo ano. No período de 2017 a 2019, a empresa Diagnósticos da América S.A. foi a empresa a realizar mais operações de combinações de negócios, com respectivamente 4, 9 e 13 operações.

Um dado relevante evidenciado pela Tabela 7 é em relação ao ano de 2021, em que a empresa MPM Corpóreos S.A., pertencente ao setor consumo cíclico, realizou o recorde de combinações do período, com 90 operações de combinações de negócios. A EspaçoLaser realizou sozinha, no ano de 2021, mais combinações do que todas as empresas juntas da B3 em todos os demais anos analisados.

De acordo com as Notas Explicativas da empresa MPM Corpóreos S.A. em 2021:

“Os negócios da Companhia expandiram substancialmente por meio de aquisições de participações societárias, visando a expansão do mercado. Durante os processos de aquisições, a Administração avaliou riscos, direitos e obrigações relacionados às entidades, estabeleceu condições, garantias e declarações pertinentes aos negócios e procedeu, com base nas informações disponíveis e julgamento, com todos os registros considerados devidos. Essa reestruturação teve como objetivo otimizar os custos operacionais e as despesas administrativas e agilizar ações comerciais, além de padronizar os procedimentos administrativos e operacionais.”

O aumento de combinações de negócios no ano de 2021 não se deu apenas com a MPM Corpóreos S.A., uma vez que o Setor de Consumo Cíclico apresentou nesse ano outras 45 operações, seguido dos setores de Saúde e de Tecnologia da Informação, com 51 e 41 operações, respectivamente.

Na maioria das operações de combinações de negócios, existe uma contraprestação transferida pela participação adquirida, por este motivo, buscou-se verificar no período analisado quais os maiores montantes de contraprestação desembolsados nestas operações. A maior contraprestação registrada foi no ano de 2019, em uma operação de aquisição entre a Suzano S.A. e a Fibria S.A., no montante de R\$ 37 bilhões.

Outro dado significativo acerca das contraprestações transferidas é que algumas empresas, como Telefonica Brasil S.A., Cogna e JBS S.A., ficaram entre as que dispuseram dos maiores montantes nas operações de combinação de negócios por mais de uma vez cada dentro do período analisado. A Tabela 8 demonstra as maiores contraprestações transferidas em aquisições entre 2010 e 2021. Já a Tabela 9 evidencia os maiores Ágios por Expectativa de Rentabilidade Futura entre os anos de 2010 e 2021, característica importante registrada nas operações de combinações de negócios.

**Tabela 8**

*Maiores Contraprestações em Combinações de Negócios no período analisado (em milhares R\$)*

	<b>EMPRESA</b>	<b>SETOR</b>	<b>ANO</b>	<b>ADQUIRIDA</b>	<b>DATA CONTROLE</b>	<b>CONTRAPRESTAÇÃO</b>
1º	SUZANO S.A.	Materiais Básicos	2019	Fibria	03/01/2019	R\$ 37.235.854,00
2º	TELEF BRASIL	Comunicações	2011	Vivo Part	27/04/2011	R\$ 31.222.630,00
3º	TELEF BRASIL	Comunicações	2015	GVTPart	28/05/2015	R\$ 17.263.514,00
4º	GRUPO NATURA	Consumo não cíclico	2020	AVON	03/01/2020	R\$ 13.366.114,00
5º	COGNA ON	Consumo Cíclico	2014	Anhanguera	03/07/2014	R\$ 8.308.526,00
6º	COGNA ON	Consumo Cíclico	2019	Somos	11/06/2019	R\$ 6.281.325,00
7º	GRUPO SOMA	Consumo Cíclico	2021	Hering	17/09/2021	R\$ 5.919.537,00
8º	JBS	Consumo não cíclico	2015	Moy Park	28/09/2015	R\$ 5.602.378,00
9º	JBS	Consumo não cíclico	2015	Cargill	30/10/2015	R\$ 5.494.446,00
10º	HAPVIDA	Saúde	2019	Grupo São Francisco	01/11/2019	R\$ 5.143.766,00

**Tabela 9**

*Maiores ágios em expectativa de rentabilidade futura (Goodwill) registrados (em milhares R\$)*

	<b>EMPRESA</b>	<b>SETOR</b>	<b>ANO</b>	<b>ADQUIRIDA</b>	<b>DATA CONTROLE</b>	<b>GOODWILL</b>
1º	TELEF BRASIL	Comunicações	2015	GVTPart	28/05/2015	R\$ 12.837.141,00
2º	GRUPO NATURA	Consumo não cíclico	2020	AVON	03/01/2020	R\$ 11.511.028,00
3º	TELEF BRASIL	Comunicações	2011	Vivo Part	27/04/2011	R\$ 9.160.488,00
4º	SUZANO S.A.	Materiais Básicos	2019	Fibria	03/01/2019	R\$ 7.897.051,00
5º	COGNA ON	Consumo Cíclico	2019	Somos	11/06/2019	R\$ 7.701.064,00
6º	COGNA ON	Consumo Cíclico	2014	Anhanguera	03/07/2014	R\$ 5.309.357,00
7º	JBS	Consumo não cíclico	2015	Moy Park	28/09/2015	R\$ 3.817.206,00
8º	GRUPO SOMA	Consumo Cíclico	2021	Hering	17/09/2021	R\$ 3.596.658,00
9º	HYPERA	Saúde	2021	Takeda	29/01/2021	R\$ 2.945.156,00
10º	JBS	Consumo não cíclico	2015	Cargill	30/10/2015	R\$ 2.658.846,00

Conforme evidenciado na Tabela 9, o maior *Ágio por Expectativa de Rentabilidade Futura* ocorreu em 28/05/2015 na combinação de negócios entre as empresas Telefônica Brasil e a GVT Part, do setor de comunicações.

De acordo com as Notas Explicativas da empresa Telefônica Brasil:

“a aquisição do controle da GVTPart. pela Companhia teve como objetivo principal propiciar a integração dos negócios de telecomunicações fixos, móveis, dados e TV no Brasil, de forma a poder operar de maneira eficiente. A aquisição da GVTPart. permite à Companhia obter sinergias significativas em receitas e custos, gerando oportunidades de vendas cruzadas tanto no mercado pessoal quanto no corporativo, além de permitir a otimização de investimentos, melhoria da qualidade do serviço, redução de custos de conteúdo, aquisição e plataforma no negócio de TV por assinatura, devido às economias com o aumento de escala e, por último, na redução das despesas gerais e administrativas, não afetando o potencial de crescimento da Companhia” (Telefônica Brasil, 2015, p.30).

De acordo com a Tabela 9, percebe-se que 3 dos maiores valores de *goodwill* registrados ocorrem durante o período compreendido pela pandemia da Covid-19. Esta é uma informação que chama atenção, uma vez que o mercado como um todo apresentou dificuldades financeiras neste período. A empresa Hypera S.A., por exemplo, pertencente ao setor Saúde, registrou um *ágio* de R\$ 2,9 bilhões na aquisição da Takeda, em 2021.

## 4.2 ANÁLISE DA RELAÇÃO COM O PREÇO DA AÇÃO

### 4.2.1 Variável Dependente: Preço da Ação

Inicialmente, para permitir ter uma visão geral dos dados analisados, a Tabela 10 apresenta os principais dados que compõem as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. Pelo fato de os dados não se apresentarem de forma discrepante durante os anos analisados, optou-se por apresentar a estatística descritiva de forma conjunta.

**Tabela 10**

*Estatísticas descritiva da variável preço da ação com as variáveis relacionadas*

Variável	Médias	Desvio Padrão	Mínima	Máxima	Observações
PREÇO (Anúncio)	32,53	156,19	0,11	3826,58	N = 2771
PREÇO (Controle)	32,49	155,93	0,11	3826,58	N = 2730
ROA	-0,26	48,86	-286,36	250,00	N = 3114
TAM	14,84	1,95	2,57	20,71	N = 3074
RESULT	11,59	1,92	1,60	18,61	N = 2147

De acordo com a Tabela 10, percebe-se que todas as variáveis possuem médias positivas, exceto a rentabilidade sobre o ativo (ROA), que apresentou uma média negativa. Após, por meio da Matriz de Correlação descrita na Tabela 11, foi possível verificar a correlação encontrada entre as variáveis de controle, o que permite verificar uma relação forte entre as variáveis Tamanho e Resultado (0,76). Isto pode-se explicar pelo fato de ambas estarem calculadas em seus logaritmos naturais.

**Tabela 11**

*Matriz de Correlação entre as variáveis*

	PREÇO A	PREÇO C	ROA	TAM	RESULT
PREÇO ANÚNCIO	1				
PREÇO CONTROLE	0,9999	1			
ROA	-0,0190	-0,0189	1		
TAM	0,0205	0,0199	0,1054	1	
RESULT	0,0407	0,0405	0,0577	0,7652	1

A fim de verificar o primeiro objetivo específico, realizou-se o teste t para diferenças de médias, para comparar a cotação média entre as empresas que realizaram combinação de negócios com aquelas que não realizaram estas operações. A Tabela 12 apresenta o resultado por ano da média entre as cotações destas empresas:

**Tabela 12**

*Preço médio anual das ações de empresas brasileiras*

ANO	REALIZARAM COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS	NÃO REALIZARAM COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS	DIFERENÇA
2010	R\$ 17,18	R\$ 17,23	-R\$ 0,05
2011	R\$ 22,75	R\$ 17,47	R\$ 5,28
2012	R\$ 13,54	R\$ 20,65	-R\$ 7,11
2013	R\$ 12,61	R\$ 14,31	-R\$ 1,70
2014	R\$ 17,83	R\$ 16,25	R\$ 1,58
2015	R\$ 16,23	R\$ 13,71	R\$ 2,52
2016	R\$ 18,78	R\$ 12,60	R\$ 6,18
2017	R\$ 21,89	R\$ 14,62	R\$ 7,27
2018	R\$ 16,52	R\$ 14,95	R\$ 1,57
2019	R\$ 24,81	R\$ 17,53	R\$ 7,28

2020	R\$ 26,01	R\$ 20,49	R\$ 5,52
2021	R\$ 23,27	R\$ 22,33	R\$ 0,94
<b>Média</b>	<b>R\$ 19,29</b>	<b>R\$ 16,85</b>	<b>R\$ 2,44</b>

Com base na Tabela 12, verifica-se que as empresas que realizaram combinações de negócios durante o período analisado apresentaram uma cotação média anual de R\$ 19,29, enquanto as empresas que não realizaram tiveram sua média em R\$ 16,85. Estas médias são estatisticamente significativas ao nível de 95% com base no Teste t para diferenças de médias. Deste modo, atendendo o primeiro objetivo específico do estudo, é possível confirmar a hipótese H1, em que o valor do preço das ações de empresas que realizaram combinações de negócios é, em média, maior do que os registrados nas empresas que não realizaram combinações de negócios.

Após a realização da coleta de dados e início da preparação para as regressões, observou-se nas características dos dados que muitas empresas realizaram mais de uma combinação de negócios em cada ano, o que fez com que os dados fossem empilhados. Desta forma, realizou-se as estimações de regressão linear múltipla com dados empilhados – *Pooled Ordinary Least Squares (POLS)*.

Durante a execução das regressões propostas na metodologia desta pesquisa, foram realizados testes a fim de verificar a existência de heterocedasticidade nos modelos. Para tal, utilizou-se o Teste de Breush-Pagan. Fávero et al. (2014) relatam que o tradicional teste Breusch-Pagan possui as seguintes hipóteses: H0: os resíduos são homocedásticos, e H1: os resíduos são heterocedásticos. A Tabela 13 demonstra o valor do resultado de Breusch-Pagan para todos os modelos utilizados neste estudo:

**Tabela 13**

*Resultados dos testes para heterocedasticidade – variável dependente: preço*

	<b>DEPENDENTE</b>	<b>EXPLICATIVA</b>	<b>BREUSH-PAGAN</b>		<b>RESULTADO</b>
Regressão 1	PREÇO A	COMBINAÇÃO	chi2(1) = 1813.22	Prob > chi2 = 0.000	Rejeita H0
Regressão 2	PREÇO C	COMBINAÇÃO	chi2(1) = 1814.44	Prob > chi2 = 0.000	Rejeita H0
Regressão 3	PREÇO C	GOODWILL	chi2(1) = 86.77	Prob > chi2 = 0.0000	Rejeita H0
Regressão 4	PREÇO C	GOOD/CONTRAPR	chi2(1) = 86.77	Prob > chi2 = 0.0000	Rejeita H0

Conforme mencionado na Tabela 13, após realizar as regressões, observou-se que todos os modelos utilizados apresentaram problemas de heterocedasticidade, então optou-se por realizar a regressão com erros padrões robustos, visando minimizar estes problemas

encontrados. Diante disso, a Tabela 14 evidencia o resultado da primeira equação de regressão com o propósito de atender ao objetivo principal do trabalho:

**Tabela 14**

*Relação do ANÚNCIO da Combinação de Negócios com o preço da ação.*

PREÇO A	Coef.	Robust Std. Err.	P> t
COMBINA	-16,890	7,591	0,026
COVID19	1,848	3,586	0,606
ROA	-0,003	0,027	0,888
TAM	5,098	3,010	0,091
RESULT	-7,863	3,604	0,029
CONSUMOCICL	-16,438	17,447	0,346
CONSUMONCICL	-28,934	10,588	0,006
BENSIND	-37,132	14,028	0,008
MATBAS	-3,994	15,474	0,796
PETROL	-6,032	24,217	0,803
SAUDE	-27,275	13,513	0,044
TECNOL	-37,077	17,358	0,033
UTILPUBL	-27,341	10,235	0,008
Obs = 1.865			
Prob > F = 0,0000			
R-sq: 0,0112			

Os resultados da regressão demonstram que o poder explicativo do modelo regressivo foi considerado baixo ( $R^2 = 0,0112$ ). Fávero et al (2009) relatam que o  $R^2$  representa o percentual de variância da variável dependente captado pelas variáveis explicativas. Logo, percebe-se que, de acordo com o resultado da regressão, é possível afirmar que existem outras variáveis não comportadas no modelo que expliquem a variação no preço da ação no momento do anúncio da Combinação de Negócios.

Na análise conjunta da significância das variáveis explicativas, percebe-se que o teste se demonstrou significativo ( $\text{Prob} > F = 0,000$ ). A variável principal analisada, Combinação de Negócios, demonstra impactar de forma negativa o preço da ação no momento do anúncio. Mishra (2018) também conclui não haver benefício positivo do anúncio da combinação de negócios aos acionistas.

A variável Resultado também demonstrou impactar de forma negativa a variável dependente. Este resultado concorda com Boas e Ribeiro (2015), que também verificaram a existência de uma relação inversa entre o resultado apresentado pelas empresas e o preço pela qual estas têm suas ações negociadas na bolsa de valores. Entretanto, vai de encontro ao achado

de Souza e Francisco (2016), que caracterizam a variável Resultado com poder explicativo positivo para a variação no preço das ações.

Em relação as variáveis setoriais da B3, assim como na regressão anterior, pertencer aos setores Consumo Não Cíclico, Bens Industriais, Saúde, Tecnologia e Utilidade Pública demonstra um impacto negativo no preço da ação.

A fim de realizar análise similar, todavia, em relação ao preço da ação no momento do controle da adquirente sobre a adquirida, a Tabela 15 demonstra os resultados da segunda regressão, que utiliza o Preço da Ação no momento do controle como variável dependente:

**Tabela 15**

*Relação da Combinação de Negócios com o preço da ação no momento do CONTROLE.*

PREÇOC	Coef.	Robust Std. Err.	P>  t
COMBINA	-17,036	7,586	0,025
COVID19	1,955	3,585	0,586
ROA	-0,003	0,027	0,895
TAMANHO	5,119	3,009	0,089
RESULTADO	-7,878	3,600	0,029
CONSUMOCICL	-16,503	17,437	0,344
CONSUMONCICL	-28,734	10,582	0,007
BENSIND	-37,313	14,051	0,008
MATBAS	-3,955	15,480	0,798
PETROL	-5,786	24,215	0,811
SAUDE	-27,295	13,502	0,043
TECNOL	-37,041	17,341	0,022
UTILPUBL	-27,495	10,230	0,007
Obs = 1.867			
Prob > F = 0,0000			
R-sq: 0,0113			

A regressão evidenciada pela Tabela 15 mostra que pertencer aos setores Consumo Não Cíclico, Bens Industriais, Saúde, Tecnologia e Utilidade Pública impactam com o coeficiente negativo o preço da ação. Em relação à variável Combinação de Negócios na regressão, percebe-se que ela praticamente permanece inalterada, sendo a Combinação de Negócios significativa para explicar a variação no preço da ação, entretanto, com o coeficiente negativo. Contudo, o poder explicativo do modelo regressivo foi considerado baixo ( $R^2 = 0,0113$ ).

Os resultados evidenciados na Tabela 15, que tem como variável dependente o preço na data do controle, assemelham-se aos resultados da Tabela 14, que contém o preço na data do anúncio da combinação. Para explicação deste resultado, seguem-se duas narrativas. A

primeira, pelo fato de a amostra possuir um número elevado de empresas que não realizaram combinações de negócios e, o valor constante nas variáveis PREÇO A e PREÇO C serem a cotação média anual dessas empresas, em ambas as variáveis. A segunda narrativa seria concluir que não houve aumento ou diminuição significativa entre o preço da ação das empresas na data do anúncio da combinação de negócios e a data em que a adquirente obtém o controle sobre a adquirida, como evidencia a Tabela 16, com exemplos selecionados da coleta de dados:

**Tabela 16**

*Relação entre preço no anúncio e preço na data do controle*

EMPRESA	ANO	DATA ANÚNCIO	COTAÇÃO ANÚNCIO	DATA CONTROLE	COTAÇÃO CONTROLE	DIFERENÇA
ENERGISA	2012	22/11/2011	R\$ 2,12	22/08/2012	R\$ 2,10	-R\$ 0,02
EQUATORIAL	2018	26/07/2018	R\$ 12,29	17/10/2018	R\$ 12,55	R\$ 0,26
ETERNIT	2010	20/01/2010	R\$ 22,51	11/02/2010	R\$ 23,59	R\$ 1,08
FRAS-LE	2017	13/11/2017	R\$ 5,44	04/12/2017	R\$ 5,10	-R\$ 0,34
JBS	2015	21/06/2015	R\$ 16,60	28/09/2015	R\$ 16,74	R\$ 0,14
MARFRIG	2015	30/03/2015	R\$ 4,02	25/05/2015	R\$ 4,15	R\$ 0,13
MINERVA	2014	18/03/2014	R\$ 9,82	30/04/2014	R\$ 10,02	R\$ 0,20

Mesmo que o poder explicativo dos modelos tenha sido considerado baixo, as primeiras regressões analisadas demonstram que a Combinação de Negócios impacta no preço da ação de maneira negativa. De acordo com a Tabela 14, a cada 1% de variação da incidência de uma Combinação de Negócios, ocorre uma diminuição de 16,89% na variação do preço da ação registrado no anúncio de uma combinação de negócios e de 17,03% na variação do preço da ação na obtenção do controle, conforme Tabela 15.

Embora existam expectativas geradas em torno de operações como fusões e aquisições, muitos são os desafios operacionais e financeiros desencadeados por elas. Silva e Rover (2022) apontam que a Combinação de Negócios impacta, em um primeiro momento, de forma negativa a rentabilidade das empresas. Isto ocorre pelos altos custos decorrentes das operações. Por este motivo, os resultados deste estudo, também revelam que as combinações diminuem o preço das ações, tanto no anúncio da operação quanto na obtenção do controle.

Outro fator que pode explicar o coeficiente negativo da Combinação de Negócios sobre o preço da ação é a preocupação do mercado quanto à aquisição. Rizério et al. (2021) relatam que as ações do Grupo Soma fecharam em queda de 10% após a fusão da empresa com a Companhia Hering S.A., e que isto ocorreu pelo fato de o Grupo Soma ter oferecido um valor considerado elevado para aquisição da empresa. Netto (2022) relata um acontecimento similar

com a aquisição da Frigma pela Adobe, em que o anúncio de negócio a um valor expressivo gerou preocupação em relação à posição de caixa da companhia, fazendo com que o preço de suas ações despencasse.

Assim como nos resultados da regressão que utilizavam o preço no momento do anúncio, a Tabela 15 evidencia que a variável Resultado explica, de forma negativa, a variação no preço das ações também no momento da obtenção do controle. Os resultados ainda corroboram Boas e Ribeiro (2015) e vão de encontro a Souza e Francisco (2016).

Os resultados evidenciados nas Tabelas 14 e 15 apontam para a rejeição das terceiras hipóteses de pesquisa. O estudo rejeita H3(a) porque o anúncio da combinação de negócio impacta o valor do preço da ação na data do anúncio da combinação de negócio, porém a expectativa era positiva. Também se rejeita H3(b), pois a combinação de negócios impacta o preço da ação das empresas de forma negativa no dia da realização da operação.

Na sequência, para dar continuidade ao proposto na metodologia, foi realizada a substituição da variável Combinação de Negócios por variáveis que representam características destas operações, como o Ágio em Expectativa de Rentabilidade Futura (*GOODWILL*) e a Contraprestação Transferida (*CONTR*). Com isso, tem-se o resultado da regressão, conforme exposto na Tabela 17.

**Tabela 17**

*Relação da característica Goodwill com o preço da ação no momento do CONTROLE.*

PREÇOC	Coef.	Robust Std. Err.	P>  t
<i>GOODWILL</i>	0,923	0,320	0,006
COVID19	7,264	1,543	0,000
ROA	-1,709	1,330	0,200
TAM	-0,045	1,821	0,802
RESULT	2,654	1,636	0,105
BENSIND	-9,969	4,449	0,026
CONSUMOCICL	-2,947	4,545	0,517
CONSUMONCICL	-11,502	4,348	0,008
MATBAS	-8,339	4,452	0,062
PETROL	-6,529	6,631	0,325
SAUDE	2,201	4,570	0,630
TECNOL	-6,144	4,524	0,175
UTILPUBL	5,878	5,120	0,252
Obs = 448			
Prob > F = 0,0000			
R-sq: 0,2625			

O poder explicativo do modelo apresentado na Tabela 17 é superior ao das demais regressões testadas até o momento. De acordo com o resultado da regressão, a variável *Goodwill* demonstrou-se significativa para explicar o preço da ação no momento da obtenção do controle. Os dados demonstram que a cada 1% de variação no valor do *Goodwill* é provocado um aumento de 87% nos preços da ação. Estes resultados corroboram Silva et al. (2017) que também revelam uma reação positiva do mercado ao valor do *goodwill*. Portanto, é possível confirmar a hipótese H2(a), de que o valor do *goodwill* tem influência positiva no preço de ações de empresas que realizaram combinações de negócios.

Outra variável que se demonstrou significativa para explicar o preço da ação foi a COVID19. De acordo com os resultados evidenciados na Tabela 17, a incidência da pandemia da Covid-19 impactou a variação no preço das ações das empresas com o coeficiente positivo. Não foram encontrados na literatura achados que justifiquem esta narrativa.

Além disto, os resultados demonstram que pertencer aos setores Bens Industriais e Consumo Não Cíclico impacta o preço da ação também de forma negativa. Outra variável utilizada para medir a característica da combinação de negócios foi a razão entre o *Goodwill* em relação a Contraprestação transferida na operação (GOOD/CONTR). A Tabela 18 demonstra os resultados da regressão:

**Tabela 18**

*Relação da característica Goodwill Relativo com o preço da ação no momento do CONTROLE.*

PREÇOC	Coef.	Robust Err.	Std. t	P>   t
GOOD/CONTR	-0,800	0,201		0,000
COVID19	5,657	1,539		0,000
ROA	-1,392	0,898		0,122
TAM	0,950	1,481		0,521
RESULT	0,985	1,394		0,480
BENSIND	-17,057	4,295		0,000
CONSUMOCICL	-10,432	4,173		0,013
CONSUMONCICL	-18,829	3,702		0,000
MATBAS	-18,947	3,905		0,000
PETROL	-14,843	5,038		0,003
SAUDE	-5,631	4,361		0,197
TECNOL	-11,355	5,166		0,028
UTILPUBL	-6,212	4,198		0,140
Obs = 528				
Prob > F = 0,0000				
R-sq: 0,1718				

Os resultados evidenciados na Tabela 18 demonstram que o *Goodwill* em relação a Contraprestação Transferida demonstrou ser significativo para explicar a variação no preço da ação no momento do controle, entretanto, com coeficiente negativo. A variação de 1% entre esta relação acarreta a diminuição de 0,80% no preço da ação na data do controle. Este resultado pode ser explicado pela incerteza quanto ao sucesso da operação da aquisição, uma vez que, na data do controle, ainda pode não ser possível captar benefícios da operação, assim como o montante da contraprestação transferida pode ser vista como uma descapitalização da empresa adquirente.

A análise das variáveis que representam os setores da B3 demonstra que pertencer a determinados setores impacta de forma negativa a variação do preço das ações, o que ocorre com os setores Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo Não Cíclico, Materiais Básicos, Petróleo e Tecnologia da Informação.

Assim como nos resultados evidenciados na Tabela 17, a pandemia da Covid-19 também demonstrou ser significativa na explicação do preço da ação das empresas durante o período analisado. A regressão revela que a variável COVID19 possui coeficiente positivo, ou seja, aumenta o preço da ação na data do controle. De acordo com a Tabela 18, a um nível de variação de 1%, a incidência da pandemia provoca uma variação em torno de 5% no preço das ações.

Desta forma, os resultados explicitados na Tabela 18 permitem inferir a rejeição de uma das segundas hipóteses de pesquisa (H2(b)), uma vez que, o valor do *goodwill* em relação ao total da contraprestação tem influência negativa no preço de ações de empresas que realizaram combinações de negócios, diferente de H2(b). Embora as metodologias sejam distintas e os estudos não sejam diretamente comparáveis, Silva et al. (2017) estabelecem o oposto, afirmando que o mercado reage de forma positiva ao valor do *goodwill*, o que pode revelar uma influência do valor dispendido na contraprestação transferida na combinação de negócios, que, entretanto, não foi alvo deste estudo.

#### **4.2.2 Variável Dependente: Retorno da Ação**

Para permitir ter uma visão geral dos dados analisados, a Tabela 19 apresenta os principais dados que compõem as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas.

**Tabela 19***Estatística descritiva das variáveis entre os anos de 2010/2021*

Variável	Médias	Desvio Padrão	Mínima	Máxima	Observações
RETORNO PRE	9,20	52,21	-95,82	566,66	N = 2295
RETORNO POS	9,41	52,21	-95,82	566,66	N = 2250
LPA	-1,67	80,76	-916,61	950,92	N = 3134
VMA	22,22	45,66	0,006	1590	N = 2759
RESULT	11,59	1,9	1,61	18,61	N = 2147

Conforme evidenciado na Tabela 19, os retornos pré e pós-combinação de negócios apresentam médias positivas similares, porém com observações diferentes, uma vez que o cálculo destas variáveis, descrito na Figura 5, apresenta informações temporais em momentos distintos, cujas informações não estavam disponíveis para algumas empresas. Ainda de acordo com a Tabela 19, é possível verificar que as empresas analisadas apresentam, em média, um lucro por ação (LPA) negativo, enquanto as variáveis valor de mercado por ação (VMA) e resultado do período (RESULTADO) apresentam médias positivas.

Por meio da Matriz de Correlação descrita na Tabela 20, é possível verificar a correlação encontrada entre as variáveis de controle quantitativas. As variáveis que mais se relacionam são Retorno e Valor de Mercado por Ação, em cerca de 15%.

**Tabela 20***Matriz de Correlação entre as variáveis*

	RETORNO PRE	RETORNO PÓS	LPA	VMA	RESULTADO
RETORNO PRE	1				
RETORNO POS	0,9999	1			
LPA	-0,0056	-0,0055	1		
VMA	0,1581	0,1584	0,0176	1	
RESULT	0,0742	0,0717	0,0007	0,0979	1

Durante a execução das regressões propostas para esta seção, também foram realizados testes a fim de verificar a existência de heterocedasticidade nos modelos. Para tal, utilizou-se o Teste de Breush-Pagan. A Tabela 21 demonstra o valor do resultado dos testes Breusch-Pagan para cada um dos modelos utilizados para a variável dependente Retorno:

**Tabela 21**

*Resultados dos testes para heterocedasticidade – variável dependente: retorno*

	DEPENDENTE	EXPLICATIVA	BREUSH-PAGAN		RESULTADO
Regressão 5	RETORNO PRE		chi2(1) = 320.83	Prob > chi2 = 0.000	Rejeita H0
Regressão 6	RETORNO POS	COMBINAÇÃO	chi2(1) = 1813.22	Prob > chi2 = 0.000	Rejeita H0
Regressão 7	RETORNO LP	COMBINAÇÃO	chi2(1) = 1259.65	Prob > chi2 = 0.000	Rejeita H0

Assim como nos testes que utilizavam a variável dependente PREÇO, os modelos que utilizam a variável dependente RETORNO também apresentaram problemas de heterocedasticidade e foi necessário ajustar as regressões por erros padrões robustos.

Antes de verificar se a combinação de negócios apresenta retorno ao acionista, foi realizada a regressão 5 para apurar o comportamento do retorno no momento anterior à combinação de negócios, cujos resultados estão descritos na Tabela 22.

**Tabela 22**

*Relação do impacto no retorno da ação pré-combinação de negócios*

RETORNO PRÉ	Coef.	Robust Std. Err.	P>  t
COVID19	-0,062	0,076	0,419
LPA	-0,001	0,000	0,054
VMA	0,002	0,000	0,005
RESULTADO	-0,004	0,024	0,846
BENSIND	0,261	0,108	0,016
CONSUMOCICL	0,247	0,098	0,012
CONSUMONCICL	0,187	0,076	0,014
MATBAS	0,346	0,103	0,001
PETROL	0,190	0,096	0,048
SAUDE	0,140	0,089	0,116
TECNOL	0,360	0,169	0,034
UTILPUBL	0,414	0,204	0,042
Obs = 1.438			
Prob > F = 0,0000			
R-sq: 0,0047			

Conforme se observa na Tabela 22, o poder explicativo do modelo foi baixo. Entretanto, os resultados demonstram que, dentre as variáveis quantitativas, a variação do Valor de Mercado por Ação explica de forma positiva a variação no Retorno Pré-Combinação. Já a variável Lucro por Ação impacta este retorno de forma negativa, embora o coeficiente seja significativamente baixo. Dentre as variáveis qualitativas, pertencer a algum dos setores da B3

impacta positivamente o retorno ao acionista, exceto se a empresa pertencer ao setor Saúde. Com isto, foi possível verificar como se comportam as variáveis na explicação do retorno ao acionista antes do acontecimento da operação da combinação de negócios.

A Tabela 23 demonstra qual o comportamento do Retorno ao Acionista após a realização da combinação de negócios. Por este motivo, foi incluída a variável Combinação de Negócios (COMBINA) no modelo. Os resultados apontam que a Combinação de Negócios tem influência na variação do retorno ao acionista, entretanto, de forma negativa. O aumento de 1% na variação da incidência da combinação de negócio diminui o retorno ao acionista em 0,2%. Embora o coeficiente seja baixo, isso demonstra resultado similar à regressão que utilizou a variável dependente “Preço da Ação” e permite inferir que, mesmo 1 ano após a realização da combinação de negócios, o mercado ainda sente de forma negativa os efeitos das sinergias operacionais gastas na operação de aquisição. Os resultados desta regressão vão ao encontro de Brunner (2002), que afirma que a combinação de negócio não apresenta retorno positivo de capital a seus acionistas.

Outra variável que evidenciou impacto sobre o retorno foi a pandemia da Covid-19. De acordo com o evidenciado na Tabela 23, variável Covid diminui o retorno ao acionista, corroborando os estudos de Khan et al. (2020); AlAli (2020) e Bash (2020) que captaram efeitos negativos em bolsas de valores espalhadas pelo mundo.

Assim como na regressão observada na Tabela 22, pertencer aos setores da B3 explica de forma positiva a variação no retorno, inclusive o setor Saúde, que não havia demonstrado significância estatística no modelo anterior.

**Tabela 23**

*Relação da Combinação de Negócios com o retorno da ação – curto prazo*

RETORNO POS	Coef.	Robust Std. Err.	P>  t
COMBINA	-0,216	0,033	0,000
COVID19	-0,240	0,035	0,000
LPA	-0,000	0,000	0,258
VMA	0,003	0,000	0,000
RESULTADO	-0,004	0,011	0,674
BENSIND	0,290	0,076	0,000
CONSUMOCICL	0,212	0,068	0,002
CONSUMONCICL	0,293	0,075	0,000
MATBAS	0,402	0,091	0,000
PETROL	0,266	0,088	0,003
SAUDE	0,178	0,078	0,022

TECNOL	0,314	0,125	0,013
UTILPUBL	0,219	0,066	0,001
Obs = 1.583			
Prob > F = 0,0000			
R-sq: 0,1218			

Conforme discutido em seções anteriores, a realização de uma operação de combinação de negócios traz expectativas ao mercado, muitas dessas de retornos a longo prazo. Assim, a fim de atender o último objetivo específico deste estudo, têm-se os resultados da Tabela 24.

**Tabela 24**

*Relação da Combinação de Negócios com o retorno da ação – longo prazo*

RETORNO LP	Coef.	Robust Std. Err.	P>  t
COMBINA	0,437	0,155	0,005
LPA	0,000	0,000	0,612
VMA	0,005	0,001	0,000
BENSIND	0,328	0,116	0,005
CONSUMOCICL	0,440	0,144	0,002
CONSUMONCICL	0,126	0,116	0,277
MATBAS	0,658	0,184	0,000
PETROL	0,283	0,153	0,064
SAUDE	0,182	0,145	0,212
TECNOL	0,660	0,300	0,028
UTILPUBL	0,390	0,113	0,001
Obs = 1.193			
Prob > F = 0,0000			
R-sq: 0,0448			

A Tabela 24 apresenta resultados que demonstram que, a longo prazo, a realização da combinação de negócios possui poder explicativo na variação do retorno da ação. Este retorno acontece de forma positiva, ou seja, o aumento de 1% na variação da incidência da combinação de negócio aumenta o retorno da ação em 0,43%. Acredita-se que este resultado seja satisfatório, uma vez que comprova as expectativas positivas da realização da combinação. Entretanto, o estudo vai em desencontro ao achado por Gong et al. (2008), os quais relatam que os adquirentes experimentam uma expectativa negativa a longo prazo no preço de suas ações após a combinação.

Em uma perspectiva de longo prazo, a variável Valor de Mercado também se demonstrou significativa para explicar o retorno da ação, embora de forma insubstancial.

Ressalta-se que, nos estudos de Gong et al (2008) e Toigo et al. (2014), a variável não mostrou significância estatística para explicar o retorno da ação.

Os resultados da Regressão N° 07 permitem concluir que o estudo não rejeita a hipótese H4, ou seja, é possível afirmar que a combinação de negócios apresenta uma influência maior e positiva no retorno da ação de empresas brasileiras a longo prazo. Nesta mesma perspectiva de longo prazo, a variável Valor de Mercado por ação também se demonstrou significativa para explicar o retorno da ação, embora de forma insubstancial.

A Tabela 25 mostra de forma sintética os principais resultados compilados das hipóteses de pesquisa desenvolvidas neste estudo, assim como a expectativa quanto a seus sinais:

**Tabela 25**

*Resultados das hipóteses de pesquisa*

HIPÓTESE	RESULTADO	SINAL ESPERADO	SINAL ENCONTRADO
<b>H1:</b> O valor do preço das ações de empresas que realizaram combinações de negócios é, em média, maior do que os registrados nas empresas que não realizaram combinações de negócios nos dias de anúncio da operação e obtenção de controle.	NÃO REJEITA	+	+
<b>H2 (a):</b> O valor do <i>goodwill</i> tem influência positiva no preço de ações de empresas que realizaram combinações de negócios.	NÃO REJEITA	+	+
<b>H2 (b):</b> O valor do <i>goodwill</i> em relação ao total da contraprestação tem influência positiva no preço de ações de empresas que realizaram combinações de negócios.	REJEITA	+	-
<b>H3 (a):</b> O anúncio da combinação de negócio impacta o preço da ação de empresas brasileiras de forma positiva.	REJEITA	+	-
<b>H3 (b):</b> A realização de uma combinação de negócio impacta o preço da ação de empresas brasileiras de forma positiva no dia da obtenção de controle.	REJEITA	+	-
<b>H4:</b> A combinação de negócios apresenta uma influência maior e positiva no retorno da ação de empresas brasileiras a longo prazo.	NÃO REJEITA	+	+

Deste modo, percebe-se que este estudo não rejeitou as hipóteses H1, H2(a) e H4, as quais mostram a significância da realização da combinação de negócios de forma positiva no mercado. Assim, à luz da Teoria da Firma, verifica-se que a combinação de negócio pode ser uma decisão pela qual os acionistas conseguem maximizar sua riqueza, tanto a curto como a longo prazo.

## 5 CONCLUSÕES

### 5.1 PRINCIPAIS RESULTADOS E CONTRIBUIÇÕES

Esta dissertação teve por objetivo analisar a relação da Combinação de Negócios nos preços e no retorno das ações de 466 empresas brasileiras listadas na B3 entre os anos de 2010 e 2021 por meio de regressão linear múltipla com dados empilhados. Diante disto, os resultados deste estudo demonstraram o que segue.

Em uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, com os dados obtidos por meio das demonstrações financeiras disponibilizadas na B3 de 466 empresas de capital aberto, utilizou-se regressão linear múltipla com dados empilhados. Foram selecionadas as variáveis dependentes Preço da Ação e Retorno da ação pra verificar a relação destas com a combinação de negócios e suas características.

No início, realizou-se a análise descritiva dos dados, em que se observou a existência de 865 operações de combinações de negócios durante o período analisado, sendo os setores de Consumo Cíclico e Saúde os que mais realizaram estas operações. Também se verificou um aumento no número de combinações de negócios durante a pandemia da Covid-19, com ênfase para o ano de 2021, que registrou o maior número de operações no período. Outra análise realizada foi em relação aos montantes das contraprestações transferidas e dos ágios em expectativa de rentabilidade futuras registrados.

No tocante à relação entre o preço das ações e a realização das combinações de negócios, constatou-se que o valor do preço das ações de empresas que realizaram combinações de negócios é, em média, maior do que os registrados nas empresas que não realizaram combinações de negócios. Entretanto, percebeu-se com base nas regressões lineares que a combinação de negócios impacta de forma negativa o preço da ação no momento do anúncio da operação e na data da obtenção do controle. Contudo, o *goodwill* demonstrou-se significativo para explicar o preço da ação tanto no momento do anúncio quanto da obtenção do controle. Já em relação aos retornos ao acionista, os resultados mostraram que a combinação de negócios, tem influência na variação do retorno ao acionista, entretanto, de forma negativa. Esta relação ocorre, a curto prazo, de maneira negativa, o que corrobora Boas e Ribeiro (2015). Porém, existem achados na literatura que explicitam o oposto, como evidenciado por Souza e Francisco (2016).

Em uma análise na perspectiva de longo prazo, os resultados desta pesquisa demonstraram que a combinação de negócios apresenta uma influência maior e positiva no retorno da ação de empresas brasileiras a longo prazo. Deste modo, o achado neste estudo se opôs ao achado por Gong et al. (2008), que afirmam que nas operações de combinações de negócios, as empresas adquirentes têm experiências negativas a longo prazo no preço de suas ações.

Com relação às características das combinações de negócios e sua relação com o preço e o retorno das ações, os achados explicitaram que o valor do *goodwill* em relação ao total da contraprestação tem influência negativa no preço de ações de empresas que realizaram combinações de negócios. Assim, os achados corroboram Silva et al. (2017), ao afirmar que o coeficiente do *goodwill* demonstrou-se significativo para explicar o preço da ação, e Brunner (2002), ao revelar que operações de combinações de negócios não trazem retorno positivo a seus acionistas. Estes resultados mostraram que a expectativa por rentabilidade futura da empresa adquirente sobre a adquirida está sendo refletida no preço da ação quando ocorre a obtenção do controle.

No que tange a outras variáveis explicativas ao preço e retorno da ação, como a pandemia da Covid-19, verificou-se que a mesma demonstra impactar de forma positiva o preço da ação das companhias brasileiras no período analisado. Entretanto, a variável COVID-19 diminuiu o retorno ao acionista, permitindo ver um efeito negativo da pandemia do coronavírus aos acionistas das empresas brasileiras. Este resultado corroborou estudos estrangeiros como de Khan et al. (2020), AlAli (2020) e Bash (2020), que captam o efeito negativo da Covid-19 no retorno das ações.

## 5.2 CONTRIBUIÇÕES E IMPLICAÇÕES DO ESTUDO

Os resultados desta pesquisa possuem implicações teóricas e práticas. Como implicações teóricas, propiciou o enriquecimento da literatura e contribui ao debate a respeito das combinações de negócios e da relação desta com o preço da ação e o retorno ao acionista, relacionando o tema ao mercado financeiro nacional além de observar outras variáveis que possuem influência neste mercado durante o período analisado, como a pandemia da Covid-19. Estes resultados auxiliaram no melhor entendimento de como o mercado financeiro se comporta perante anúncios e concretizações de fusões e aquisições na perspectiva de curto e longo prazo, complementando estudos estrangeiros (Dodd & Ruback, 1977; Fatemi et al., 2017; Rivas et al., 2017) e utilizando o cenário brasileiro, sobre o qual os trabalhos ainda são escassos.

À luz da Teoria da Firma, acredita-se que o estudo colaborou para a percepção de como acionistas podem estar observando a realização de uma combinação de negócios sob a perspectiva de preço e retorno da ação, uma vez que estas operações são recomendadas quando a empresa atinge seu ponto máximo (Alves & Zotes, 2016). Com isto, a análise de curto e longo prazo pode servir de premissa para a análise do risco nestas operações e projetar mecanismos de governança corporativa que possam aumentar a lucratividade e o reflexo na precificação das ações no período pós-aquisição.

As implicações práticas deste estudo se referem ao auxílio tanto às companhias brasileiras de capital aberto na tomada de decisão prévia a uma operação de combinação de negócios, como a seus acionistas ao buscar informações de como o preço e o retorno da ação das empresas se comporta em operações de fusões e aquisições. Aos especuladores, a informação também pode ser útil no dia a dia de suas operações. Além disto, esta pesquisa contribuiu para que usuários externos da informação tenham ciência da importância que a combinação de negócios pode ter na saúde financeira de uma empresa e de como isto impacta nos demonstrativos financeiros e no mercado acionário.

Sob esta perspectiva, os resultados também auxiliaram os usuários externos na análise dos fatores alheios que também possam impactar o preço e o retorno das ações de empresas que realizam combinações de negócios. Deste modo, é fundamental que os usuários da informação compreendam os fatores que influenciam o preço e o retorno de uma ação, pois isso lhes permitirá tomar decisões estratégicas em relação ao seu investimento. Assim, conhecer fatores de mercado, econômicos e políticos que afetem o desempenho de uma ação em meio a uma combinação de negócios é uma habilidade valiosa para quem quer maximizar lucros e minimizar riscos, informações fornecidas por meio dos dados complementares deste estudo.

### 5.3 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS

Esta pesquisa limitou-se às empresas não financeiras brasileiras, ressaltando-se que mercados estrangeiros podem ter percepções diferentes em relação às variáveis analisadas. Limitou-se também ao período analisado, não podendo ser considerado o período anterior à vigência do CPC 15 (R1) em 2010. Além disto, o estudo também foi limitado às variáveis explicativas e de controle utilizadas, não abrangendo variáveis alheias que possam explicar o preço e o retorno da ação das empresas analisadas.

Para futuras pesquisas, sugere-se a realização de estudo de eventos para verificar o comportamento do preço da ação nas janelas estabelecidas por cada combinação de negócios.

Outra sugestão é a realização da análise por segmento de governança corporativa da B3, a fim de verificar a influência destes sobre as combinações de negócios e o preço e o retorno das ações.

## REFERÊNCIAS

- Alchian, A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795. <https://www.jstor.org/stable/1815199>
- AlAli, M. S. (2020). The effect of who COVID-19 announcement on Asian Stock Markets returns: an event study analysis. *Journal of Economics and Business*, 3(3), 1051-1054.
- Alves, J. M., & Zotes, L. P. (2016). *Fusões e Aquisições e seus impactos no valor da firma: investigação no setor de Ensino superior no Brasil*. [Apresentação de Trabalho. XXII Congresso Nacional Excelência em Gestão. Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- Antunes, M. T. P., & Martins, E. (2002). Capital Intelectual: verdades e mitos. *Revista Contabilidade e Finanças*, 13(29), 41-54. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772002000200003>
- Assaf Neto, A. (2010). *Finanças Corporativas e Valor* (5a ed.). Atlas.
- Assis, R. A.; Martins, P. L.; Martins, C. M. F., & Santos Neta, M. C. (2016). *Índices de Rentabilidade: um estudo de casos obre o mercado de transporte de cargas em Campo Belo – MG*. [Apresentação de Trabalho]. XIII Simpósio de Excelência de Gestão e Tecnologia. Resende, Rio de Janeiro.
- Azevedo, O. R. (2010). *Comentários às novas regras contábeis brasileiras: (sociedades anônimas - sociedade de grande porte (Ltda e S/A) - Contabilidade para PMEs - RTT/FCONT/e-Lalur - Normas CFC + CPC - Leis nº 6.404/1976, 11.638/2007 e 11.941/2009 - Exemplos práticos*. (5a ed.). IOB.
- Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2014). Relevance and disclosures in an unfavorable environment. *Accounting Forum*, 38, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2013.11.001>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Barber, R., & Lyon, J. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specifications of test statistics. *Journal of Financial Economics* 43, 341–372. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)
- Barbetta, P. A. (2008). *Estatística aplicada às ciências sociais*. (7a ed.). Editora da UFSC.
- Barros, T. de S., & Rodrigues, A. M. G. (2013). O Goodwill na Avaliação de Empresas: Um Estudo Sobre a Realização de Testes de Imparidades e as Alterações Contabilísticas no Âmbito das Concentrações de Atividades Empresariais. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 1(1), 118–130.
- Battos, T. de S., & Rodrigues, A. M. G. (2013). O Goodwill na Avaliação de Empresas: Um Estudo Sobre a Realização de Testes de Imparidades e as Alterações Contabilísticas no Âmbito das Concentrações de Atividades Empresariais. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 1(1), 118-130.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of*

- Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2).
- Bash, A. (2020). International Evidence of COVID-19 and Stock Market Returns: An Event Study Analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(4), 34–38. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/9941>
- Berk, D. & Demarzo, P. (2009). *Corporate Finance* (2a ed.). Pearson.
- Berle, A. A., Jr., & Means, G. C. (1988). *The modern corporation and private property*. Taylor and Francis.
- Boas, E. V., & Ribeiro, A. (2015). Fatores Determinantes do Preço das Ações: Evidência nas empresas constituintes do PSI-20. *Estudos do ISCA*, 12, 1-11. <https://doi.org/10.34624/ei.v0i12.4757>
- Bortoluzzo, A. B.; Garcia, M. P. S.; Boehe, D. M.; & Sheng, H. H. (2014) Desempenho de Fusões e Aquisições *cross border*. *Revista Administração Empresarial*. 54(6) <https://doi.org/10.1590/S0034-759020140606>
- Bryman, A. (2012). *Social research methods*. New York: Oxford University Press.
- Brunner, R. F. (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*. 12(1), 48-68. <https://ssrn.com/abstract=485884>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Caixeta, R. P. (2010, 23 A 25 de maio). O processo de Fusão e Aquisição (F&A): um estudo de caso em uma Micro e Pequena Empresa (MPE). [Apresentação de trabalho]. Encontro de Estudos Organizacionais da ANPAD, Florianópolis, Santa Catarina.
- Camargos, M. A., & Coutinho, E. S. (2008). A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *RAC-Eletrônica*, 2(2), 273-295. <https://www.researchgate.net/publication/242764504>
- Campos, G. M., & Scherer, L. M. (2001). Lucro por Ação. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15 (26), 81-94. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772001000200005>
- Campos, O. V., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2012). Retornos das ações e o lucro: Avaliação da relevância da informação contábil. *Revista De Contabilidade E Organizações*, 6(16), 20-38. <https://doi.org/10.11606/rco.v6i16.52665>
- Cazavan-Jeny, A. (2011). Le ratio market-to-book et la reconnaissance immatériels – une étude du marché français. *Comptabilite - Controlé*, 2, 99-124. <https://www.cairn.info/revue-comptabilite-controlé-audit-2004-2-page-99.htm>
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4 (16), 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Coelho, É. G. (2016). *Financial distress e os mecanismos de governança corporativa: um estudo em companhias brasileiras de capital aberto* [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná]. Acervo Digital UFPR. <https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/43547>

- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2011). *Pronunciamento Técnico - Combinação de Negócios* (CPC 15 (R1)). <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=46>.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2019). *Pronunciamento Técnico - Estrutura Conceitual* (CPC 00 (R2)). <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>
- Cruz, I. F. d., Carvalho, G. A. D., Paiva, F. D., Ribeiro, L. M. D. P., & Araújo, U. P. (2020). Eficiência informacional em anúncios de criação de joint-ventures no mercado acionário brasileiro. *Revista de Gestão e Tecnologia*, 10.
- Decker, F., Ensslin, R., & Reina, D. R. M. (2013). A Relação entre os ativos intangíveis e a rentabilidade das ações: Um estudo com empresas listadas no índice Bovespa. *REUNA*, 18(4),75-92.
- Dinkinson, V., Wangerin, D., & Wild, J. J. (2016). Accounting Rules and Post-Acquisition Profitability in Business Combination. *Accounting Horizons*; 30 (4), 427-447. <https://doi.org/10.2308/acch-51504>
- Dodd, P., & Ruback, R. (1977). Ofertas e Retornos aos Acionistas: Uma Análise Empírica. *Revista de Economia Financeira*, 5(3), 351-373.
- 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>
- Duarte, D. L., Penedo, A. S. T., & Pereira, V. S. (2021). Análise Multidimensional do Valuation da Petrobras. *Revista Alcance*, 28 (3), 298-314.
- Eigenstuhler, D. P., Pacassa, F.; Kruger, S. D., & Mazzioni, S. (2021). Influência das características dos países na disseminação da covid-19. *Revista Gestão Organizacional*, 14(1), 172-191.
- Ely, R. S. (2012). *O processo de fusão Drogasil S.A. e Droga Raia S.A. : um estudo sobre valorização e sinergias. O processo de fusão Drogasil S.A. e Droga Raia S.A. : um estudo sobre valorização e sinergias.* [Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal do Rio Grande do Sul]. LUME – Repositório Digital UFRGS. <http://hdl.handle.net/10183/67534>
- Euclides, C. (2022, 25 de Janeiro). Fusões e aquisições no Brasil crescem 51% em 2021, puxadas pelo setor de tecnologia. *Valor Investe*. <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/01/25/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-crescem-51percent-em-2021-puxadas-pelo-setor-de-tecnologia.ghtml>
- Fávero, L. P. (Org.), Belfiore, P., Takamatsu, R. T., & Suzart, J. (2014). *Métodos quantitativos com Stata*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fávero, L. P. (2015). *Análise de dados: modelos de regressão com Excel, Stata e SPSS*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fatemi, A. M.; Fooladi, I., & Garehkoolchian, N. (2017). Ganhos com fusões e aquisições no Japão. *Global Finance Journal*, 32, 166-178. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.02.002>

- Feltes, T., Vicente, E. F. R., & Ribeiro, A. M. (2021). Relevância do *goodwill* e períodos de recessão: evidências no mercado brasileiro. *Revista Ambiente Contábil*, 13(2), 63-79. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2021v13n2ID20386>
- Ferreira, T. S. V., Machado, M. A. V., & Silva, P. Z. P. (2021). Impacto assimétrico do sentimento do investidor na volatilidade do mercado acionário brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 22(4), 1–29. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF210208>
- Firth, M. (1980). Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(2), 235-260. <https://www.jstor.org/stable/pdf/1884539.pdf>
- Francisco, M. (2021). *Análise da Reação do Mercado Brasileiro na Precificação das ações dos bancos após Combinações de Negócios* [Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal de Santa Catarina]. Repositório UFSC. <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/223262>
- Gonçalves, J. C., Rodrigues, A., & Macedo, M. A. (2014). Poder explicativo de variáveis contábeis no preço das ações das companhias elétricas em ambiente de IFRS. *Revista Ambiente Contábil*, 6, 219-235. <https://ojs.ccsa.ufrn.br/index.php/contabil/article/view/457>
- Gong, G., Louis, H., & Sun, A. (2008). Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 62-77.
- Gormsen, N. J., & Kojen, R. S. J. (2020). Coronavirus: Impact on stock prices and growth expectations. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3555917>
- Gutierrez, M. (2019, 01 de Novembro). Fusões e aquisições sobem 31% no Brasil. *Valor Econômico*. <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/11/01/fusoes-e-aquisicoes-sobem-31-no-brasil.ghtml>
- Hamberg, M., & Beisland, L. A. (2014). Changes in the value relevance of *goodwill* accounting following the adoption of IFRS 3. *Journal of the Chinese Institute of Chemical Engineers*, 23 (2), 59-73. <http://dx.doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2014.07.002>
- Hassan, M., & Mohd-Saleh, N. (2010). The Value Relevance of Financial Instruments Disclosure in Malaysian Firms Listed in the Main Board of Bursa Malaysia *International Journal of Economics and Management*, 4(2) 243-270. <http://www.ijem.upm.edu.my/vol4no2/bab03.pdf>
- Henning, S. L., Lewis, B. L., & Shaw, W. H. (2000). Valuation of the components of purchased *goodwill*. *Journal of Accounting Research*, 38(2), 375-386. <https://www.jstor.org/stable/2672938>
- Higgins, H. N. (2012). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 44-70. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.001>
- Holthausen, R., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 3-75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 21-48. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.03.001>

- Jensen, M. C., & Ruback, R. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 1, 5-50. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Ji, X. D., & Lu, W. (2014). The value relevance and reliability of intangible assets: Evidence from Australia before and after adopting IFRS. *Asian Review of Accounting*, 22(3), 182-216. <https://doi.org/10.1108/ARA-10-2013-0064>
- Kachchhy, U. (2015). Accounting Information and Stock Price Reaction of Listed Companies — Empirical Evidence From All Listed Companies From NSE in Power Generation and Distribution Sector. *Paripex – Indian Journal of Research*, 4, 407-410. [https://www.worldwidejournals.com/paripex/recent\\_issues\\_pdf/2015/May/May\\_2015\\_1431777332\\_\\_133.pdf](https://www.worldwidejournals.com/paripex/recent_issues_pdf/2015/May/May_2015_1431777332__133.pdf)
- Kayo, E. K.; Kimura, H.; Martin, D. M. L., Nakamura, W. T. (2006). Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(3), 73-90. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552006000300005>
- Khan, K., Zhao, H., Zhang, H., Yang, H., Shah, M. H., Jahanger, A. (2020). The impact of COVID-19 pandemic on stock markets: An empirical analysis of world major stock indices. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(7), 463-474. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no7.463>
- King, Z., Linsmeier, T., & Wangerin, D. (2019). Differences in the Value Relevance of Identifiable Intangible Assets. *Working Paper*, 1-56. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438250>
- KloECKner, G. O. (1994). Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, 29(1), 42-58.
- Knapp, M., Gart, A., & Chaudhry, M. (2006). The impact of mean reversion of bank profitability on post-merger performance in the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30, 3503-35-17. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.01.005>
- Kothari, S. P., & Wasley, C. (2019). Commemorating the 50<sup>th</sup> Year Anniversary of Ball and Brown (1968): The Evolution of Capital Market Research over the Past 50 Years. *Journal of Accounting Research*, 57(5), 1117-1159. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12287>
- Kothari, S. P. (2001) Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics, Amsterdam*, 31, 105-231. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Lapointe-Antunes, P., Cormier, D., & Magnan, M. (2009). Value relevance and timeliness of transitional goodwill-impairment losses: Evidence from Canada. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 56–78. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2008.12.006>
- Li, K. K., & Sloan, R. G. (2017) Has Goodwill Accounting Gone Bad? *Review of Accounting*, 22. 964-1003.
- Louis, H. (2005). Acquirers' abnormal returns and the non-Big 4 auditor clientele effect. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 75–99.

- Ma, C., Rogers, J. H., & Zhou, S. (2020). Global economic and financial effects of 21st Century pandemics and epidemics. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3565646>
- Macedo Junior, J. S. (2013). *A Árvore do Dinheiro* (1a Ed.). Insular.
- Machado, M. A. V., & Medeiros, O. R de (2014). Anomalias e Retorno Acionário: evidências empíricas do mercado brasileiro. *Journal Belo Horizonte*, 13(2), 26-46. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1649>
- MacKinlay, A. C., (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. <https://www.jstor.org/stable/2729691>
- Mandelker, G. (1974). Risco e retorno: O caso da fusão de empresas. *Revista de Economia Financeira*, 1(4), 303-335. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90012-9](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(74)90012-9)
- Marçal, R. R., & Batista, T. C. (2019). Relavância da informação contábil no mercado de capitais brasileiro: uma perspectiva por meio da análise fundamentalista em empresas do índice IBrX-50. *Revista de Contabilidade e Gestão Contemporânea*, 2 (2), 52-65.
- Marcelo, J., & Quirós, J. (2002), Factores determinantes del valor bursátil de las empresas portuguesas (1991-1999). Nuevas propuestas metodológicas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 31(112), 495-528. <https://doi.org/10.1080/02102412.2002.10779455>
- Mario, C., Baboukardos, D., Cunningham, G. M., & Hassel, L. G. (2011). The impact of IFRS on reporting for business combinations: an in-depth analysis using the telecommunications industry. *Annals of Faculty of Economics*, 1(1), 557-593. <https://core.ac.uk/download/pdf/6294451.pdf>
- Melo, A. (2019, 18 de Março). América Móvil fecha em alta em NY após compra da Nextel Brasil. *Valor Econômico*. <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/03/18/america-movil-fecha-em-alta-em-ny-apos-compra-da-nextel-brasil.ghml>.
- Mendes, L. P., Pimenta, M. M., & Sousa, G. A. D. (2018). Fusões e Aquisições Versus Gerenciamento de Resultados: Análise da Qualidade da Informação Contábil das Companhias Listadas na B3. *Pensar Contábil*, 21(74), 11-19. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/pensarcontabil/article/view/3469/2645>
- Minichilli, A., Brogi, M., & Calabrò, A. (2015). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6), 552–568. <https://doi.org/10.1111/corg.12125>
- Mishra, P. (2018). Effect of M&A announcement on acquirer stock prices in the Pharmaceutical sector and the role of bid premium. *Master Thesis Repair*, 1 – 37. <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1193658/FULLTEXT01.pdf>
- Moreira, M. (2017, 30 de Março). Fusão entre BM&FBovespa e Cetip cria a B3, 5ª maior bolsa de valores do mundo. *Agência Brasil*. <http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2017-03/fusao-entre-bmfbovespa-e-cetip-cria-b3-5a-maior-bolsa-de-valores-do-mundo>

- Moro, A. P., Bauman, F. R., Fogaza, L. C., & Segura, L. C. (2017). O impacto da adoção do IFRS na valorização das ações no Brasil: um estudo exploratório. *REDECA*, 4(1), 15-29. <https://revistas.pucsp.br/index.php/redeca/article/view/33407>.
- Mota, R. H. G., Silva Filho, A. C. C., Oliveira, A. F., & Paulo, E. (2017). Previsão de Lucro e Gerenciamento de Resultados: Evidências Empíricas no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 06-26. <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/536>
- Müssnich, F. A. M. (1979). A utilização desleal de informações privilegiadas - insider trading - no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 18(34), 31- 51. <https://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:redede.virtual.bibliotecas:artigo.revista:1979;1000369326>
- Nakayama, W. K., & Salotti, B. M. (2014). Fatores Determinantes do Nível de Divulgação de Informações sobre Combinações de Negócios com a Entrada em Vigor do Pronunciamento Técnico CPC 15. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(66), 267-280. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201411260>
- Netto, V. (2022, 15 de Setembro). Adobe cai 15% em NY após anúncio de negócio de R\$ 20 bilhões e 3º trimestre fiscal mais fraco. *Valor Econômico*. <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2022/09/15/adobe-cai-15percent-em-ny-apos-anuncio-de-negocio-de-r-20-bilhoes-e-3o-trimestre-fiscal-mais-fraco.ghtml>
- Nicola, M., Alsafi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., Agha, M., & Agha, R. (2020). The socio-economic implications of the coronavirus pandemic (COVID-19): A review. *International Journal of Surgery*, 78, 185.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Oliveira, H., & Lopes, C. (2008). Avaliação financeira das empresas. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 93, 18-21.
- Pacheco, J., & Rover, S. (2021). Relevância dos Ativos Intangíveis Reconhecidos em uma Combinação de Negócios. *Contabilidade Gestão & Governança*, 24(2), 167–184.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados* [Tese de doutorado, Universidade de São Paulo]. Biblioteca Digital USP. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/pt-br.php>
- Prado, L. C. (2016). *Negociação e relacionamento entre compradores e vendedores: um estudo aplicado na distribuição de defensivos agrícolas* [Tese de doutorado, Universidade de São Paulo]. Biblioteca Digital USP. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-06012017-145936/pt-br.php>
- Rahman, J. M., & Liu, R. (2021). Value Relevance of Accounting Information and Stock Price Reaction: Empirical Evidence from China. *Accounting and Management Information Systems*, 20(1), 5-27. <http://dx.doi.org/10.24818/jamis.2021.01001>
- Resolução CFC nº 1.175, de 24 de julho de 2009. *Aprova a NBC TG 15 – Combinação de Negócios*.

- [https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes\\_sre.aspx?codigo=2009/001175](https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?codigo=2009/001175)
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na EuronextLisbon. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 9(1-2), 15-25.
- Rivas, L. R. A., Fuentes, D. A. C., & Saavedra, E. E. C. (2017). Anúncio de fusões e aquisições e seu efeito nos retornos de ações: Chile, 2010-2014. *Cuad. Adm*, 30(54), 39-64. <https://doi.org/10.11144/javeriana.cao30-54.afae>.
- Rizério, L., Yazbek, P., Cutait, B. (2021, 29 de Abril). Por que as ações da Soma caíram 10% após fusão com a Hering e o que esperar dos negócios combinados? *Infomoney*. <https://www.infomoney.com.br/mercados/por-que-acoes-da-soma-caem-apos-fusao-com-a-hering-e-o-que-esperar-dos-negocios-combinados/>
- RGS Partner (2022). *M&A Brasil Report* [Relatório] RGS Partners. [https://www.rgspartners.com.br/wp-content/uploads/2019/01/RGS-Partners\\_MA-Brazil-Report.pdf](https://www.rgspartners.com.br/wp-content/uploads/2019/01/RGS-Partners_MA-Brazil-Report.pdf)
- Santana, E. H., Thiago, F., Trigueiro, F. M. C., Crispim, S. F. (2016). Fusões, Aquisições e Cisões e o Reflexo no Desempenho Operacional das empresas: um estudo sobre o Core Business. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 14(3), 162-181. <https://doi.org/10.19094/contextus.v14i3.867>
- Santos, J. (2015). Evidências dos ativos intangíveis no contexto brasileiro: representatividade, caracterização, percepção de mercado e desempenho. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 7(3), 85-105. <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v7i3.38931>
- Santos, P. H. P. U. (2018). Fusões e Aquisições: uma breve contextualização. *Direito Unifacs – Debate Virtual*, 216.
- Santos, S. M., Lemes, S., & Barboza, F. L. M. (2019). O Value Relevance é relevante?. *Revista De Contabilidade & Organizações*, 13.
- Santos, J. V. J., Tavares, A. de L., Azevedo, Y. G. P., & Neto, R. M. F. (2017). Relação entre o Retorno das Ações e o Economic Value Added (Eva): Evidências Empíricas em Companhias Abertas no Brasil. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 6(1), 119–131.
- Schipper, K. (2007). Required disclosures in financial reports. *The Accounting Review*, 82(2), 301-326. <https://www.jstor.org/stable/30243468>
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory* (7th ed.). Pearson.
- Seven, U., & Yilmaz, F. (2020). World Equity Markets and COVID19: Immediate Response and Recovery Prospects. *Munich Personal RePEc Archive*, 1 – 16. [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/100987/1/MPRA\\_paper\\_100987.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/100987/1/MPRA_paper_100987.pdf)
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. *The Accounting Review*, 84(1), 239-270. <https://www.jstor.org/stable/30243563>
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 339-371. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00026-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00026-4)
- Silva, I. P., & Rover, S. (2022). Os Impactos pós-combinação de negócios na rentabilidade das empresas brasileiras. *Revista FSA*, 19 (10), 88-116.

- Silva, A., Souza, T. R., & Klann, R. C. (2017). A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 26-45. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n31p26>
- Souza, T. M. de, Francisco, J. R. S. (2016). *Os impactos do Disclosure nos preço das ações: um estudo das empresas pertencentes ao índice IBrX-50*. [Apresentação de Trabalho]. Simpório de Excelencia em Gestão e Tecnologia, Resende, Rio de Janeiro.
- Souza, M. M., & Borba, J. A. (2017). Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do *goodwill* reconhecido nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 28(73), 77-92. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703240>
- Souza, J. G. de M., & Gartner, I. R. (2019). Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil: análise dos efeitos de aquecimento do mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 234-251. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806320>
- Souza, M. M., Rover, S., & Borba, J. A. (2016). Determinantes do nível de disclosure das combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras de capital aberto. *RACE: Revista de Administração Contabilidade e Economia*. 15(3), 945-968. <http://dx.doi.org/10.18593/race.v15i3.7429>
- Teruel, R. L. H. (2017). *Corrupção no Brasil: comportamento do mercado acionário à divulgação de notícias de práticas corruptivas* [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Uberlândia]. Repositório UFU. <https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/18739/1/CorrupcaoBrasilComportamento.pdf>
- Toigo, L. A., Chiarello, T. C., & Klann, R. C. (2014). Accruals discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(24), 65-84. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n24p65>
- Toigo, L. A., & Hein, N. (2017). Desempenho das companhias pós-fusões e aquisições mensurado pelos filtros de Graham. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 16(49), 34-50. <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v16n49.2466>
- Veblen, T. (1997). *Absentee ownership business enterprise in recent times: the case of America*. Taylor and Francis.
- Vieira, J. (2018). Combinação de Negócios e os impactos societários e tributários das IFRSs no Brasil: desafios apresentados aos operadores do Direito e aos operadores das IFRSs. *Revista Direito GV*, 14 (2), 557-617. <https://doi.org/10.1590/2317-6172201823>
- Wang, J., Fu, G., & Luo, C. (2013). Accounting information and stock price reaction of listed companies – empirical evidence from 60 listed companies in Shanghai Stock Exchange. *Journal of Business & Management*, 2(2), 11-21. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.843.5115&rep=rep1&type=pdf>
- Wangerin, D. D. (2019). M&A Due Diligence, Post-Acquisition Performance, and Financial Reporting for Business Combination. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344–2378. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2118836>

- Wong, A., & Cheung, K. Y. (2009). The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia. *International Journal of Economics and Finance*, 1(2), 74-283. <https://doi.org/10.5539/ijef.v1n2p274>
- Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: a comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52, 127–183. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.12.005>
- Zhang, Y., & Wiersema, M. F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal*, 30(7), 693-710. <https://www.jstor.org/stable/20536072>
- Zhang, A. (2012). An examination of the effects of corruption on financial market volatility. *Journal of Emerging Market Finance*, 11(3), 301-322. <https://doi.org/10.1177/0972652712466501>
- Zogby, P. (2019, 23 de Maio). Após comprar Avon, Natura despenca até 8%. O que dizem os analistas? *Infomoney*. <https://www.infomoney.com.br/negocios/grandes-empresas/noticia/8335377/apos-comprar-avon-natura-despenca-ate-8.-o-que-dizem-os-analistas>.