

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –
FECAP**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ADRIANO DANTAS LIMA RODRIGUES

**COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS: DIVULGAÇÃO NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

São Paulo

2017

ADRIANO DANTAS LIMA RODRIGUES

**COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS: DIVULGAÇÃO NO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação apresentada a Fundação Escola de
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Ciências
Contábeis.

**Orientadora: Prof.ª. Dra. Elionor Farah Jreige
Weffort**

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Dr. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

R696c	<p>Rodrigues, Adriano Dantas Lima</p> <p>Combinação de negócios: divulgação no mercado de capitais brasileiro / Adriano Dantas Lima Rodrigues. - - São Paulo, 2017.</p> <p>90 f.</p> <p>Orientador: Prof^a. Dr^a. Elionor Farah Jreige Weffort.</p> <p>Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis.</p> <p>1. Empresas – Fusão e incorporação. 2. Empresas brasileiras. 3. Mercado de capitais. 4. Ágio – Operações financeiras. 5. Divulgação de informações contábeis</p> <p>CDD 658.16</p>
-------	---

ADRIANO DANTAS LIMA RODRIGUES

**COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS: DIVULGAÇÃO NO MERCADO DE CAPITALS
BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Eric Aversari Martins
Professor convidado

Prof. Dr. Marcos Reinaldo Severino Peters
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof^a. Dr^a. Elionor Farah Jreige Weffort
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professora Orientadora – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 05 de junho de 2016.

Agradecimentos

Agradeço a minha família, em especial a minha esposa e companheira Simone e minha filha Natalie, pelo amor e paciência, especialmente nas minhas ausências nos dias de semana, em alguns fins de semana e até nos momentos de nossas viagens.

A minha professora e orientadora Doutora Elionor Farah Jreige Weffort, pela disponibilidade e acessibilidade, além das críticas construtivas e pertinentes na orientação deste trabalho.

Aos professores doutores Eric Aversari Martins e Marcos Reinaldo Severino Peters, da banca de qualificação, pelos comentários e análises precisas que ajudaram a enriquecer este trabalho.

Aos meus colegas de mestrado, além do apoio motivacional nos créditos do programa e desenvolvimento deste trabalho, pelos debates sempre em alto nível que contribuíram para meu desenvolvimento.

Aos meus colegas da Qualicorp, principalmente meus superiores Magnus Jr. e Álvaro Soncini pela compreensão e autorização para me ausentar semanalmente para me dedicar ao mestrado e aos meus colaboradores que conviveram com minha ausência durante o programa, especialmente a Gilmar Santana pela ajuda na organização dos materiais.

Resumo

O objetivo desta pesquisa foi analisar quais fatores motivadores poderiam estar associados positivamente ao nível de divulgação de combinação de negócios em empresas brasileiras de capital aberto, na bolsa de valores de São Paulo (B3). Para alcançá-lo, foi desenvolvido um índice de Combinação de Negócios, o INDCOMBADPT, adaptado de Nakayama & Salotti (2014) e Shalev (2009). Em vez de desenvolver um índice de divulgação baseado em um modelo checklist do que o pronunciamento técnico CPC-15 R1 (IFRS 03) de combinação de negócios descreve como conformidade da norma, nesta pesquisa, foram retirados itens (subcategorias) que poderiam ser repetitivos. Desse modo, considerou-se somente informações sobre um critério de relevância. Assim, foram observadas somente informações que partem do pressuposto de que, na falta, podem causar problemas no entendimento da operação. Com base em pesquisas anteriores, foram selecionados fatores que poderiam impactar positivamente o nível de combinação de negócios. Foram analisados: porte das companhias, segmento de listagem, sujeição às agências reguladoras, percentual das ações em circulação no mercado, internacionalização, firmas de auditoria, emissão de títulos, desempenho e endividamento. Foram analisadas as demonstrações financeiras anuais de 2015, das companhias brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo (B3), que descreveram informações referentes a combinações de negócios nessas demonstrações. Foram identificadas 28 companhias adquirentes envolvidas em 53 operações caracterizadas como combinação, conforme o CPC-15 R1 (2011). No período analisado, o índice de divulgação de combinação de negócios ficou em 0,4082 (máximo 0,8095 e mínimo 0,0476), indicando baixo nível de divulgação. A pesquisa apresentou correlação positiva quanto ao índice de combinação para a variável Endividamento. E após análise de regressão, a única hipótese confirmada foi que existe relação positiva entre demonstrações financeiras auditadas por grandes empresas de auditoria e o nível e divulgação de combinação de negócios, corroborando Taplin, Zhao, & Brown (2014), Nakayama (2012) e Murcia (2009).

Palavras-chave: Combinação de negócios; Evidenciação; Fusão e incorporação; Ágio; Fatores motivadores.

Abstract

The objective of this work was to analyze which motivating factors could positively be associated with the level of disclosure of business combination in Brazilian public companies that trade in São Paulo city stock exchange (B3). To fulfill such aim, it was developed a Business Combination index – INDCOMBADAPT, based on Nakayama & Salotti (2014) and Shalev (2009) researches. Instead of developing a disclosure index based on a checklist model, described by the technical pronouncement CPC 15 - Business Combinations as mandatory, in this research, some items (subcategories) that could be repetitive were removed. Therefore, it was considered only information about one relevant criterion, that is, if missing, could cause problems to understand the procedure. On the basis of previous researches, we selected factors that could positively impact the level of disclosure of business combination. We analyzed: companies' size, listing segment in B3, subjection to regulatory agencies, free float shares, internationalization, audit firms, bond issuance, performance and indebtedness. We investigated the annual financial statements of 2015, from Brazilian companies that trade in São Paulo city stock exchange (B3), which described information concerning business combinations in these statements. We identified 28 acquirer companies involved in 53 procedures characterized as combinations, according to IFRS 03 (CPC-15 R1). In the studied period, the business combination disclosure index was 0,4082 (maximum 0,8095, and minimum 0,0479), indicating low disclosure level. Positive correlations concerning the combination index for the variable Indebtedness were found. Moreover, after the regression analysis the only conformed hypothesis was that there is a positive relationship among financial statements audited by big audit firms and the level of disclosure of business combination. This confirms the works of Taplin, Zhao, & Brown (2014), Nakayama (2012) and Murcia (2009).

Key-words: Business combination; Accounting disclosure; Merger and Acquisition; Goodwill; Motivating Factors.

Lista de Figura

Figura 1 - Resultado do teste de colinearidade	61
---	-----------

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Principais ativos intangíveis identificáveis	19
Tabela 2 – Características da divulgação das categorias de pesquisa	23
Tabela 3 – Combinação de negócios em 2015	38
Tabela 4 – Informações relevantes exigidas no cpc 15	41
Tabela 5 – Comparativo dos segmentos de listagem	43
Tabela 6 – Variáveis explicativas de interesse utilizadas na pesquisa	46
Tabela 7 – INDCOMBADPT por empresa	50
Tabela 8 – Estatística descritiva do indcombapt	51
Tabela 9 – Categoria informações gerais	52
Tabela 10 – Categoria informações sobre alocação	53
Tabela 11 – Categoria informações sobre goodwill	54
Tabela 12 – Categoria informações financeiras da empresa adquirida	55
Tabela 13 – Categoria alterações de informações contábeis de combinação de negócios ocorridas ou não no período de reporte	56
Tabela 14 - Resultado da matriz de correlação	57
Tabela 15- Resultado do modelo de regressão com porte = ln do total de ativo.....	59
Tabela 16- Resultado do modelo de regressão com porte = ln de faturamento líquido... 	59
Tabela 17- Resultado do modelo de regressão robusta.....	60
Tabela 18- Resultado das hipóteses.....	61
Tabela 19- Resumo da correlação	62

Lista de Abreviatura e Siglas

ADR	American Depositary Receipts
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capital
B3	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CPC	Comitê de Pronunciamento Contábeis
FASB	Financial Accounting Standards Board
F&A	Fusões e Aquisições
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
M&A	Mergers and Acquisitions
NBC TG	Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral
OPA	Oferta Pública de Ações
SEC	Securities and Exchange Commission

Sumário

1	Introdução	9
1.1	Objetivo e delimitação da pesquisa	12
1.2	Justificativa (errata)	12
1.3	Estrutura da dissertação	13
2	Referencial Teórico e Desenvolvimento de Hipóteses	15
2.1	Combinação de negócios	15
2.1.1	<i>Fusões e aquisições</i>	15
2.1.2	<i>Ativos identificáveis e goodwill aplicado em combinação de negócios</i>	17
2.2	Divulgação	21
2.2.1	<i>Teoria da divulgação</i>	21
2.2.2	<i>Divulgação para o Mercado de Capitais</i>	24
2.2.3	<i>Informação contábil relevante</i>	26
2.2.4	<i>Normatização para divulgação de combinações de negócios</i>	29
2.3	Hipóteses da pesquisa	31
3	Aspectos Metodológicos	37
3.1	Campo de estudo e identificação das companhias compradoras	37
3.2	Variáveis e modelo da pesquisa	39
3.2.1	<i>Variável dependente de interesse – INDCOMBADPT</i>	39
3.2.2	<i>Variáveis explicativas de interesse</i>	42
3.2.3	<i>Coleta e tratamento de dados</i>	48
3.2.4	<i>Limitações da pesquisa</i>	48
4	Resultados	50
4.1	Análises estatística	50
4.1.1	<i>análise descritiva gerais</i>	50
4.1.2	<i>Análise das categorias e subcategorias</i>	51
4.1.3	<i>Análise da regressão</i>	57
5	Conclusão	64
	Referências	67
	Apêndice A - Itens obrigatórios de divulgação CPC 15	75
	Apêndice B - Categorias e subcategoria considerada e não considerada	80
	Apêndice C - Índices de Combinação de Negócios – INDCOMBADPT	83
	Apêndice 4 - Informações sobre as variáveis	86

1 Introdução

Nos últimos anos, o Brasil vem passando por uma fase de consolidação no campo dos negócios, principalmente em setores antes pulverizados. Com a finalidade de expansão de suas atividades, ou, muitas vezes, alinhada a estratégias de crescimento acelerado, companhias brasileiras experimentam, cada vez mais, fusões, aquisições ou outros tipos de operações societárias, conhecidas como M&As (*mergers and acquisitions*), ou F&As (fusões e aquisições), principalmente aquelas companhias que têm ou esperam ter suas ações negociadas em bolsa de valores.

Entre o período de 2010 a 2015, ocorreram 936 operações, considerando fusões, aquisições, OPAs (oferta pública de ações) e reestruturações societárias. Nesse cenário, o ano de 2013 foi o mais movimentado, com 181 operações, e de 2015, o menos movimentado, com 111, mobilizando mais de R\$468 bilhões nesses cinco anos. Destaque vai para o ano de 2014, com movimentação de mais de R\$192 bilhões. Em 2015, ocorreram 11 operações de F&As de companhias estrangeiras por companhias brasileiras, e 43 aquisições de companhias brasileiras por estrangeiras (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais [ANBIMA], 2016).

Do exposto, fica evidenciado que, apesar da crise econômica de 2015 e da depreciação do Real frente ao Dólar, companhias brasileiras continuaram sendo atrativas para investimentos de fundos privados internacionais, ou como meio de entrada de companhias estrangeiras, gerando diversas transações de F&As. Nota-se, ainda, a busca de internacionalização de companhias brasileiras, por meio de aquisições de companhias estrangeiras.

Fundamentado na teoria da firma, Kloeckner (1994) elenca diversos propósitos que justificam os processos de F&As, como atalho para uma companhia crescer, internacionalizar-se, entrar em novos mercados, comprar operações por preços melhores, aumentar a liquidez dos negócios, buscar ganhos sinérgicos e se defender contra aquisições de concorrentes.

Os valores monetários gerados nessas operações, principalmente o excedente pago sobre o patrimônio líquido da companhia adquirida, são reconhecidos, contabilmente, como ágio por expectativa de rentabilidade futura.

O ágio por expectativa de rentabilidade futura, também conhecido como goodwill, é conceituado pela literatura contábil como o “montante de lucros futuros esperados acima da

rentabilidade normal de uma empresa, mensurado pela diferença entre o valor da empresa e o seu patrimônio líquido avaliado a valores de mercado” (Martins, Almeida, Martins, & Costa, 2010, p.3)

Outro motivador de F&As, em especialde companhias brasileiras, são os ganhos tributários relevantes gerados nessas operações, causando, muitas vezes, distorções contábeis na forma e no método utilizados na combinação de negócios.

Em 2007, com a Lei n.º 11.638, o Brasil adotou as normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards – IFRS*), emitidas pelo *International Accounting Standards Board - IASB* e, no Brasil, pelo Comitê de Pronunciamento Contábeis - CPC. Os pronunciamentos contábeis emitidos pelo CPC foram aprovados pelo Conselho Federal de Contabilidade – CFC, por meio de Normas Brasileiras de Contabilidade Técnicas Geral - NBC TG, e outros órgãos reguladores setoriais. Assim, neste trabalho, fez-se referência a outros pronunciamentos emitidos pelo CPC como norma contábil compulsória.

Dentre as diversas normas adotadas, companhias envolvidas em processos de F&As passaram a utilizar, para reconhecimento, mensuração e divulgação contábil, o Pronunciamento Técnico CPC 15 - Combinação de negócios, revisado em 2011 e correlato do pronunciamento internacional IFRS 3 – *Business Combination*, definindo procedimentos de contabilização e divulgação nesses tipos de negócios, gerando impactos nas demonstrações contábeis das companhias adquirentes.

O objetivo declarado dessa norma é “aprimorar a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade das informações que a entidade fornece em suas demonstrações contábeis acerca de combinação de negócios e sobre seus efeitos”. (Pronunciamento técnico CPC-15 R1, 2011, p.2)

No Brasil, antes mesmo da norma CPC 15 entrar em vigor, as informações referentes às operações de F&As eram requeridas por meio da regulamentação, como as normas descritas na Instrução CVM (Comissão de Valores Mobiliários) nº 319, de 1999. Tal normativo exigia informações das companhias listadas, mesmo essa sendo a adquirida, como o custo de transação e as vantagens que envolviam essas operações. Ademais, indicava o tratamento contábil dado ao ágio e deságio.

Carvalho, Rodrigues e Ferreira (2016) estudaram nas companhias portuguesas listadas na Euronext Lisbon os impactos da IFRS 03 no reconhecimento do goodwill e outros ativos identificáveis. Adicionalmente, analisaram o nível de conformidade da divulgação em

operações de combinações de negócios dessas companhias, entre os períodos de 2005 a 2009. Os resultados demonstraram que valores reconhecidos como ativos identificáveis eram bem inferiores em relação ao valor alocado em goodwill. E que as divulgações dessas companhias estavam em baixa conformidade com a norma.

Martinez (2015) analisou os conceitos sobre o goodwill, suportado por teorias econômicas e a teoria geral sobre o direito civil e econômico. Ao fazer uma análise sobre essas três correntes, verificou que a aplicabilidade do ágio reconhecido em operações intragrupos (ágio interno) depende não somente da constatação de controle acionário, mas, também, da independência entre as partes, mesmo esse não sendo abrangido pela norma CPC-15 R1 (2011).

Nakayama e Salotti (2014) analisaram as divulgações de Combinações de Negócios de companhias brasileiras listadas na B3 (ex-BM&FBOVESPA), avaliando os fatores determinantes que impactaram informações com alto ou baixo índice de compliance com a norma. Os autores concluíram que o porte da empresa de auditoria, juntamente com o porte relativo da empresa adquirida, foram fatores que influenciaram o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios em 2010.

No mesmo sentido, Taplin, Zhao e Brown (2014) estudaram o nível de divulgação nas demonstrações financeiras de companhias chinesas listadas, analisando a associação entre o nível de disclosure de combinação de negócios e o porte das firmas de auditoria independentes. Apontaram que, depois de uma reforma no setor de auditoria privada na China, a qual permitiu a entrada das grandes firmas mundiais de auditoria, as companhias chinesas ainda continuaram com baixo nível de disclosure, mesmo após receber relatórios com ressalvas desses auditores, evidenciando a falta de compromisso dessas companhias com a norma IFRS 03.

Glaum, Schmidt, Street e Vogel (2012) analisaram a conformidade das companhias europeias em relação ao IAS 36 – Impairment de ativos para ativos reconhecidos de acordo com IFRS 03 – Combinação de Negócios. Como conclusão, eles identificaram que, de modo geral, as companhias europeias, apesar de diferentes fatores, como tradição e diferenças culturais, estão com baixo nível de disclosure sobre esses pronunciamentos. As companhias associadas ao alto nível de disclosure dessa norma estavam relacionadas ao valor de goodwill reconhecido, à firma de auditoria, à existência de comitê de auditoria e à emissão de títulos e ações no período reporte.

Quando da adoção da IFRS 03 para as companhias europeias em 2008, Cristal (2009) verificou se existiam diferenças significativas entre os valores do goodwill reconhecidos mensurados antes e depois da norma, por companhias da Espanha e Reino Unido. Os resultados obtidos nesse estudo, dentre outros aspectos, confirmaram a existência de diferença significativa no goodwill antes e depois da IFRS 03.

Outros estudos sobre combinação de negócios abrangeram aspectos relacionados à normatização. Em sua maioria, relacionaram o impacto contábil da norma nas companhias (Cristal, 2009; Childs, 2007; Detzen, Hoffmann, & Zülch, 2013; Martins et al., 2010; Melorose, Perroy, & Careas, 2015) e a mensuração e reconhecimento de ágio / goodwill (Martinez, 2015; Nurnberg, 2014; Sacui & Szatmary, 2015; Sapienza, 1964; Vieira Junior & Martins, 2004).

Ante o exposto, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa:

Quais fatores associam-se positivamente ao nível de divulgação de combinação de negócios?

1.1 Objetivo e delimitação da pesquisa

A pesquisa teve como objetivo analisar quais os fatores que poderiam estar associados positivamente ao nível de divulgação de combinação de negócios de companhias que negociam suas ações na bolsa Brasileira.

Os fatores analisados foram: porte das companhias, segmento de listagem na B3, sujeição às agências reguladoras, percentual das ações em circulação no mercado, internacionalização, firmas de auditoria, emissão de títulos, desempenho e endividamento.

Para o alcance do objetivo, foram analisadas as companhias brasileiras listadas na bolsa de valores de São Paulo (B3), que tinham suas ações negociadas em 2015, e que descreveram, na demonstração financeira anual de 2015, informações referentes a combinações de negócios. As informações sobre as variáveis estão detalhadas no capítulo 3.2, e o critério de seleção das companhias analisadas, no item 3.2.3.

1.2 Justificativa

A pesquisa objetivou a analisar fatores associados positivamente ao nível de divulgação de combinação de negócios de companhias que negociam suas ações na bolsa Brasileira.

De acordo com a orientação técnica OCPC 7 (2014), requisitos básicos de elaboração e evidenciação devem ser observados nas demonstrações contábeis e financeiras. Desse modo,

as companhias devem apresentar na divulgação dos relatórios contábil-financeiros, em especial nas notas explicativas, informações relevantes, sempre considerando características qualitativas, quantitativas e os riscos para a entidade, não refletindo tão somente um *check list* dos pronunciamentos contábeis.

Assim, tais demonstrações financeiras devem, além de ser preparadas conforme as práticas contábeis adotadas no Brasil - incluindo os pronunciamentos emitidos pelo CPC e as normas internacionais de relatório financeiro emitidas pelo IFRS -evidenciar todas as informações relevantes, e somente elas, as quais devem estar consistentes com as utilizadas pela administração na sua gestão. Dessa forma, a pesquisa considera como evidenciação relevante no pronunciamento técnico CPC-15 R1 (2011) tão somente os itens (subcategorias) exigidos que, na falta, podem causar problemas no entendimento da operação. Sendo assim, não sendo consideradas informações que podem ser repetitivas ou com alto grau de subjetividade, portanto considerando somente as informações objetivas e relevantes.

Combinações de negócios na maioria das vezes envolvem valores vultosos e informações estratégicas das companhias que participam dessas operações, despertando interesse no meio empresarial. Por meio das demonstrações financeiras dessas companhias, a pesquisa justifica-se para contribuir com informações aos envolvidos com mercado de capitais, como analistas de investimentos, preparadores de demonstrações contábeis, órgãos reguladores, entidades classes ligadas ao mercado de capitais, mídia especializada, dentre outros.

No campo acadêmico, mesmo tratando-se de tema bastante discutido no mercado acionário e de capitais brasileiro e internacional, ainda são escassas as pesquisas científicas que tiveram como foco tratar de assuntos relacionados à divulgação de combinação de negócios (Lee, 1974; Nakayama & Salotti, 2014; Shalev, 2009). A maioria das pesquisas tem como foco a divulgação geral (Davis & Tama-Sweet, 2012; Lima, 2007; Leuz & Verrecchia, 2000; Murcia, 2009) ou reconhecimento de goodwill em combinação de negócios (Childs, 2007; Martins et al., 2010; Vieira & Martins, 2004).

Portanto, esta pesquisa se justifica no sentido de contribuir com informações relevantes sobre os temas de divulgação e combinação de negócios.

1.3 Estrutura da dissertação

Esta pesquisa está estruturada em cinco capítulos. No primeiro, apresenta-se a introdução, contextualizando: questão de pesquisa, objetivos e delimitação da pesquisa, encerrando com a justificativa e a relevância do que se pretendeu com o trabalho.

No segundo, encontra-se o referencial teórico e o desenvolvimento de hipóteses. O referencial teórico foi dividido em dois tópicos:

- Combinações de negócios - tendo como subtópicos: a) Fusões e aquisições, analisando pela literatura possíveis razões motivadoras que justificam tais operações; b) Ativos identificáveis e goodwill aplicado em combinação de negócios, analisando aspectos relacionados ao reconhecimento desses ativos; e
- Divulgação - tendo como subtópicos: a) Teoria da divulgação, dimensionando as pesquisas relacionadas à teoria da divulgação; b) Divulgação para o mercado de capitais, que teve como enfoque a análise das decisões a serem tomadas por investidores e credores, com base na divulgação; c) Informação contábil relevante, analisando como a informação contábil pode ser útil e como o critério de utilidade está ligado à relevância; e d) Normatização para divulgação de combinações de negócios, avaliando o arcabouço normativo para operações de reestruturação societária, principalmente, combinação de negócios.
- Hipóteses da pesquisa - este subtópico, com base em pesquisas, elenca as hipóteses que poderiam estar associadas positivamente ao nível de divulgação de combinação de negócios.

No terceiro, encontram-se os aspectos metodológicos da pesquisa, tendo como subtópicos o campo de estudo e a identificação das companhias compradoras, as explicações de definição e execução das variáveis da pesquisa, a coleta e o tratamento dos dados e a limitação da pesquisa.

No quarto, apresentam-se os resultados da pesquisa, iniciando pela análise estatística descritiva geral do índice de combinação de negócios das empresas, seguindo com a análise do índice por categorias e subcategorias e, por fim, a análise de regressão.

No quinto capítulo, pretendeu-se responder à questão de pesquisa, com base nos resultados apresentados nas análises estatísticas, sugerindo propostas para outros trabalhos.

2 Referencial Teórico e Desenvolvimento de Hipóteses

Neste capítulo, será abordado o referencial teórico e o desenvolvimento das hipóteses desta pesquisa, considerando a literatura relacionada a combinações de negócios e divulgação.

2.1 Combinação de negócios

2.1.1 Fusões e Aquisições

Apesar de uma suposta igualdade entre os parceiros, o que geralmente ocorre é uma aquisição do controle por uma das partes; e de fato, o número de fusões “reais” é tão baixo que, para propósito, a expressão “fusão e aquisição”, em termos práticos, significa aquisições. (Tanure & Cançado, 2005)

Espera-se que os investidores possuam expectativas homogêneas sobre os fluxos de caixa futuros das companhias onde investem. Isso implica que eles baseiam suas decisões em conjunto idêntico de oportunidades, partindo do pressuposto de que recebem informações iguais e simultâneas. Caso haja um número significativo de empresas no mercado de capitais, expectativas assimétricas em relação aos fluxos de caixa futuros poderão ocasionar prováveis ofertas de compra, uma vez que esses investidores podem atribuir valores diferentes a uma mesma empresa. (Kloekner, 1994)

Podem haver diversas razões motivadoras de F&As, tendo como justificativas mais comuns a aceleração de crescimento, as mudanças tecnológicas, os potenciais ganhos sinérgicos, os cortes de custos, os ganhos de escala, dentre outras. “Por outro lado, muitas pesquisas indicam que menos da metade desses movimentos realmente agregam algum valor às empresas e a seus acionistas”. (Wood, Vasconcelos, & Caldas, 2005, p. 42)

Kloekner (1994) descreve os principais motivos que envolvem processos de F&As, sendo eles:

- Motivos gerais;
- Motivos horizontais e verticais;
- Cosseguro em fusões aglomerada;
- Motivos gerenciais.

Para o primeiro caso, quebrando as alegações do CAPM - *Capital Asset Pricing Model*, de argumentos econômicos e financeiros, tais como economia de custos e assimetria entre valor de reposição dos ativos e o valor de mercado da empresa, F&As ocorre como

alternativa ao pagamento de dividendos e recompra de ações. Isso porque os investidores não pretendem usar esses dividendos para consumo imediato, mas como reinvestimento na empresa ou em outra, dentro da mesma faixa de risco.

Para o segundo caso, processos horizontais caracterizam-se pela integração de companhias concorrentes que atuam no mesmo setor e atividade. São explicados pelos resultados sinérgicos que esperam ser obtidos com a operação, como economias de escala e redução de custos. Quanto aos processos verticais, esses ocorrem quando empresas de uma mesma cadeia produtiva se unem, gerando integração, que permite a diminuição de custos de transação externos, devido a imperfeições do mercado. Ademais, há a possibilidade de gerar economias de escala e sinergias.

Para o terceiro caso, com a formação de conglomerado ou cosseguro, sendo a junção de duas empresas de ramos de atividades distintas e não relacionadas, o resultado é uma diversificação de investimentos, cuja consequência é a redução de riscos e geração de novas oportunidades de investimento.

Por fim, normalmente, razões gerenciais são efeito tanto da separação entre propriedade e controle, quanto do racional e eficiência. Dessa forma, podem ocorrer F&As que impliquem o bem-estar dos gestores das companhias adquirentes, mesmo que a operação cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações. Outro motivo gerencial que pode influenciar F&As é a substituição de gestores que não estão maximizando o valor de mercado de suas empresas, sendo a aquisição de um intangível imensurável.

Além das razões elencadas anteriormente, outro possível motivador de F&A são questões relacionadas a planejamento tributário e elisão fiscal, especialmente no Brasil, onde diversas operações de F&A são motivadas e justificadas pelos aproveitamentos tributários relevantes gerados. (Theodoro, 2014)

Fato é que, principalmente com a abertura da economia brasileira e o salto econômico das últimas décadas, diversos fatores apresentados anteriormente fizeram com que o número de operação de F&As aumentasse muito. Assim, é assunto propício para discutir os aspectos contábeis que essas operações geram, com destaque para os montantes alocados como Goodwill.

2.1.2 Ativos identificáveis e goodwill aplicados em combinação de negócios

O pronunciamento para Combinações de Negócios foi emitido em conjunto pelo IASB e o *Financial Accounting Standards Board – FASB*, demonstrando esforço dos dois principais órgãos mundiais emissor de pronunciamentos contábeis, a fim de promover uma maior convergência internacional. O FASB concluiu a primeira fase desse pronunciamento em 2001 (atualizado em 2011), emitindo o pronunciamento FASB 141, e o IASB, posteriormente, em 2004, a primeira versão do IFRS 03. No Brasil, o pronunciamento emitido como CPC 15 – Combinação de Negócios, foi revisado em 2011.

De acordo com o IFRS 03 (2010), seu objetivo é adicionar relevância, confiabilidade e comparabilidade das informações, referentes aos processos de aquisições e seus efeitos, estabelecendo princípios e requisitos de reconhecimento e mensuração nas demonstrações financeiras da adquirente. Ademais, determinar quais informações divulgar, para os usuários de demonstrações financeiras avaliarem a natureza e os efeitos financeiros da combinação de negócios.

O foco dessa norma foi que, a partir de uma avaliação de perspectiva, os ativos e passivos são dignos, sem considerar a forma como o adquirente pretende utilizá-los após a aquisição (Childs, 2007).

O pronunciamento define que uma combinação de negócios acontece quando, em uma transação, ocorre a assunção de ativos ou passivos caracterizados como aquisição de um negócio ou outro evento, que caracterize a obtenção de controle de um ou mais business - mesmo processos de fusão ou incorporação podem ser considerados combinação de negócios. O conceito de negócio é definido como um “conjunto integrado de atividades e ativos capaz de ser conduzido e gerenciado para gerar retorno, na forma de dividendos, redução de custos ou outros benefícios econômicos, diretamente a seus investidores ou outros proprietários, membros ou participantes” (Pronunciamento Técnico CPC-15 R1, 2011).

É exigida a aplicação do método de aquisição por meio de quatro passos, situação na qual o adquirente deverá reconhecer, na data da aquisição, os ativos líquidos do negócio adquirido (ativos identificáveis, deduzidos dos passivos da companhia adquirida que foram assumidos), bem como determinar e reconhecer o ágio (*goodwill*).

1º passo - identificação do adquirente;

2º passo - determinação da data de aquisição;

3º passo - reconhecimento e mensuração dos ativos identificáveis adquiridos, dos passivos assumidos e das participações societárias de não controladores na adquirida;

4º passo - reconhecimento e mensuração do *goodwill* do ganho proveniente de compra vantajosa.

Para o primeiro passo, a identificação do adquirente está atrelada à definição de controle na IFRS 10 (*Pronunciamento técnico CPC-36 (R3) Demonstrações Consolidadas*, 2012), sendo o investidor que controla a investida quando esse está exposto a, ou tem direitos sobre, retornos variáveis, decorrentes de seu envolvimento com a investida. Ainda, quando tem a capacidade de afetar tais retornos por meio de seu poder sobre essa investida. A referida norma orienta que uma empresa tem o controle quando, de fato, tiver poder e direito de dirigir as atividades relevantes dessa companhia em seu benefício.

Para o segundo passo, a data de aquisição é a data de obtenção de controle, sendo a data base para aplicação dos demais passos do método de aquisição.

Para o terceiro passo, a adquirente deve reconhecer os ativos identificáveis do negócio adquiridos, normalmente denominados de ativos líquidos do negócio adquirido, reconhecendo, se houver, adicionalmente, quaisquer participações de sócios não controladores.

Um ativo só pode ser identificado caso ele satisfaça aos critérios definidos no CPC 04 (*Pronunciamento técnico CPC-04 (R1) - Ativo Intangível*, 2010), quando for separável; ou seja, puder ser separado da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou junto com um contrato, ativo ou passivo relacionado, independentemente da intenção de uso pela entidade. Ainda, se resultar de direitos contratuais ou outros legais, independentemente de esses serem transferíveis ou separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações e CPC 27 (*Pronunciamento técnico CPC-27 (R1)*, 2009), é mantido para uso na produção ou fornecimento de mercadorias ou serviços, para aluguel a outros, ou fins administrativos. Ademais, quando se espera utilizar por mais de um período.

De acordo com o CPC 04, um ativo é um recurso controlado pela entidade, resultado de eventos passados, do qual se espera que resultem benefícios econômicos futuros para a entidade e seu custo possa ser mensurado com confiabilidade. E o CPC 27 descreve que os ativos imobilizados correspondem aos direitos que tenham por objeto bens corpóreos, destinados à manutenção das atividades da entidade ou exercidos com essa finalidade,

inclusive os decorrentes de operações que transfiram a ela os benefícios, os riscos e o controle desses bens.

No mesmo alinhamento, Martins (1972) define que ativos são benefícios econômicos futuros provados por um agente. No mesmo sentido, Iudícibus (2010) considera que, no ativo, deve estar incluso algum direito específico e exclusivo da companhia, com benefícios futuros.

No caso de combinações de negócios, apesar dos ativos tangíveis, as principais classes de ativos identificadas estão relacionadas aos ativos intangíveis. Seguem na tabela 1 os principais intangíveis reconhecidos nessas operações:

Tabela 1
Principais ativos intangíveis identificáveis

Relacionamento com mercado	Relacionamento com clientes	Baseado em contratos	Baseados em Tecnologia	Relacionamento às artes
Marcas e nome comerciais	Ordem de serviços ou pedidos não faturados	Licenciamento e royalties	Software	Composições, jingles publicitários
Service Marks e Marcas de certificação	Lista de consumidores	Acordos de arrendamentos	Segredos de Negócios (fórmulas, processos e receitas)	Peças de teatro, óperas, ballets
Domínio de Internet	Relacionamento não contratual com clientes	Licenças de construção	Tecnologia patenteada	Imagens e fotografias
Acordos de não competição		Acordo Comerciais (exclusividade)	Tecnologia não patenteada	Material de vídeo e audiovisual
		Acordos de franquias	Banco de dados	Livros, revistas, jornais e outras obras literárias
		Licenças de operação		
		Direitos de transmissão		
		Contrato com empregados		
		Contratos de publicidade, construção, gerenciamento, serviço ou suprimento		
		Contrato de não competição		

Para o quarto passo, a norma define que, a partir da data de aquisição, o adquirente deve reconhecer separadamente o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*).

Adicionalmente, define como sendo um ativo que representa benefícios econômicos futuros, resultantes dos ativos adquiridos em combinação de negócios.

Schmidt e Santos(2002) descrevem que a evolução do *goodwill* acompanhou os avanços da humanidade na área econômica, cuja base era, inicialmente, a terra, o comércio e a indústria; e atualmente, consiste na informação, ou seja, no conhecimento aplicado ao trabalho para criar valor.

Por meio de levantamento bibliométrico de trabalhos acadêmicos relacionados à definição conceitual de *goodwill*, Martinset al.(2010) demonstraram que, dos 138 trabalhos relacionados, apenas 47 apresentaram definição de *goodwill*. Para 18 desses, a definição apresentada foi incorreta. Ainda, mais de 60% dos erros definiram o *goodwill* como a diferença entre o valor de mercado (pago ou não) e o valor contábil do patrimônio líquido. Para o autor, tais erros podem resultar em conclusões equivocadas, invalidando resultados, deformações apresentadas nas demonstrações contábeis.

O *Goodwill* pode ser descrito como a soma daqueles atributos intangíveis de um negócio que contribui para o seu sucesso, como: uma localização favorável, uma boa reputação, a habilidade e perícia dos seus empregados e gestores e sua relação duradoura com credores, fornecedores e clientes (Glautier & Underdown, 2001)

De acordo Martinset al.(2010), o ágio por expectativa de rentabilidade futura, também conhecido como *goodwill*, é conceituado pela literatura contábil como o “montante de lucros futuros esperados acima da rentabilidade normal de uma empresa, mensurado pela diferença entre o valor da empresa e o seu patrimônio líquido avaliado a valores de mercado”. Isto é, o *goodwill* é mensurado como a diferença entre o valor total da empresa e seu patrimônio líquido avaliado a valores de mercado, como demonstrado na equação a seguir:

$$GO = VME - VPLm$$

GO = goodwill

VME = valor de mercado da entidade

VPLm = valor do patrimônio líquido da entidade avaliado a preços de mercado; ou seja, com todos os seus elementos constitutivos, ativos e passivos já registrados contabilmente ou não, separáveis e viáveis individualmente, devidamente avaliados pelos seus valores individuais de mercado. (Martins et al., 2010)

No dia 11 de novembro de 2013, foi publicada a Medida Provisória - MP nº 627, convertida na Lei nº 12.973, em 13 de maio de 2014, que, entre outros assuntos, tratou

especialmente de harmonizar a legislação tributária, com os critérios e procedimentos contábeis introduzidos pelas Leis nº 11.638/07 e nº 11.941/09. Essas também revogando o Regime Tributário de Transição – RTT, promovendo alterações no Imposto de Renda Pessoa Jurídica - IRPJ, e na Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL. Ainda, de outros impostos e distribuição de dividendos e mudanças na forma de utilização do ágio. Os dispositivos da Lei entraram em vigor, obrigatoriamente, a partir do ano-calendário 2015.

A lei nº 12.973 de 2014, em seu artigo 20, descreve a mais ou menos-valia como sendo o valor que corresponde à diferença entre o valor justo dos ativos líquidos da investida, na proporção da porcentagem da participação adquirida, e o valor de patrimônio líquido na época da aquisição. Eo ágio por rentabilidade futura (*goodwill*) corresponde à diferença entre o custo de aquisição do investimento e o somatório dos valores, da mais ou menos-valia e do valor de patrimônio líquido. (Lei 12.973, 2014)

Assim, essa é a razão pela qual o *goodwill* só é contabilizado quando o valor adicional pago em contraprestação é superior ao valor dos ativos líquidos em seus respectivos valores de mercado (valor justo). No entanto, para Shalev (2007), valores anormais alocados em goodwill podem revelar pagamento em excesso por um negócio¹.

Como para combinação de negócios pressupõe-se economia por meio das sinergias esperadas entre o adquirente e a companhia adquirida, a evidenciação é de suma importância para o entendimento e a justificativa de tais operações.

2.2 Divulgação

2.2.1 Teoria da divulgação

Pesquisas relativas à divulgação (*disclosure*) têm sido, na maioria das vezes, relacionadas à pesquisa positivista. Nesse cenário, Dias e Machado (2004) classificam como sendo a pesquisa que se destina a explicar ou prever fenômenos e razões por meio de fatos ocorridos, sendo normalmente utilizada para testar a prática contábil.

Verrecchia (2001) escreveu “*Essays on Disclosure*”, trabalho que teve como objetivo, segundo o autor, unificar diversas concepções sobre *disclosure* e não tentar criar uma teoria do disclosure. Apesar do objetivo despretensioso do pesquisador, o trabalho é de

¹ Condição em que se paga mais por uma companhia do que aquilo que ela vale. Normalmente, isso acontece quando há uma grande porção do valor pago reconhecido como goodwill, em vez de ativo identificável.

granderelevância quando se busca uma forma de analisar uma teoria mais abrangente sobre disclosure.

Em seu trabalho, Verrecchia (2001) segrega em três principais categorias os trabalhos relacionados a *disclosure*, sendo eles: Divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*); Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based disclosure*) e Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*).

Divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*)—Para essa categoria são relacionadas as pesquisas que tiveram por objetivo estudar a divulgação sobre o prisma de um processo exógeno (fatores externos) e os fatores relacionados ao comportamento de investidores, sendo muitas vezes pesquisas que tenham aspecto de relacionar o aumento ou diminuição do preço das ações ao nível de *disclosure*. Para Lopes(2004, p. 174) sob o ponto de vista da teoria contratual da firma situações onde os agentes econômicos têm informação incompleta, a regra do jogo não está clara, portanto não se sabe qual o rigor que o arbitro aplicará as penalidades cometidas. Pode-se destacar pesquisa relacionada a associação de disclosure com volatilidade das ações (Baumann & Nier, 2004; Malaquias & Lemes, 2015; Quinteiro & Medeiros, 2005).

Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based disclosure*) – identifica-se possíveis motivadores relacionados a determinadas informações, procurando analisar como a administração e as companhias resolvem divulga-las. Processo endógeno (fatores internos), onde o mercado de capitais é o único consumidor representativo das informações. Algumas pesquisas estão relacionadas a “Compliance with the disclosure requirements” ou nível de disclosure. (Lima, 2007; Nakayama & Salotti, 2014; Shalev, 2009);

Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*) – alcança as pesquisas sobre os tipos preferidos de *disclosure*, onde a divulgação ainda não ocorreu, classificado *ex ante*. Trabalhos nessa categoria conferem os tipos de divulgação mais eficiente ou preferidas pelos agentes de mercados de capitais, sendo suas ações endógenas (Salotti & Yamamoto, 2005). Pesquisas relacionadas a disclosure voluntário normalmente se enquadra a esta categoria (Leuz & Verrecchia, 2000; Murcia, 2009; Pagliarussi, 2009).

Com base no trabalho de Verrecchia (2001) e adaptado de (Salotti & Yamamoto, 2005), a tabela a seguir resume as principais características que diferenciam as três categorias:

Tabela 2
Características da divulgação das categorias de pesquisa

Categoria da Pesquisa	Momento de Ocorrência da Divulgação	Processo de Divulgação	Elemento
Associação	ex post	exógeno	comportamento de investidores
Julgamento	ex post	endógeno	comportamento da administração e das companhias
Eficiência	ex ante	não aplicável	eficiente ou preferidas pelos agentes de mercados de capitais

Nota. Fonte: Adaptado de Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, p. 56.

A relação “eficiência”, como sendo a preferível dos agentes de mercado de capitais, é diferente das demais, pois trata o momento da divulgação da informação como *ex ante*, procurando atingir a eficiência máxima sob tal divulgação. Ao assumir que a divulgação aconteceu (*ex post*), na categoria “associação”, não se discutem os motivos da empresa, diferentemente da categoria “julgamento”, na qual os motivos passam a ser considerados (Salotti & Yamamoto, 2005).

O trabalho de Verrecchia (2001) partiu de pesquisas divulgadas pelo periódico *Journal of Accounting and Economics* (JAE), sendo selecionadas somente aquelas que abordavam o tema disclosure relacionado a assuntos contábeis. Como Robert E. Verrecchia foi o responsável por centralizar os conceitos utilizados no desenvolvimento dessas pesquisas (estado da arte), Ronald A. Dye foi designado a tecer críticas a respeito do trabalho de Verrecchia, escrevendo “*An Evaluation of ‘Essays on Disclosure’ and the Disclosure Literature in Accounting*”

Mesmo responsável pela crítica ao trabalho de Verrecchia, Dye (2001) pondera que, embora as “*Essays*” não esteja praticamente madura, considera-se sim uma teoria. Contudo, Dye (2001) denomina o trabalho de Verrecchia como sendo uma Teoria da divulgação voluntária (*The theory of voluntary disclosure*).

Segundo Dye (2001), quando Verrecchia desenvolveu sua pesquisa, ainda não havia se estabelecido uma teoria sobre divulgação contábil obrigatória. Isso porque não existia, até aquele momento, uma quantidade suficiente de pesquisas relacionadas a padrões contábeis, principalmente nas duas últimas décadas (anos 1980 e 1990).

Com base na Teoria dos Jogos, Dye (2001) descreve que “utilizando-se da seguinte premissa central: qualquer entidade contemplando fazer uma divulgação, irá divulgar

informação que é favorável à entidade, e não divulgará informações desfavoráveis para a entidade”.

Ao analisar a formação de estratégias de divulgação geral e as narrativas das empresas norte-americanas, em matéria de divulgação de desempenho dessas companhias pelos seus administradores e gestores, Davis e Tama-sweet (2012) evidenciaram que esses tendem a esconder notícias negativas ao serem pressionados pelos analistas. Ainda, apontam que os *Press Releases* tendem a ser otimistas, sendo somente pessimistas aqueles preditivos ruins de desempenhos nos próximos trimestres.

Se o objetivo de um gerente é maximizar a capitalização corrente de mercado da firma e existem custos associados com a divulgação da informação, há um equilíbrio sendo a informação que realça favoravelmente a capitalização corrente de mercado da firma divulgada e a informação que realça desfavoravelmente mantida, ou seja, não divulgada. Neste caso, os agentes de mercado (em geral, investidores) têm expectativas racionais sobre o conteúdo da informação não divulgada, ou seja, eles presumem a informação não divulgada como uma informação desfavorável. (Salotti & Yamamoto, 2005, p. 60)

Boff, Procianny, e Hoppen (2006) mapearam o processo de tomada de decisão dos analistas de investimento. Conforme os autores, aqueles que não definiram uma proposta argumentaram, como principal entrave, a falta de informações ou a necessidade de maior detalhamento.

Algumas possibilidades podem explicar a não divulgação de determinada informação, como a inexistência da informação a ser divulgada, a falta de conhecimento acerca da informação e de incentivos para não divulgá-las. (Dobler, 2005)

Pode ocorrer de tal informação não ser divulgada, pois não é certo que o gerente a possua ou, de maneira equivalente, que a informação em questão já esteja pronta. A existência de informação incerta ou recém produzida se transforma em um tipo de custo de divulgação, pois cria dúvida para os investidores desinformados. (Salotti & Yamamoto, 2005)

Contudo, quando se tratar de informação contábil, essa possui arcabouço teórico e normatizado aplicável à divulgação. Assim, os usuários supõem que tais informações devem ser divulgadas sem vieses otimistas ou pessimistas, mas sim de forma neutra e imparcial.

2.2.2 Divulgação para o mercado de capitais

De acordo com Hendriksen & Breda (1999), as decisões a serem tomadas por investidores e credores devem ser bem definidas: investidores tomam a decisão de comprar,

manter ou vender sua participação, e credores, de conceder ou não o crédito. Desse modo, informações financeiras são necessárias para o ótimo funcionamento de mercados eficientes. Isso ao pressupor que essa informação suficiente deve ser apresentada de forma preditiva em relação às tendências futuras e variabilidade de dividendos, assim como a associação entre rentabilidade futura e o mercado. Para Fama (1970), o termo mercado eficiente é o mercado no qual se considera que os preços sempre refletem integralmente a informação disponível.

As taxas de retorno de um título (ativo) estão conectadas com a divulgação financeira, e um dos principais modelos utilizados para a precificação desses ativos é o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). A ligação entre dados contábeis e CAPM é percebida, uma vez que a contabilidade fornece dados passados sobre fluxos de caixas, lucros, dividendos e outras informações, possibilitando a projeção de dados futuros. Destarte, o valor de uma companhia (ou de suas ações) pode ser representado pelo valor presente dos fluxos de caixas futuros, dados pelas taxas de retornos requeridas para a entidade, expressas pelo CAPM. (Cardoso & Martins, 2004).

Disponibilidade de informações é um elemento-chave para a alocação de recursos e crescimento da economia. Do mesmo modo, o disclosure pode mitigar os efeitos do problema do risco moral, fazendo com que as ações dos gestores tornem-se públicas, funcionando como um importante mecanismo de controle (Murcia, 2009).

O investidor racional, na posição de não controlador, portanto, consciente de sua desvantagem informacional perante aos controladores, apenas opta em investir, caso suas incertezas sejam diminuídas a um nível satisfatório; ou quando são pagos prêmios adequados para implicar riscos por falta de informação (Murcia, 2009).

Akerlof (1970) escreveu um artigo descrito por diversos pesquisadores como uns dos trabalhos mais relevantes sobre assimetria informacional, no qual explica a questão. Exemplificou o mercado de carro usados e demonstrou possíveis problemas que podem acontecer relacionados à assimetria informacional. Segundo o autor, não existem informações sobre os carros, sendo o preço oferecido pelos compradores um valor médio entre esses carros disponíveis. Com isso, está caracterizada a assimetria informacional entre o vendedor e comprador, já que esse comprador não consegue avaliar se os carros são “bons” ou “ruins” (*lemons*). Assim, justifica-se o preço médio.

Nesse modelo, os vendedores “bons” deixariam o mercado, visto que não há incentivos para vender seus carros a preços abaixo daquilo que entendem como justo, ao contrário dos vendedores “ruins” (*lemons*), que estariam em vantagem em relação ao preço

médio. Esse problema de assimetria informacional é denominado como seleção adversa. (Akerlof, 1970)

Quando se trata de mercado de capitais, seleção adversa implica que duas empresas de “qualidades” diferentes (boa e ruim) seriam negociadas pelo mesmo valor. Conseqüentemente, esse problema da seleção adversa originada pela assimetria informacional afetaria o acesso dessas companhias ao crédito. Tal feito poderia acarretar desistência de diversos projetos potencialmente viáveis, além de impedir a alocação eficiente de recursos na economia (Murcia, 2009).

Problemas de assimetria informacional entre investidores também ocorrem, uma vez que investidores mais informados têm retornos superiores do que aqueles menos informados. Problemas como esses geram conseqüências maléficas para os mercados de capitais, podendo acarretar baixa liquidez e diminuição no número de transações no mercado financeiro. (Verrecchia, 2001)

Problemas semelhantes ocorrem entre investidores e controladores. Nesse cenário, o risco moral decorre do fato de que o comportamento daqueles que controlam a companhia não pode ser observado. Isso faz com que informações privilegiadas maximizem os interesses dos controladores às custas dos investidores (Healy & Palepu, 2001; Murcia, 2009). No mesmo sentido:

Considere uma situação em que metade das ideias de negócio são " Boas " e a outra metade são " ruins ". Ambos os investidores e empresários (controladores) estão analisando seus investimentos de forma racional com suas próprias informações. E se os investidores não podem ter diferentes ideias sobre o negócio, empresários com ideias " ruins " vão tentar alegar que essas são tão valiosas como as 'boas' "ideias". Percebendo essa possibilidade, os investidores irão valorizar boas e más ideias em um nível médio. Portanto, se este problema não está completamente resolvido, o mercado de capitais vai racionalmente desvalorizar algumas boas ideias e supervalorizar algumas más ideias em relação à informação disponível para empresários. (Healy & Palepu, 2001, p.408)[Tradução livre].

Com a finalidade de criar e definir uma base de apresentação das demonstrações contábeis de forma útil para investidor e credor, que assegure comparabilidade tanto em períodos anteriores quanto em demonstrações contábeis de outras companhias (padrão contábil), a norma contábil estabelece requisitos gerais para a apresentação de tais demonstrações, como diretrizes para a sua estrutura, e os requisitos mínimos para seu conteúdo.

2.2.3 Informação contábil relevante

As informações da contabilidade financeira são o produto de contabilidade corporativa e sistemas de relatórios externos, desenvolvidos para medir e divulgar informações publicamente auditadas, em dados quantitativos relativos à posição financeira e do desempenho das empresas (Bushman & Smith, 2001). No entanto, considera-se que essa informação deve ser útil, e que esse critério de utilidade está ligado à sua relevância.

A informação relevante está intrinsecamente ligada à sua materialidade e relevância: “informação contábil-financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários”. (Martins, 2015, p. 18)

Do ponto de vista do usuário, qualquer informação contábil é material, desde que sua omissão dos demonstrativos publicados ou das notas de evidenciação propicie um julgamento errado sobre a situação da entidade, principalmente no que se refere ao estabelecimento de tendências. (Iudícibus, 2010, p. 61)

Em 2007, com a convergência da contabilidade brasileira para o padrão internacional de contabilidade, a adoção dos pronunciamentos emitidos pelo IASB -basicamente traduzidos para o português pelo CPC - questões relacionadas à divulgação se tornaram específicas para cada pronunciamento. Sua finalidade principal é tentar apresentar maior transparência a investidores e credores, quanto à posição patrimonial e econômica de determinados períodos comparáveis.

O CPC 26 - (*Pronunciamento técnico CPC-26 (R1) Apresentação das Demonstrações Contábeis*, 2011) define as demonstrações contábeis como uma representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade. Seu objetivo é proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade, que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas. Ainda, objetivam a apresentar os resultados da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligente dos recursos que lhes foram confiados. Para satisfazer a esse objetivo, elas proporcionam informação da entidade acerca do seguinte:

- (a) ativos;
- (b) passivos;
- (c) patrimônio líquido;
- (d) receitas e despesas, incluindo ganhos e perdas;
- (e) alterações no capital próprio, mediante integralizações dos proprietários e distribuições a eles; e

(f) fluxos de caixa.

Essas informações, juntamente com outras constantes das notas explicativas, ajudam os usuários das demonstrações contábeis a prever os futuros fluxos de caixa da entidade e, em particular, a época e o grau de certeza de sua geração.

De acordo com a Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro do IFRS, o objetivo do relatório contábil “é fornecer informações contábil-financeiras acerca da entidade que reporta essa informação que sejam úteis a investidores existentes e em potencial, a credores por empréstimos e a outros credores, quando da tomada de decisão ligada ao fornecimento de recursos para a entidade”. (CPC 00 R1, 2011, p. 8)

Todavia, com esse nível de exigência de divulgação em cada pronunciamento, tem-se a impressão de que o disclosure se tornou extenso em demasia, especialmente as notas explicativas, que parecem adotar um modelo de *checklist* em suas divulgações requeridas pelo pronunciamentos, interpretações e orientações do CPC. Muitas vezes, não são considerados os critérios de relevância ou materialidade. (Lima, 2010)

A fixação do nível de divulgação apropriado depende, em termos ideais, do nível de bem-estar social decorrente da divulgação. Na ausência de uma teoria ética permitindo a mensuração do bem-estar social, as autoridades de regulamentação contábil são forçadas a se apoiar em critérios como relevância e precisão (Hendriksen & Breda, 1999)

Como importante meio de comunicação entre a gestão da companhia e os investidores e demais participantes de mercado, o disclosure de informações financeiras é relevante para diminuir problemas de assimetria informacional e conflitos de agência entre a gestão e os investidores (Healy & Palepu, 2001)

Há uma percepção no mercado de capitais, como um todo, de que as demonstrações contábeis estão com algumas dificuldades de cumprir seu papel; isto é, serem úteis e relevantes, pois, muitas vezes, são extensas em demasia e pouco objetivas. Vários órgãos reguladores e organizações mundiais relacionados à contabilidade têm se organizado para discutir assuntos relacionados. (Martins, 2015)

No Brasil, em setembro de 2014, o CPC emitiu a Orientação técnica OCPC 07 – Evidenciação na Divulgação dos Relatórios Contábil-Financeiro de Propósito Geral, visando a orientar e tratar dos requisitos básicos de elaboração e evidenciação a serem observados quando da divulgação dos relatórios contábil-financeiros de propósito geral. A orientação

trata, especificamente, da evidenciação das informações próprias das demonstrações contábil-financeiras anuais e intermediárias, em especial das contidas nas notas explicativas.

Para, essa orientação é pioneira no mundo, já que o IASB, o FASB, o EFRAG e vários outros países ainda vêm trabalhando na matéria. Ela foi elaborada praticamente com base no que já consta nas Normas Internacionais de Contabilidade, adotadas no Brasil desde 2010.

Se o ativo imobilizado é 2% do ativo total num banco, por que mostrar sua movimentação no ano, evidenciando a conciliação entre o saldo inicial e o final? Por que 20 linhas para fazer sua discriminação, suas taxas de depreciação por natureza de imobilizado etc.?”. (Martins, 2015, p.18).

Usuários internos possuem mais informações da companhia do que os externos. Conseqüentemente, aproveitam melhor as informações contábeis sobre certos eventos e efeitos. Assim, é possível afirmar que a relevância das demonstrações contábeis depende da utilidade que elas produzem ao divulgar aos seus usuários. (Murcia, 2009)

Desse modo, o que deve ser julgado é se a falta ou a inclusão de informação fará alguma diferença para o leitor da demonstração contábil. Informações muitas vezes consideradas não materiais podem ser relevantes, se puderem demonstrar situação estratégica e importantes, acatando, assim, o critério de qualitativo (Iudícibus, 2010).

Com base nas diretrizes do Pronunciamento Contábil CPC 26 - Apresentação das Demonstrações Contábeis, a OCPC 7 (2014) propõe requisitos básicos para uma melhor evidenciação em notas explicativas. Por exemplo: apresentação somente das políticas contábeis significativas; referências cruzadas; agrupamentos de itens não materiais; novas formas de apresentação; agrupamentos de itens semelhantes (mesmo que uma informação se relacione com a demonstração de resultado e a outra com o balanço patrimonial); por fim, a orientação para que seja preenchida somente a base de elaboração das demonstrações, e suas políticas contábeis sejam particulares à atividades específicas da entidade.

Geralmente, a divulgação de informações não relevantes é custosa e desnecessária, podendo causar confusão ao usuário, tirando a atenção de fatos realmente importantes. Assim, divulgar um volume excessivo de informações sem se preocupar com a materialidade pode confundir em vez de auxiliar (Murcia, 2009).

2.2.4 *Normatização para divulgação de combinações de negócios*

Informações voluntárias específicas referentes a combinação de negócios já eram reportadas por companhias americanas desde a década de 1990, como o nome das companhias adquiridas, o percentual adquirido, o valor pago e etc. (Lee, 1974).

No Brasil, mesmo antes da adoção das normas internacionais, informações sobre operações de reestruturações societárias, como fusão, cisão e incorporação, já eram exigidas das companhias reguladas pela CVM, pela instrução normativa nº 319, de 3 de dezembro de 1999.

Essa instrução exigia informações como motivação de tal operação; os benefícios esperados; fatores de riscos que envolviam a transação; nos termos da legislação tributária, o montante de ágio que poderia ser realizado; indicação dos atos societários ou laudos que antecediam e suportavam juridicamente a operação; informações referentes ao uso de ações nessas transações; elementos de ativos e passivos que justificariam o patrimônio líquido cindido ou incorporado, dentre outras.

As instruções normativas CVM nº 358, de 3 janeiro de 2002, e nº 547, de fevereiro de 2014, regulam as questões concernentes à divulgação de operações societárias citadas anteriormente. Ainda, focando na divulgação de fatos relevantes, exigindo o resumo da operação, os motivos, os setores de atuação da companhia adquirida, dentre outras exigências sobre cada operação societária.

Ao estudar o nível de disclosure, as causas e os efeitos associados à performance financeira, pós combinação de negócios, Shalev (2007) demonstrou que esse nível diminui quando a performance financeira é ruim. Por outro lado, aumenta quando a performance se sobressai, além de indicar que os investidores, muitas vezes, não compreendem o *disclosure* referente à combinação de negócios.

A IFRS 03, que equivale ao CPC-15 R1 (2011), descreve que o adquirente deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliar a natureza e os efeitos financeiros de combinação de negócios que ocorra.

De acordo com o *Basis for Conclusions* do pronunciamento IFRS-3 (2011), espera-se que seja extensa a divulgação referente à combinação de negócios. Isso porque, normalmente, ocorrem significativas mudanças nas operações das companhias que passam por esse tipo de evento. Isso faz com que os usuários necessitem de informações para poder avaliar os efeitos de tais mudanças pós combinação sobre os lucros, fluxos de caixa e possíveis perdas.

Ainda conforme a norma, quando a contabilização inicial de uma combinação de negócios estiver incompleta - e os respectivos montantes reconhecidos nas demonstrações contábeis para a combinação tiverem sido determinados apenas provisoriamente - deve-se divulgar, além dos motivos da contabilização incompleta, quaisquer mudanças nos valores reconhecidos; inclusive, quaisquer diferenças que surgirem na sua liquidação e a conciliação

do valor contábil do ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill), no início e no final do período de reporte.

No sentido de analisar fatores determinantes na divulgação de combinação de companhias listadas na bolsa brasileira, quando da adoção da norma em 2010, Nakayama & Salotti(2014), demonstraram que os fatores que mais impactaram foram: o porte da empresa adquirente; o percentual reconhecido do ágio por expectativa de rentabilidade futura, em relação ao valor da transação; adispersão do capital da empresa adquirente; o porte da empresa de auditoria e a participação da adquirente em programas de ADRs (*American Depositary Receipts*).

Pelo método de aquisição, em uma combinação de negócios, são reconhecidos e mensurados os ativos identificáveis, sendo o goodwill a mais valia remanescente no processo de avaliação. Para Shalev(2007), valores em excesso alocados em goodwill podem ser considerados como “*notícias ruins*” para o investidor. Isso pode resultar, pelos adquirentes, em decisão de diminuir o disclosure sobre a combinação para os investidores.

Ainda que exista norma vigente, com critérios claros sobre o mínimo do que divulgar, verifica-se que outros fatores podem impactar o nível de divulgação sobre combinação de negócios. Alguns desses possíveis fatores foram levantados e testados nesta pesquisa.

2.3 Hipóteses da pesquisa

Conforme o objetivo deste trabalho, e a partir da literatura, as hipóteses de pesquisa apresentadas têm o intuito de verificar se existem fatores que se associem positivamente ao nível de divulgação de combinação de negócios, de companhias que negociam suas ações na bolsa Brasileira. Para isso, foram definidas da seguinte forma:

H1: Existe relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de divulgação em combinação de negócios.

Pelo custo de divulgação ser mais baixo para entidades de grande porte, sendo essas as mais beneficiadas com melhores *disclosure*, isso poderia explicar a relação positiva entre empresas de grande porte e alto nível de divulgação. (Singhvi & Desai Desai, 1971)

Nos trabalhos de Diamond & Robert(1991), Singhvi e Desai Desai(1971), há essa relação positiva, medida pelo tamanho do ativo. A pesquisa de Nakayama & Salotti(2014) foi determinada como proxy de tamanho da relação entre o valor da transação de uma combinação de negócios e o total de ativos da empresa adquirente, não demonstrando, de

maneira conclusiva, relação positiva ao porte da empresa adquirente, com mais informações sobre combinações de negócios.

Murcia (2009) estudou o nível de disclosure voluntário de companhias brasileiras listadas na bolsa entre 2006 e 2008, utilizando como proxy a receita líquida. Nesse trabalho, não foi identificada como significativa a variável tamanho para explicar melhores práticas de divulgação voluntária.

H2: Existe relação positiva entre segmento de listagem de alta governança corporativa e o nível de divulgação de combinação de negócios.

Companhias de países com baixa estrutura institucional, caracterizados pela falta de boas práticas de governança corporativa, ou seja, com pouca proteção aos acionistas, devem ter mecanismos para demonstrar aos investidores que são confiáveis, como níveis diferenciados para melhores práticas em governança corporativa (Murcia, 2009).

Assim, supõem que companhias que aderem às melhores práticas de governança possuem melhores níveis de disclosure.

Beuren & Gallon (2006) analisaram as informações contidas nos Relatórios de Administração das empresas participantes dos níveis de governança da B3. O resultado foi que, em média, o grau de divulgação de companhias listadas em nível de governança mais alto não se diferencia daquelas que não aderiram a esses níveis.

Lanzana (2004) encontrou relação negativa entre governança corporativa e disclosure. Em suas pesquisas, Nakayama & Salotti (2014) e Murcia (2009) não mostraram como significativo o tipo de listagem das companhias no nível de divulgação.

H3: Existe relação positiva entre companhias pertencentes a setores regulados por agências reguladoras setoriais e o nível de divulgação de combinação de negócios.

Após a adoção no Brasil das normas internacionais de contabilidade, juntamente com a chancela de diversos órgãos governamentais reguladores, e por meio de outras normas específicas e maior acompanhamento por essa entidade reguladora, supõe-se que as companhias listadas tenham maior preocupação com sua divulgação.

Murcia (2009) constatou que a existência de normas específicas de agências reguladoras, para alguns setores, causa efeito positivo no disclosure. Ainda, demonstra que companhias dos setores energéticos, normalmente, possuem bons níveis de disclosure, com muitas premiadas com troféus de transparência. Na pesquisa de Nakayama &

Salotti(2014), companhias adquirentes de setores regulados não foi um fator determinante, estaticamente significantes, para afetar positivamente as divulgações de combinações de negócios.

H4: Existe relação positiva entre maior capital e o nível de divulgação de combinação de negócios.

Ao levantar a hipótese de que companhias com controles mais dispersos teriam maior separação entre propriedade e controle, gerando assim mais conflitos de agência entre controladores e consumidores da informação - e acarretando problemas de assimetria informacional - espera-se que, quanto mais disperso o capital, maior o nível de disclosure. Ao analisar a divulgação voluntária de companhias francesas listadas em bolsa em 1995, Depoers (2000) não comprovou estaticamente essa associação.

Murcia (2009) e Cunha(2010) também não notaram essa variável como estaticamente relevante para qualificar positivamente o nível de disclosure voluntário de companhias brasileiras. Para Nakayama & Salotti(2014), a acionária pode aumentar com a diversificação de mercados nos quais seus papéis são negociados, levando ao aumento do disclosure da empresa. No entanto, em sua pesquisa, essa variável também se mostrou insignificante estatisticamente.

H5: Existe relação positiva entre empresas internacionalizadas e o nível de divulgação de combinação de negócios.

Mercados financeiros globalizados, expressados por meio de ADRs, são caracterizados pela presença de maior número de participantes, com melhor acesso às informações. Isso torna mais coerente a formação de preços e retornos, portanto com elevação da eficiência informacional neste mercado (Bruni,2002).

Empresas que adotam uma estratégia competitiva internacional estão operando em cultura global, já que dependem de recursos globais. Para obter clientes estrangeiros e melhorar a imagem pública, podem optar por melhorar sua divulgação, tanto quanto seus concorrentes, o que pode ou não ser melhor do que divulgar em seu país de origem (Zarzeski, 1996).

Companhias com ações listadas no mercado norteamericano estão subordinadas a regras mais rigorosas por parte da SEC (*Securities and Exchange Commission*). Desse modo, estão mais adequadas às melhores práticas de governança corporativa, sendo mais

comprometidas com a transparência de suas informações. Em seu trabalho, o autor notou relação positiva sobre informações voluntárias para companhias listadas em programa de ADRs (Murcia, 2009).

Na pesquisa de Nakayama (2012), empresas com status de listadas em programas de ADRs não demonstraram significância estatística no nível de disclosure. Diferentemente, a pesquisa de Gonçalves (2011) demonstrou relação positiva entre social disclosure e empresas que emitem ADRs.

H6: Existe relação positiva entre demonstrações financeiras auditadas por grandes empresas de auditoria e o nível de divulgação de combinação de negócios.

As normas de auditoria “são regras estabelecidas pelos órgãos reguladores da profissão contábil, em todos os países, com o objetivo de regulação e diretrizes a serem seguidas por esses profissionais no exercício de suas funções”.(Franco & Marra, 2001, p. 54)

Ao partir desse pressuposto, espera-se que não haja diferença qualitativa nos trabalhos dos auditores independentes. Contudo, não é o que se tem notado nas pesquisas. Taplin, Zhao, e Brown(2014)demonstraram que as companhias chinesas listadas na bolsa daquele país têm baixa aderência à norma de combinação de negócios quando auditadas por firmas de auditorias domésticas, ante o alto nível de *compliance* com a norma para aquelas companhias listadas por firmas de auditorias consideradas “*Big Four*”.

Para corroborar essa ideia, Ahmad, Hassan, e Mohammad(2011) descreveram que as firmas de auditoria consideradas “*Big Four*”, (PWC, Deloitte, EY e KPMG) tendem a hesitar a associação com companhias de baixo nível de divulgação. Não foram encontrados na literatura estudos que tivessem testado essa hipótese, ou justificativas teóricas que subsidiassem essa questão. Entretanto, os autores pressupõem que companhias com baixo nível de disclosure tendem a se associar com as “*Big Four*”, com vistas a atestar a qualidade em suas divulgações.

Nas pesquisas de Nakayama(2012) e Murcia(2009), o porte da firma de auditoria teve relação positiva com o nível de disclosure de combinação de negócios.

H7:Existe relação positiva entre empresas que emitem títulos no mercado de capitais e o nível de divulgação de combinação de negócios.

Quando a companhia tem pretensão de emitir ações ou se capitalizar via emissão de debêntures, as percepções dos investidores são importantes para os gestores dessa companhia,

pois são eles é que vão precificar o valor da ação ou aumentar o custo da dívida. (Healy & Palepu, 2001)

Lang e Lundholm (1993) constataram aumento de disclosure no período e após a emissão de títulos. Todavia, para Healy e Palepu (2001), esses tipos de eventos são isolados, tornando-se difícil afirmar que o aumento no nível de divulgação provém de operações no mercado de capitais.

Empresas com maior endividamento tendem a ter mais cobertura por analistas de mercado, que podem sugerir melhores prestações de contas e transparência, sendo uma forma de demonstrar confiabilidade ao mercado. (Gonçalves, 2011)

Espera-se que, ao menos após concluir esses tipos de operações, e visando a reduzir a assimetria informacional descrita por Verrecchia (2001), os gestores dessas companhias possam ter incentivos para melhorar o nível de disclosure.

H8: Existe relação positiva entre empresas mais rentáveis e o nível de divulgação de combinação de negócios.

Empresas mais rentáveis tendem a divulgar mais informações, diferenciando-se das menos rentáveis, com o propósito de reduzir o risco de ser consideradas “ruins”. (Akerlof, 1970)

Na pesquisa de Murcia (2009), a variável de rentabilidade mostrou-se significativa em relação ao nível de disclosure. Isso também foi demonstrado em Lanzana (2004), que analisou a relação entre disclosure e governança corporativa de companhias brasileiras.

Cunha (2010), que analisou o nível de disclosure das companhias energéticas brasileiras, utilizou como variável de desempenho a margem de EBIT (*Earnings Before Interest and Tax* – resultado antes juros e impostos sobre a renda). Nesse trabalho, não foi demonstrada relação significativa com maior disclosure.

H9: Existe relação positiva entre maior grau de endividamento e o nível de divulgação de negócios.

Como solução para administrar os problemas de assimetria informacional e de agência entre os tomadores de crédito e financiadores externos, em que os administradores da companhia são os agentes e os financiadores externos de capital o principal, as companhias tenderiam a melhorar seu disclosure, para reduzir seus custos de financiamento. (Leftwich, Watts, & Zimmerman, 1981)

Algumas pesquisas demonstraram associação negativa entre nível de endividamento e disclosure. Por exemplo, Silva e Pinheiro (2015) e Alencar e Lopes (2010), que investigaram a associação entre o nível de disclosure e o custo de capital e Cunha (2010), que analisou o nível de disclosure das companhias energéticas brasileiras.

Para testar todas as hipóteses, nesta pesquisa, foram utilizadas variáveis que serão explicadas no próximo capítulo suas operacionalizações.

3 Aspectos Metodológicos

Neste capítulo, foram abordados aspectos os metodológicos da pesquisa, tendo como subtópicos o campo de estudo, a identificação das companhias compradoras, as explicações de como foram definidas e executadas as variáveis da pesquisa, a coleta e o tratamento dos dados e a limitação da pesquisa.

3.1 Campo de estudo e identificação das companhias compradoras

Neste trabalho, a pesquisa se caracterizou como descritiva, tendo como objetivo o levantamento de práticas de evidenciação em notas explicativas e a análise dessas.

Foram utilizadas as demonstrações contábeis de empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores (B3); isto é, que tornaram públicas suas informações financeiras, as quais não receberam tratamento algum, caracterizando-se como pesquisa documental. Utilizou-se ainda, para fundamentação teórica, pesquisa bibliográfica.

Em razão do tipo de análise e comparabilidade pretendido quanto às notas explicativas, nesta pesquisa, empregou-se a abordagem quantitativa. A aplicação do método quantitativo se caracterizou pela organização, sumarização e interpretação dos dados numéricos coletados, sendo ainda empregada uma aplicação estatística.

Para atingir os resultados, fez-se uso de procedimentos apropriados, perceptíveis às relações existentes entre as variáveis envolvidas no objeto do estudo. O objetivo foi analisar fatores que pudessem estar associados, positivamente, ao nível de divulgação de combinação de negócios de companhias que negociam suas ações na bolsa Brasileira.

Conforme descrito no item 3.2.3, foram objetos de estudo as notas explicativas de 28 companhias adquirentes, envolvidas, ao todo, em 53 operações societárias no ano de 2015, segundo o CPC-15 R1 (2011), demonstrado na tabela a seguir:

Tabela 3
Combinação de Negócios em 2015

Adquirente	Adquirida
B2W Companhia Global do Varejo	Sieve Group Brasil Tecnologia SA
Ambev SA	Cervejaria Colorado
Banco Bradesco SA	HSBC Bank Brasil SA
Bardella SA Indústrias Mecânicas	Duraferrro Industria e Comercio Ltda.
BRF - Brasil Foods SA	Universal Meats UK Ltda, Golden Foods Siam Ltda.
Cia. Energética de Minas Gerais	Norte Energia S.A., Aliança Norte Energia Participações S.A
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	Submarino Viagens Ltda.
Drogasil SA	4Bio Medicamentos S.A., Ducha corona Ltda.
Duratex S.A.	Duchacorona Ltda
Eco Rodovias Infraestrutura e Logística SA	Elog SA
EDP - Energias do Brasil SA	APS Soluções em Energia SA
Estácio Participações SA	Faculdades Integradas de Castanhal Ltda., Centro Educacional Nossa Cidade Ltda.
GAEC Educação SA	Sociedade Educacional de Santa Catarina Ltda.
Itaú Unibanco Holding SA	Recovery do Brasil Consultoria S.A, Conectar Soluções de Mobilidade Eletrônica S.A.
JBS SA	Moy Park Holdings Europe Ltda.
JSL SA	Quick Logística Ltda, Quick Armazéns Gerais
Kroton Educacional SA	Studiare Engenharia e Tecnologia Ltda.
Linx SA	Neemu Serviços em Tecnologia da Informação SA, Chaordic Systems SA
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	Pronto Ducati Consultoria de Imóveis S.A, Pronto Erwin Maack Consultoria de Imóveis S.A, LPS Eduardo Consultoria de Imóveis S.A., LPS Espírito Santo
Minerva SA	Red Carnica SAS, Red Industrial Colombiana SAS
Profarma	Drogarias Tamoio
Quality Software SA	Tech Supply
Senior Solution SA	Pleno - Tecnologia & Sistemas Ltda., Aquarius Tecnologia E Informática Ltda.
Ser Educacional SA	Sociedade Universitária Mileto Ltda.
Somos Educação S.A.	Centro Educacional Sigma Águas Claras, Sociedade Educacional Paraná Ltda., Sociedade Educacional Doze de Outubro Ltda., Mater Serviços Educacionais Ltda. e da Escola Mater Christi Ltda., Colégio São José de Petrópolis Ltda., Saraiva Educação Ltda.
Totvs SA	Bematech S.A, P2RX Soluções em Software S.A, Neolog Consultoria e Sistemas S.A,
Valid Soluções	Grupo Uram SRL, Inemator S.A, Inemator S.A., Fundamenture S.A, Card Cells LLC, Marketing Software Company
Weg SA	Autrial SL, Transformadores Suntec SAS, Efacec Energy Service Ltda., FTC Energy Group S.A., Antriebstechnik KATT Hessen GmbH

3.2 Variáveis e modelo da pesquisa

3.2.1 Variável dependente de interesse – INDCOMBADPT

A construção de uma métrica para avaliar a divulgação de informações financeiras é, geralmente, baseada na análise de conteúdo, sendo um método mais utilizado, pois fornece credibilidade e inferência para análise, de acordo com determinado contexto (Murcia,2009).

Nesta pesquisa, poderiam ter sido utilizados trabalhos existentes relacionados ao nível de divulgação contábil, considerados como Índices de Conformidade de Evidenciação (ICE), como de Freitas(2015) e Lima(2010). Contudo, isso não ocorreu. Essas pesquisas tinham foco exclusivo em estudar o cumprimento ou não dos critérios mínimos determinados nas normas contábeis, acerca dos itens obrigatórios de evidenciação.

Para Nakayama(2012), na utilização de índices de divulgação já existentes, o pesquisador poderia, além de ter vantagens em comparações com outras pesquisas, economizar tempo de pesquisa. Contudo, restringindo-se apenas aos itens pré-definidos, não sendo maleável a retirada ou adição de itens que julgasse necessários à sua pesquisa.

Quanto ao desenvolvimento de um índice próprio,Nakayama(2012)relatou algumas desvantagens, como estar sujeitos à limitação de julgamento, o que pode acarretar índices de divulgação inapropriados. Assim, o autor, baseado no índice de Shalev (2009),desenvolveu seu próprio índice de disclosure sobre combinação de negócios, denominado INDCOMB. Esse índice teve como base as informações compulsórias contidas na IFRS 03 (CPC 15).

Shalev (2009), com base nas informações de combinação de negócios exigidas na norma do FASB, SFAS 141, e Nakayama(2012), na norma do IASB, IFRS 03 (CPC 15), atribuíram valores binários para cada item de informações exigidas nessas normas, sendo “1” para itens exigidos divulgados e “0” para itens não divulgados. O mesmo processo de atribuição binária também foi utilizado por Cunha (2010), Lanzana (2004) e Murcia(2009).

De acordo com a orientação técnica OCPC 7 (2014), e como já explicado no item 2.3.3, para os requisitos básicos de elaboração e evidenciação a serem observados nas demonstrações contábeis e financeiras, as companhiasdevemapresentar a divulgação dos relatórios contábil-financeiros, em especial,as notas explicativas,à luz da relevância da informação, considerando características qualitativas, quantitativas e os riscos para a entidade.

Desse modo, as demonstrações financeiras devem ser preparadas conforme as práticas contábeis adotadas no Brasil, incluindo os pronunciamentos emitidos pelo CPC e as normas internacionais de relatório financeiro emitidas pelo IFRS. Assim, evidenciando todas as

informações relevantes nas demonstrações financeiras, e somente elas, as quais devem estar consistentes com as utilizadas pela administração na sua gestão.

Como relatado pelo *Basis for Conclusion* do pronunciamento IFRS-3 (IASB, 2011), a norma identificou três objetivos que deveria alcançarna divulgação: demonstrar a natureza e o efeito financeiro de combinação de negócios, os efeitos financeiros de ganhos, perdas, correção de erros e outros ajustes reconhecidos e as mudanças no valor contábil do ágio durante o período.

Desse modo, nesta pesquisa, foi feita uma adaptação no INDICOMB de Nakayama(2012), excluindo 5 (cinco) categorias e 44 subcategorias. Como resultado, o índice deixou de ter dezcategorias e 65 subcategorias, passando para cinco categorias e 21 subcategorias, conforme demonstrado no apêndice dois.

Essa adaptação teve como propósito que oINDICOMBé um modelo *checklist* do que o CPC-15 R1 (2011) exige como conformidade da norma,contendo informações (subcategorias) que poderiam ser repetitivas em outras subcategorias. Portanto,só foram consideradas as informações que partem dopressupostode que, na falta,podemcausar problemas no entendimento da operação.

O índice adaptado foi denominando de INDCOMBADPT, e as informações foram agrupadas da seguinte forma:

Tabela 4
Informações relevantes exigidas no CPC 15

Categoria	Subcategoria
Informações gerais	Nome da adquirida
	Descrição da adquirida
	Data da aquisição
	Percentual do capital total adquirido
	Principais motivos para a combinação de negócios
	Descrição de como o controle foi adquirido
	Valor justo da contraprestação total transferida
	Valor justo da contraprestação transferida e principais classes de contraprestação
	Valor contábil das principais classes de ativos adquiridos
	Valor justo reconhecido das principais classes de ativos adquiridos
Informações sobre alocação	Valor contábil das principais classes de passivos assumidos
	Valor justo das principais classes de passivos assumidos
	Valor justo dos recebíveis adquiridos
Informações sobre Goodwill	Descreveu os fatores qualitativos que compõem o goodwill (ágio por rentabilidade futura)
	Informou o valor do goodwill (ágio por expectativa de rentabilidade futura) que espera que seja dedutível para fins fiscais
	Informou o valor adicional de goodwill ocorrida no período
Informações financeiras da empresa adquirida incluída nos demonstrativos consolidados	Divulgou o valor do ganho por compra vantajosa
	Divulgou os montantes de receita e do resultado da adquirida, a partir da data de aquisição que foi incluída na demonstração do resultado do período de reporte
Alterações de informações contábeis de combinação de negócios ocorridas ou não no período de reporte	Divulgou quais teriam sido as receitas e o resultado do período da adquirida caso a data de aquisição considerada fosse o início do período de reporte.
	Informou que contabilização inicial estava incompleta ou completa
	Descreveu quais divulgações não puderam ser feitas e os motivos ou se efetuaram todas

Nota. Fonte: Adaptado pelo autor de Nakayama, W. K. (2012). *Divulgação de informações sobre operações de Combinação de Negócios na vigência do Pronunciamento Técnico CPC 15* (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, SP.

Os dados para construir esse INDCOMBADPT foram obtidos por meio das notas explicativas das DFP's das companhias que divulgaram informações de combinação de negócios. A equação para chegar ao índice de disclosure de combinação de negócios adaptado de Nakayama(2012) e de Tsalavoutas, Evans, e Smith(2010) foi calculada da seguinte forma:

$$\text{INDCOMBADPT} = \frac{\sum_{i=1}^n d_i}{\sum_{j=1}^m d_j}$$

Onde: d_i é o total de itens divulgados pela empresa (aos quais foi atribuído o valor “1”), e d_j é o total de itens que a empresa deveria ter divulgado.

3.2.2 Variáveis explicativas de interesse

Estabelecidas as hipóteses de pesquisa no capítulo 2, as variáveis explicativas de interesse objetivaram a verificar se existiam fatores que pudessem estar associados positivamente ao nível de divulgação de combinação de negócios. Para isso, as operacionalizações dessas variáveis foram assim definidas:

Porte – Para refletir o porte da companhia, foi utilizado logaritmo natural para tamanho do ativo e logaritmo natural para receita líquida. Esperava-se a relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de divulgação em combinação de negócios.

Segmento de listagem– A variável segmento de listagem da companhia na B3 indica se uma empresa está listada em segmento diferenciado de governança corporativa, e as principais características de cada nível são:

Tabela5
Comparativo dos segmentos de listagem

	NOVO MERCADO	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	25% de free float até o 7º ano de listagem	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Conforme legislação

Fonte: B3(2016). *Segmentos de listagem*. São Paulo. Recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem

Setor Regulamentado– Foram identificadas as companhias reguladas por agências ou autarquias reguladoras setoriais, as quais, além de emitir normas contábeis específicas, são aprovadoras de pronunciamentos contábeis no CPC, sendo elas: Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), Banco Central do Brasil (BACEN), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Agência Nacional de Transporte Terrestre (ANTT).

Quando a companhia estivesse sob a regulação de uma dessas agências, foi atribuído valor 1 (um); se não estivesse sob regulação de nenhuma delas, foi atribuído valor 0 (zero).

Dispersão de Capital– Essa variável analisou as ações em circulação no mercado, comparando o percentual de ações com direito a voto em poder dos acionistas não-controladores (*free float*), com as ações detidas pelos acionistas controladores, analisando a associação do nível de disclosure de combinação de negócios.

Internacionalização– trata-se de uma variável que estabelece como companhia internacionalizada aquela que tem suas ações negociadas na bolsa de Nova York (NYSE), pelo programa de ADRs - American Depositary Receipts (níveis II e III). Foi atribuído valor 1 (um) às companhias que emitem ações como ADR, e 0 (zero) para as que não emitem. Os níveis II e III foram escolhidos porque são padrões de governança regulados pela SEC, no que tange ao disclosure financeiro no padrão norteamericano. Logo, essas companhias estão obrigadas a reportar suas informações nos padrões contábeis emitidos pelo FASB –USGAAP.

Auditoria - trata-se de uma variável indicada para demonstrar se a companhia tem suas demonstrações financeiras auditadas por firmas de auditoria consideradas “Big Four”, (PWC, Deloitte, EY e KPMG). Foi atribuído 1 (um), se fosse auditada por alguma dessas empresas de auditoria, e 0 (zero) para as não auditadas por nenhuma dessas firmas.

Emissão de títulos – Para operacionalização dessa variável, considerou-se a companhia que tivesse emitido ações ou debêntures no período pesquisado. Foi atribuído valor 1 (um) para as que emitiram ações ou debêntures, e 0 (zero) para as que não tiveram algum tipo de transação.

Desempenho – Para refletir o desempenho de uma empresa no mercado de capitais, umas das variáveis frequentemente utilizadas é o Q de Tobin (Bushman & Smith, 2001;

Camargos & Coutinho, 2008; Chen, Chen, & Wei, 2003; Lanzana, 2004; Murcia, 2009). Isso porque se trata de uma variável que demonstra oportunidade de crescimento e reflete a expectativa de futuros investidores (Lanzana, 2004), como proxy de desempenho.

A forma original do cálculo é: $Q \text{ de Tobin} = (\text{Valor de Mercado das ações} + \text{valor de mercado das dívidas}) / \text{valor de reposição de ativos}$.

Murcia(2009) percebe, na prática, que, para obter valores observáveis, exceto o valor de mercado das ações, deve-se fazer uma adaptação, a fim de deixar mais tangível o cálculo. Nesse cenário, deve-se considerar como valor de mercado das dívidas o valor contábil de empréstimos e debêntures de circulante e não circulante, e o valor de reposição de ativos como sendo o valor contábil do ativo total. Portanto, nesta pesquisa, o seguinte cálculo foi utilizado para obter o Q de Tobin:

$Q \text{ de Tobin} = (\text{Valor de mercado das Ações} + \text{valor contábil de empréstimos e debêntures de circulante e não circulante}) / \text{valor contábil do ativo total}$

Endividamento – Para operacionalização dessa variável, considerou-se o nível de endividamento a relação entre exigibilidade de curto e longo prazo e o ativo total. Desse modo, com vistas a obter o nível de endividamento, utilizou-se o seguinte cálculo: $\text{Endividamento} = (\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}) / \text{Ativo total}$

A tabela a seguir mostra as hipóteses apresentadas no item 2.3, associadas às variáveis explicativas de interesse:

Tabela 6
Variáveis explicativas de interesse utilizadas na pesquisa

Hipóteses	Variáveis	Operacionalização	Fonte	Autores
H1 - Existe relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de divulgação em combinação de negócios.	Porte	Logaritmo natural para o total do ativo e receita líquida .	Bloomberg®	Nakayama (2012), Murcia (2009), Singhvi e Desai (1971), Diamond & Robert (1971)
H2 - Existe relação positiva entre segmento de listagem de alta governança corporativa e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Segmento de listagem	Segmento de listagem da companhia na B3, sendo Novo Mercado, Nível 1, Bovespa Mais e Tradicional.	Bloomberg®	Nakayama (2012), Murcia (2009), Beuren & Gallon (2006), Lanzana (2004)
H3 - Existe relação positiva entre companhias pertencentes a setores regulados por agências reguladoras setoriais e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Setor Regulado	Se a companhia for regulada por agência reguladora será atribuído valor 1 (um) e valor 0 (zero) para não reguladas.	Notas explicativas	Nakayama (2012), Murcia (2009)
H4 - Existe relação positiva entre maior dispersão de capital e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Dispersão de Capital	Percentual de ações ordinárias que estão em poder dos acionistas não-controladores (free float).	Notas explicativas	Nakayama (2012), Cunha (2010), Depoers (2000), Murcia (2009)
H5 - Existe relação positiva entre empresas internacionalizadas e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Internacionalização	Será atribuído valor 1 (um) para as companhias que emitem ações como ADR e 0 (zero) para as que não emitem.	Bloomberg®	Nakayama (2012), Gonçalves (2011), Murcia (2009)

Continuação

Hipóteses	Variáveis	Operacionalização	Fonte	Autores
H6 -Existe relação positiva entre demonstrações financeiras auditadas por grandes empresas de auditoria e o nível e divulgação de combinação de negócios.	Auditoria	Será atributo 1 (um) caso seja auditada por alguma dessas empresas de auditoria e 0 (zero) para as companhias não auditadas por nenhuma dessas firmas.	Notas explicativas	Taplin, Zhao, & Brown (2014), Nakayama (2012), Murcia (2009)
H7 -Existe relação positiva entre empresas que emitem títulos no mercado de capitais e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Emissão de Títulos	Será atributo valor 1 (um) para as que emitiram ações ou debentures e 0 (zero) para as companhias que não tiveram algum tipo de transação.	Notas explicativas	Murcia (2009), Healy & Palepu(2001), Lang & Lundholm(1993)
H8 - Existe relação positiva entre empresas mais rentáveis e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Desempenho	$Q \text{ de Tobin} = (\text{Valor de mercado das Ações} + \text{valor contábil de empréstimos e debêntures de circulante e não circulante}) / \text{valor contábil do ativo total.}$	Bloomberg®	Murcia (2009), Camargos & Coutinho (2008), Lanzana, (2004), Chen, Chen, & Wei (2003), Bushman & Smith (2001),
H9 - Existe relação positiva entre maior grau de endividamento e o nível de divulgação de negócios.	Endividamento	$\text{Endividamento} = (\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}) / \text{Ativo total.}$	Bloomberg®	Silva & Pinheiro (2015), Gonçalves, (2011), Alencar & Lopes (2010), Cunha (2010)

Para testar as hipóteses de pesquisa, utilizou-se a regressão linear múltipla, através do método do Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), tendo como variável dependente de interesse INDCOMBADPT, descrita no item 3.2.1, e as variáveis explicativas de interesse, conforme modelo adiante:

$$\text{INDCOMBADPT}_i = \alpha + \beta_1 * \text{Porte} + \beta_2 * \text{Seg_List} + \beta_3 * \text{Setor_Regul} + \beta_4 * \text{Disp_Capital} + \beta_5 * \text{Internacionalizacao} + \beta_6 * \text{Audit} + \beta_7 * \text{Emit_Tit} + \beta_8 * \text{Desempenho} + \beta_9 * \text{Endividamento} + \varepsilon_i$$

Onde: i representa a i-ésima empresa, e ε_i , o termo de erro não sistemático do modelo.

3.2.3 Coleta e tratamento de dados

Para o ano de 2015 foram encontradas na base da Bloomberg® 38 companhias adquirentes com ações negociadas em 31 de dezembro de 2015, envolvidas a princípio em 52 operações pertinentes a fusão e aquisição. Ao buscar as palavras chaves “aquisição”, “fusão” e “combinação” nas demonstrações financeiras, foi formada uma base única de companhias, que poderiam ter, no período, analisado operações caracterizadas como combinação de negócios.

Após identificadas as companhias, foram analisadas profundamente as notas explicativas: se, de fato, tratava-se de operações que poderiam ser caracterizadas de acordo com o CPC-15 R1 (2011). Foram descartadas as operações de venda, *joint ventures*, operações ainda não fechadas e outras comunicações de operação de anos anteriores. Após a análise final, foram relacionadas 28 companhias adquirentes, envolvidas, ao todo, em 53 operações societárias, segundo o CPC-15 R1 (2011).

3.2.4 Limitações da pesquisa

A norma de combinação de negócios, CPC-15 R1 (2011), está vigente no Brasil desde 2010, e foi atualizada em 2011. No entanto, a pesquisa limitou-se tão somente a verificar as informações financeiras anuais, tendo como calendário contábil o ano de 2015, não sendo avaliadas as informações anuais desde o início da norma.

Outra limitação está no índice de disclosure de combinação adotado neste trabalho. Como descrito no item 3.2.1, só foram consideradas informações relevantes, partindo da hipótese de que, na falta, isso poderia causar problemas no entendimento da operação de combinação de negócios, não seguindo o modelo de *checklist* que o pronunciamento contábil CPC-15 R1 (2011) solicita. No item 2.2.3, o critério de relevância foi explicado.

4 Resultados

Neste capítulo, serão apresentados os resultados da pesquisa, iniciando pela análise estatística descritiva geral do índice de combinação de negócios das empresas, passando pela análise do índice por categorias e subcategorias e concluindo com a análise da regressão.

4.1 Análises estatística

4.1.1 Análise descritiva gerais

Na tabela a seguir, são apresentados os índices de combinação por empresa:

Tabela 7
INDCOMBADPT por empresa

Empresa	INDCOMBADPT
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens S.A.	0,80952
Valid Soluções	0,72632
Duratex S.A.	0,70000
Estácio Participações S.A.	0,70000
Drogasil S.A.	0,61905
Somos Educação S.A.	0,58772
Linx S.A.	0,57895
Senior Solution S.A.	0,52632
Minerva S.A.	0,47619
EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A.	0,47368
Totvs S.A.	0,45614
Cia. Energética de Minas Gerais	0,44737
B2W Companhia Global do Varejo	0,36842
BRF - Brasil Foods S.A.	0,36842
EDP - Energias do Brasil S.A.	0,36842
Profarma	0,36842
Ser Educacional S.A.	0,36842
Itaú Unibanco Holding S.A.	0,31579
Bardella S.A. Indústrias Mecânicas	0,26316
GAEC Educação S.A.	0,26316
JBS S.A.	0,26316
JSL S.A.	0,26316
Quality Software S.A.	0,26316
Weg S.A.	0,22807
Banco Bradesco S.A.	0,21053
Kroton Educacional S.A.	0,21053
LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A.	0,15789
Ambev S.A.	0,04762

No período analisado, o índice médio de divulgação de combinação de negócios ficou em 0,4082, e o desvio padrão, em 0,1915, indicando baixo nível de divulgação sobre essas operações, com diferenças relevantes nas divulgações entre as companhias. Na pesquisa de Nakayama(2012), o índice de divulgação foi de 0,6026. Isso demonstra que, mesmo tendo sido feita uma adaptação nesta pesquisa, com vistas a retirar categorias que poderiam ser repetitivas, as companhias pioraram o disclosure em relação à combinação de negócios.

Tabela8
Estatística descritiva do INDCOMBADPT

Estatística descritiva	Frequência
Mínimo	0,0476
Máximo	0,8095
Média	0,4082
Desvio Padrão	0,1915

A companhia com melhor índice de divulgação de combinação de negócios foi a CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., com 0,8095, pela aquisição da Submarino Viagens Ltda. A companhia com menor índice foi a Ambev S.A., com 0,0476, pela aquisição da Cervejaria Colorado.

A Ambev, apesar de ser umas das maiores companhias do mundo em setor, o que sugere alto nível de governança, demonstrou apenas no item de principais eventos ocorridos em 2014 e 2015 um breve comunicado, dizendo que, no decorrer de 2015, comprou algumas empresas, mencionando o nome dessas. Todavia, não foi demonstrada, em nenhuma outra parte das notas explicativas, informação exigida de acordo com o CPC-15 R1 (2011), quanto à aquisição da Cervejaria Colorado ou das demais companhias. Pode-se sugerir que a aquisição não movimentou valores relevantes, no entanto como também não foi mencionado o valor da aquisição, não há como afirmar essa possibilidade.

4.1.2 Análise das categorias e subcategorias

Conforme descrito no item 3.1, foram levantadas 53 operações de combinação de negócios. Desse modo, entende-se que cada subcategoria deveria ser divulgada nas 53 operações. Entretanto, como descrito no item 3.2.1, para a construção de INDCOMBADPT, somente foram consideradas subcategorias exigidas pela norma, mas que poderiam variar de acordo com o tipo de operação. Assim, nem todas as subcategorias teriam frequência máxima de 53.

Astabelas a seguir demonstram a frequência máxima exigida, a frequência relacionada e o INDCOMBADPT por subcategoria:

Tabela9
Categoria informações gerais

Subcategorias	Frequência exigidas	Frequência relacionada	INDCOMBADPT
Nome da adquirida	53	53	1,0000
Descrição da adquirida	53	42	0,7925
Data da aquisição	53	45	0,8491
Percentual do capital total adquirido	53	44	0,8302
Principais motivos para a combinação de negócios	53	26	0,4906
Descrição de como o controle foi adquirido	53	21	0,3962
Valor justo da contraprestação total transferida	53	16	0,3019
Valor justo da contraprestação transferida e principais classes de contraprestação	53	8	0,1509

Para a categoria Informações Gerais, a média do INDCOMBADPT foi de 0,6014, e o desvio padrão, de 0,3061. O índice máximo foi na subcategoria “Nome da adquirida”, uma vez que todas as companhias divulgaram o nome da adquirida. A subcategoria com menor índice foi “Valor justo da contraprestação transferida e principais classes de contraprestação”, com 0,1509. Portanto, de 53 operações de combinação de negócios, apenas oito divulgaram informações sobre essa subcategoria.

Na categoria Informações Gerais, as Companhias com maiores índice foram a CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A, pela comprada Submarino Viagens Ltda, e a Estácio Participações S.A., pela compra das Companhias Faculdades Integradas de Castanhal Ltda e Centro Educacional Nossa Cidade Ltda, ambas com 100% de divulgação, ou seja, divulgando todas subcategorias. A companhia com menor índice foi a Ambev S.A, com 0,04762, divulgando somente o nome da adquirida.

O dado mais importante nesta categoria está no baixo índice de divulgação das subcategorias “Valor justo da contraprestação total transferida” e “Valor justo da contraprestação transferida e principais classes de contraprestação”, com 0,3019 e 0,1509 respectivamente, uma vez que deveriam ser as principais informações numa combinação, ou seja, a informação de quanto custou a transação. De acordo com Boff, Procianny, & Hoppen (2006) na tomada de decisão dos analistas de investimento, aqueles que não definiram uma

proposta argumentaram, como principal entrave, a falta de informações ou a necessidade de maior detalhamento.

Tabela 10

Categoria informações sobre alocação

Subcategorias	Frequência exigidas	Frequência relacionada	INDCOMBADPT
Valor contábil das principais classes de ativos adquiridos	53	21	0,3962
Valor justo reconhecido das principais classes de ativos adquiridos	53	16	0,3019
Valor contábil das principais classes de passivos assumidos	53	21	0,3962
Valor justo das principais classes de passivos assumidos	53	16	0,3019
Valor justo dos recebíveis adquiridos	7	6	0,8571

Para a categoria Informações sobre Alocação, a média do INDCOMBADPT foi de 0,4507, e o desvio padrão, de 0,2321. O índice máximo foi na subcategoria “Valor justo dos recebíveis adquiridos”, com 0,8571. A subcategoria com menor índice foi “Valor justo das principais classes de passivos assumidos”, com 0,1132, demonstrando que há um problema quanto à mensuração de passivos assumidos na combinação de negócios.

Na categoria Informações sobre Alocação, as Companhias com maiores índices foram a CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Duratex S.A., Senior Solution S.A. e Valid Soluções, todas com 100% de divulgação nesta categoria. No entanto, nesta categoria, das 38 companhias com operações de combinação de negócios, 16 não fizeram nenhum tipo de divulgação, sendo elas: Ambev S.A., B2W Companhia Global do Varejo, Banco Bradesco S.A., Bardella SA Indústrias Mecânicas, BRF - Brasil Foods S.A., EDP - Energias do Brasil S.A., GAEC Educação S.A., Itá Unibanco Holding S.A., JSL S.A., Kroton Educacional S.A., Linx S.A., LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A., Profarma, Quality Software S.A., Ser Educacional S.A. e Weg S.A.

De acordo com a Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro do IFRS, o objetivo do relatório contábil “é fornecer informações contábil-financeiras acerca da entidade que reporta essa informação que sejam úteis a investidores existentes e em potencial, a credores por empréstimos e a outros credores, quando da tomada de decisão ligada ao fornecimento de recursos para a entidade”. (CPC 00 R1, 2011, p. 8), no entanto, nesta categoria fica claro e evidente um problema na divulgação

dos valores contábeis do negócio adquirido, uma vez que em média, apenas um terço das operações de combinação de negócios tiveram tais números contábeis divulgados.

Tabela 11
Categoria informações sobre goodwill

Subcategorias	Frequência exigidas	Frequência relacionada	INDCOMBADPT
Descreveu os fatores qualitativos que compõem o goodwill (ágio por rentabilidade futura)	53	13	0,2453
Informou o valor do goodwill (ágio por expectativa de rentabilidade futura) que espera que seja dedutível para fins fiscais	53	6	0,1132
Informou o valor adicional de goodwill ocorrida no período	53	27	0,5094
Divulgou o valor do ganho por compra vantajosa	4	3	0,7500

Para a categoria informações sobre goodwill, a média do INDCOMBADPT foi de 0,4045, e o desvio padrão de 0,2832. O índice máximo foi na subcategoria “Divulgou o valor do ganho por compra vantajosa”, com 0,7500. A subcategoria com menor índice foi “Informou o valor do goodwill (ágio por expectativa de rentabilidade futura), que espera que seja dedutível para fins fiscais”, com 0,1132, demonstrando que as companhias, dificilmente, informam os impactos tributários sobre operações de combinação de negócios.

Na categoria Informações sobre Goodwill, a Companhia com maior índice foi a Estácio Participações S.A., pela compra das Companhias Faculdades Integradas de Castanhal Ltda e Centro Educacional Nossa Cidade Ltda. Nesta categoria, 13 companhias não divulgaram nenhuma informação, sendo elas: Ambev S.A., Banco Bradesco S.A., BRF - Brasil Foods S.A., Cia. Energética de Minas Gerais, GAEC Educação S.A., Itaú Unibanco Holding S.A., JBS S.A., JSL S.A., Kroton Educacional S.A., LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A., Quality Software S.A., Senior Solution S.A. e Ser Educacional S.A.

Nesta categoria fica evidente um problema de divulgação na fundamentação do ágio, ou seja, uma das principais informações qualitativas sobre a combinação foi considerada por menos de um quarto das operações. Para Shalev (2007), valores em excesso alocados em goodwill podem ser considerados como “*notícias ruins*” para o investidor. Isso pode resultar, pelos adquirentes, em decisão de diminuir o disclosure sobre a combinação para os investidores.

Tabela 12

Categoria informações financeiras da empresa adquirida

Subcategorias	Frequência exigidas	Frequência relacionada	INDCOMBADPT
Divulgou os montantes de receita e do resultado da adquirida, a partir da data de aquisição que foi incluída na demonstração do resultado do período de reporte	53	25	0,4717
Divulgou quais teriam sido as receitas e o resultado do período da adquirida caso a data de aquisição considerada fosse o início do período de reporte	53	10	0,1887

A categoria “informações financeiras da empresa adquirida incluída nos demonstrativos consolidados” foi segregada em apenas duas subcategorias, ficando a média do INDCOMBADPT em 0,3302. A subcategoria “Divulgou os montantes de receita e do resultado da adquirida, a partir da data de aquisição que foi incluída na demonstração do resultado do período de reporte”, e a “Divulgou quais teriam sido as receitas e o resultado do período da adquirida caso a data de aquisição considerada fosse o início do período de reporte” aparecem, respectivamente, com 0,4717 e 0,1887, demonstrando que o nível desta categoria está bem abaixo do que a norma exige.

Na categoria Informações financeiras da empresa adquirida, as Companhias com maiores índices foram a CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Drogasil S.A., EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A., Linx S.A. e Valid Soluções, todas com 100% de divulgação nas subcategorias. Nesta categoria, 15 companhias não divulgaram nenhuma informação, sendo elas: Ambev S.A., B2W Companhia Global do Varejo, Banco Bradesco S.A., BRF - Brasil Foods S.A., Cia. Energética de Minas Gerais, EDP - Energias do Brasil S.A., Estacio Participações S.A., GAEC Educação S.A., Itaú Unibanco Holding S.A., JSL S.A., Kroton Educacional S.A., LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A., Minerva S.A., Profarma e Senior Solution S.A.

Para Healy e Palepu(2001), como importante meio de comunicação entre a gestão da companhia e os investidores e demais participantes de mercado, o disclosure de informações financeiras é relevante para diminuir problemas de assimetria informacional e conflitos de agência entre a gestão e os investidores.

Tabela 13

Categoria alterações de informações contábeis de combinação de negócios ocorridas ou não no período de reporte

Subcategorias	Frequência exigidas	Frequência relacionada	INDCOMBADPT
Informou que contabilização inicial estava incompleta ou completa	53	10	0,1887
Descreveu quais divulgações não puderam ser feitas e os motivos ou se efetuaram todas	53	9	0,1698

A categoria “alterações de informações contábeis de combinação de negócios ocorridas ou não no período de reporte” foi segregada em apenas duas subcategorias, ficando a média do INDCOMBADPT em 0,1792. A subcategoria “Informou que contabilização inicial estava incompleta ou completa”, e a “Descreveu quais divulgações não puderam ser feitas e os motivos ou se efetuaram todas” aparecem, respectivamente, com 0,1887 e 0,1698. Esta categoria foi a mais baixa de todas, demonstrando que a maioria das companhias não divulga informações que ocorrem em eventos subsequentes.

Nesta categoria, as Companhias com maiores índices foram BRF - Brasil Foods S.A., GAEC Educação S.A. e Ser Educacional S.A., ambas com 100% de divulgação. No entanto, nesta categoria, das 38 companhias com operações de combinação de negócios, 22 não fizeram nenhum tipo de divulgação, sendo elas: Ambev S.A., B2W Companhia Global do Varejo, Banco Bradesco S.A., Bardella S.A. Indústrias Mecânicas, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Drogasil S.A., EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A., EDP - Energias do Brasil S.A., Estácio Participações S.A., Itaú Unibanco Holding S.A., JBS S.A., JSL S.A., Kroton Educacional S.A., Linx S.A., LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A., Minerva S.A., Profarma, Quality Software S.A., Senior Solution S.A., Totvs S.A., Valid Soluções e Weg S.A.

De acordo com o *Basis for Conclusions* do pronunciamento IFRS-3 (IASB, 2011), quando a contabilização inicial de uma combinação de negócios estiver incompleta - e os respectivos montantes reconhecidos nas demonstrações contábeis para a combinação tiverem sido determinados apenas provisoriamente - deve-se divulgar, além dos motivos da contabilização incompleta, quaisquer mudanças nos valores reconhecidos; inclusive, quaisquer diferenças que surgirem na sua liquidação e a conciliação do valor contábil do ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill), no início e no final do período de reporte, no entanto, nesta categoria foi demonstrado um problema sobre informação tempestiva na

maioria das combinações de negócios, uma vez que praticamente não foi reportado se foram concluídas todas etapas de avaliação e fechamento por completo dessas operações.

4.1.3 Análise da regressão

Inicialmente, foi levantada a correlação entre o índice de combinação e as variáveis do modelo, conforme a seguir:

Tabela 14

Resultado da matriz de correlação

Porte	Porte Ativo	Novo Mercado	Nível 1	Bovespa Mais	
Faturamento					
1,0000	0,8167	-0,0587	0,5117	-0,5399	Porte faturamento
	1,0000	-0,3461	0,6321	-0,1843	Porte Ativo
		1,0000	-0,6000	-0,4804	Novo Mercado
			1,0000	-0,0961	Nível 1
				1,0000	Bovespa Mais
Tradicional	Setor Regulado	Dispersão de Capital	Internacionalização	Auditoria	
0,0241	0,4076	0,1528	0,7193	-0,0324	Porte Faturamento
0,0072	0,4333	-0,0921	0,5838	-0,2394	Porte Ativo
-0,4804	-0,2381	0,1031	-0,0825	0,0667	Novo Mercado
-0,0961	0,6000	0,1583	0,3464	0,1200	Nível 1
-0,0769	-0,1601	-0,1585	-0,2774	-0,3523	Bovespa Mais
1,0000	-0,1601	-0,2050	0,0000	0,0961	Tradicional
	1,0000	-0,0651	0,0825	0,2000	Setor Regulado
		1,0000	0,3903	0,0957	Dispersão de Capital
			1,0000	-0,1155	Internacionalização
				1,0000	Auditoria
	Emissão de Títulos	Desempenho	Endividamento	INDCOMBADPT	
	0,3992	0,1228	0,3738	0,2816	Porte Faturamento
	0,3495	-0,0551	0,4702	0,1516	Porte Ativo
	0,0000	0,1155	-0,1059	0,2050	Novo Mercado
	0,3000	-0,2394	0,3814	-0,1088	Nível 1
	-0,3203	-0,1800	-0,1420	-0,0590(**)	Bovespa Mais
	-0,0400	0,2732	-0,1379	-0,1550	Tradicional
	-0,1667	-0,3860	0,4801	-0,1604	Setor Regulado
	0,4615	0,1012	-0,3518	0,1195	Dispersão de Capital
	0,4330	0,2134	0,1639	0,1445	Internacionalização
	-0,0667	0,2187	-0,3948	-0,5204	Auditoria
	1,0000	0,2517	-0,0433	0,1845	Emissão de Títulos
		1,0000	-0,4060	-0,0963(**)	Desempenho
			1,0000	0,0999(**)	Endividamento

Nas análises das diferenças estatísticas, habitualmente, são utilizados os valores de 5% (*) e 1% (***) e, algumas vezes, 10% (**). Aumentar o valor do alpha de 1% para 5% ou 10% eleva o poder dos testes estatísticos. Dessa forma, um alpha de, por exemplo, 5% ou 10%, aumenta o poder do teste relativamente à utilização de 1%.

A matriz de correlação não se demonstrou significativa para nenhuma das variáveis para alpha de 5% ou 1%. Contudo, com alpha de 10%, demonstrou-se como positiva em relação ao índice de combinação à variável Endividamento, e negativa ao mesmo nível de significância, para as variáveis segmento listagem Bovespa Mais e Desempenho.

Em comparação com a pesquisa de Nakayama (2012), não houve as mesmas correlações, já que, nessa pesquisa, houve correlação positiva para as variáveis ativo total, listagem de novo mercado, empresas emissora de ADR e setor, além de correlação negativa para as variáveis dispersão de capital e goodwill.

Dada a correlação, procedeu-se à análise de regressão e ao teste de hipóteses da pesquisa. As regressões foram rodadas no software estatístico GNU Regression, Econometric and Time-series Library (Gretl), utilizando como variável dependente o índice de combinação. Os resultados seguem adiante:

Tabela 15

Resultado do modelo de regressão com porte = ln do total de ativo

Média var. dependente	0,541658	D.P. var. dependente	0,703728
Soma resíd. quadrados	7,855487	E.P. da regressão	0,700691
R-quadrado	0,412510	R-quadrado ajustado	0,008611
F(11, 16)	1,021320	P-valor(F)	0,471324
Log da verossimilhança	-21,93639	Critério de Akaike	67,87277
Critério de Schwarz	83,85923	Critério Hannan-Quinn	72,75999

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>
Porte	0,0538892	0,328173	0,1642	0,87162
Novo Mercado	2,74694	2,47417	1,1102	0,28330
Nível 1	2,72383	3,02982	0,8990	0,38198
Bovespa Mais	1,72289	2,165	0,7958	0,43780
Tradicional	2,39499	2,4667	0,9709	0,34603
Setor Regulado	-0,00180108	0,5482	-0,0033	0,99742
Dispersão de Capital	0,0448912	1,14912	0,0391	0,96932
Internacionalização	-0,0193537	0,447695	-0,0432	0,96605
Auditoria	-1,6386	0,779655	-2,1017	0,05177 (**)
Emissão de Títulos	-0,00523599	0,41531	-0,0126	0,99010
Desempenho	-0,0969327	0,254187	-0,3813	0,70796
Endividamento	-1,15917	1,32838	-0,8726	0,39578
const.	2,39499	2,4667	0,9709	0,34603

Tabela 16

Resultado do modelo de regressão com porte = ln de faturamento líquido

Média var. dependente	0,541658	D.P. var. dependente	0,703728
Soma resíd. quadrados	6,169301	E.P. da regressão	0,620952
R-quadrado	0,538615	R-quadrado ajustado	0,221413
F(11, 16)	1,698020	P-valor(F)	0,162893
Log da verossimilhança	-18,55361	Critério de Akaike	61,10723
Critério de Schwarz	77,09368	Critério Hannan-Quinn	65,99444

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>
Porte	0,639851	0,304779	2,0994	0,05200 (**)
Novo Mercado	0,374408	1,87447	0,1997	0,84420
Nível 1	0,00493743	2,25138	0,0022	0,99828
Bovespa Mais	0,275871	1,38933	0,1986	0,84510
Tradicional	0,0146489	1,87748	0,0078	0,99387
Setor Regulado	-0,400888	0,486182	-0,8246	0,42174
Dispersão de Capital	0,437465	0,839031	0,5214	0,60923
Internacionalização	-0,552143	0,417638	-1,3221	0,20474
Auditoria	-1,18913	0,644351	-1,8455	0,08356(**)
Emissão de Títulos	-0,0547941	0,351339	-0,1560	0,87802
Desempenho	-0,201165	0,230547	-0,8726	0,39581
Endividamento	-0,825993	1,13453	-0,7280	0,47711
const.	0,0146489	1,87748	0,0078	0,99387

Nota-se que, no primeiro modelo, incluso com logaritmo natural do total do ativo, nenhuma das variáveis apresentou significância estatística a um alpha de 5%. Todavia, com alpha de 10%, a variável Auditoria demonstrou significância, apresentando p-valor = 0,05145. Percebe-se ainda que o R^2 , ajustado de 0,0086, demonstrado no resumo do modelo, indica que as variáveis independentes conseguem explicar menos de 1% da variação total do índice de combinação. Portanto, esse valor baixo para R^2 é um indicativo de que esse modelo de regressão pode não ser suficiente para explicar as hipóteses de pesquisa.

Na sequência, foi gerado o segundo modelo com logaritmo natural do faturamento líquido. Ainda assim, nenhuma das variáveis apresentou significância estatística a um alpha de 5%. Contudo, neste segundo modelo, apresentaram-se com significância estatística a um alpha de 10% as variáveis Porte, com p-valor = 0,05200, e Auditoria, com p-valor = 0,08356. Neste modelo, o valor para R^2 ajustado de 0,2214 indica que consegue explicar 22% do modelo.

Executou-se, então, a regressão robusta, apenas com as variáveis explicativas Porte, com logaritmo natural de faturamento líquido e auditoria, para testar se o modelo ainda continuava estaticamente significativo para essas duas variáveis, como a seguir:

Tabela 17

Resultado do modelo de regressão robusta

Média var. dependente	0,541658	D.P. var. dependente	0,703728
Soma resíd. quadrados	8,812257	E.P. da regressão	0,593709
R-quadrado	0,340956	R-quadrado ajustado	0,288233
F(2, 25)	6,466871	P-valor(F)	0,005450
Log da verossimilhança	-23,54543	Critério de Akaike	53,09085
Critério de Schwarz	57,08746	Critério Hannan-Quinn	54,31266

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>
Porte	0,204785	0,125541	1,6312	0,11538
Auditoria	-1,14353	0,362952	-3,1506	0,00419 (***)
const.	0,829168	0,573794	1,4451	0,16086

Observa-se que o modelo aumentou a significância da variável Auditoria para alpha de 1%, e a variável Porte deixou de ser significativa.

Com base no teste de colinearidade, através do teste VIF (*variation inflation fator*), demonstrou-se que não há problema de multicolinearidade entre as variáveis explicativas de interesse, conforme a figura a seguir:

Teste de colinearidade

Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF)	
Valor mínimo possível = 1,0	
Valores > 10,0 podem indicar um problema de colinearidade	
Log_Port_fatu	1,001
Auditoria	1,001
VIF(j) = $1/(1 - R(j)^2)$, onde R(j) é o coeficiente de correlação múltipla entre a variável j e a outra variável independente	
Propriedades da matriz X'X:	
Norma-1 = 571,1983	
Determinante = 1677,4072	
Número de condição recíproca = 0,001210223	

Figura 1.Resultado do teste de colinearidade

Com base no resultado da regressão, a maioria das hipóteses não se confirmou. A seguir, o resumo dos resultados encontrados em relação às hipóteses:

Tabela 18

Resultado das hipóteses

Hipóteses	Descrição	Resultado
H1	Existe relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de divulgação em combinação de negócios.	Não aceita
H2	Existe relação positiva entre segmento de listagem de alta governança corporativa e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Não aceita
H3	Existe relação positiva entre companhias pertencentes a setores regulados por agências reguladoras setoriais e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Não aceita
H4	Existe relação positiva entre maior dispersão de capital e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Não aceita
H5	Existe relação positiva entre empresas Internacionalizadas e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Não aceita
H6	Existe relação positiva entre demonstrações financeiras auditadas por grandes empresas de auditoria e o nível e divulgação de combinação de negócios.	Aceita
H7	Existe relação positiva entre empresas que emitem títulos no mercado de capitais e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Não aceita
H8	Existe relação positiva entre empresas mais rentáveis e o nível de divulgação de combinação de negócios.	Não aceita

H9	Existe relação positiva entre maior grau de endividamento e o nível de divulgação de negócios.	Não aceita
----	--	------------

Antes de escrever o resumo dos resultados, vale destacar que, inicialmente, foi levantada a correlação entre o índice de combinação (INDCOMBADPT) e as variáveis do modelo, demonstrando como positiva a variável Endividamento, e negativa para as variáveis segmento listagem Bovespa Mais e Desempenho.

Ao fazer uma comparação com a pesquisa Nakayama (2012), esta pesquisa não apresentou correlação positiva para as variáveis segmento de listagem Novo Mercado e Porte. A variável Dispersão de Capital, apresentada como negativa na pesquisa de Nakayama (2012), nesta, não se apresentou como significativa.

Tabela 19
Resumo da correlação

Variáveis	Correlação
Endividamento	Positiva
Segmento listagem Bovespa Mais	Negativa
Desempenho	Negativa

E em comparação com a pesquisa de Murcia (2009), que estudou divulgação voluntária, a variável tamanho (porte) demonstrou correlação positiva, e nesta pesquisa, tal correlação não se demonstrou significativa. Ademais, a variável internacionalização apareceu com relação negativa, e nesta pesquisa, também não se apresentou como significativa.

Após análise de correlação, foi aplicada a regressão. A princípio, executou-se a regressão utilizando logaritmo natural do total do ativo para a variável Porte. O resumo desse modelo apresentou R^2 ajustado de 0,0086, demonstrando que esse explicava menos de 1% da variação total do índice de combinação de negócios, apresentando significância estatística a um alpha de 10% para a variável auditoria. Na pesquisa de Nakayama (2012), que executou o mesmo logaritmo natural para o total de ativo, o mesmo aconteceu para a variável Auditoria; diferentemente desta pesquisa, também apresentou significância para a variável Porte.

Foi gerado um segundo modelo de regressão, utilizando o logaritmo natural do faturamento líquido, que apresentou R^2 ajustado de 0,2214, explicando 22% do modelo, aparecendo com significância a um alpha de 10% as variáveis Porte e Auditoria. Na pesquisa

de Nakayama (2012), que também executou a regressão com o logaritmo natural para faturamento, novamente as variáveis Auditoria e Porte foram significantes.

Com a finalidade de avaliar a robustez da análise, após a análise da regressão com todas as variáveis, executou-se uma regressão apenas com as variáveis explicativas Porte, com logaritmo natural de faturamento líquido, e Auditoria, testando a multicolinearidade dessas variáveis, que não apresentou problemas. O resultado apresentou aumento no nível de significância da variável Auditoria para alpha de 1%, e a variável Porte deixou de ser significativa.

Com base nos resultados dos testes de regressão, a única hipótese que se confirmou foi a de que existe relação positiva entre demonstrações financeiras auditadas por grandes empresas de auditoria e o nível de divulgação de combinação de negócios. Essa confirmação corrobora as pesquisas de Taplin, Zhao, e Brown (2014), Nakayama (2012) e Murcia (2009). Conforme as análises, a hipótese de que demonstrações financeiras auditadas por grandes empresas de auditoria influenciam positivamente o nível e a divulgação de combinação de negócios.

5 Conclusão

Esta pesquisa teve como objetivo analisar quais fatores poderiam estar associados positivamente ao nível de divulgação de combinação de negócios de companhias que negociam suas ações na bolsa Brasileira.

Espera-se que essa pesquisa tenha contribuído com informações relevantes aos envolvidos com mercado de capitais, como analistas de investimentos, preparadores de demonstrações contábeis, órgãos reguladores, entidades de classes ligadas ao mercado de capitais, mídia especializada, dentre outros.

A pesquisa fez uma adaptação no INDICOMB de Nakayama(2012), passando a conter cinco categorias e 21 subcategorias. Essa adaptação teve como pressuposto que o INDICOMB era um modelo *checklist*, que o CPC-15 R1 (2011) exige como conformidade da norma, contendo informações (subcategorias) que poderiam ser repetitivas em outras subcategorias. Portanto, foram consideradas somente as informações relevantes em uma combinação de negócios, partindo do princípio de que, na falta dessa, isso poderia causar problemas no entendimento da operação. Esse índice adaptado foi denominado INDCOMBADPT.

Os fatores analisados foram: porte das companhias; segmento de listagem na B3; sujeição às agências reguladoras; percentual das ações em circulação no mercado; internacionalização; auditoria; emissão de títulos; desempenho e endividamento.

Foram analisadas as companhias adquirentes listadas na bolsa de valores de São Paulo (B3), que tinham suas ações negociadas em 2015, as quais descreveram, na demonstração financeira anual de 2015, informações referentes a combinações de negócios.

No período analisado, o índice de divulgação de combinação de negócios ficou em 0,4082, indicando baixo nível de divulgação sobre essas operações, com diferenças relevantes nas divulgações entre as companhias. Isso porque a companhia com maior nível de divulgação de combinação de negócios teve como índice 0,8095, e a menor, 0,0476.

Nas análises do índice por categoria, aquela com maior índice foi Informações Gerais; a média do INDCOMBADPT com índice de 0,6014, no entanto esta mesma categoria teve um baixo índice de divulgação das subcategorias “Valor justo da contraprestação total transferida” e “Valor justo da contraprestação transferida e principais classes de contraprestação”, com 0,3019 e 0,1509 respectivamente, ou seja, a informação de quanto custou a transação. Com menor índice foi “alterações de informações contábeis de combinação de negócios ocorridas ou não no período de reporte”, com 0,1792. Isso demonstrou problemas sobre informação tempestiva na maioria das combinações de negócios,

já que praticamente não foi reportado se foram concluídas todas etapas de avaliação e fechamento por completo dessas operações.

Após análise por categoria, foi executada a análise da correlação entre as variáveis dos modelos, mostrando relação positiva quanto ao índice de combinação a variável Endividamento, e relação negativa para as variáveis do segmento listagem Bovespa Mais e Desempenho.

A seguir foi executada a análise de regressão e foram testadas as hipóteses de pesquisas. Com base nos resultados dos testes de regressão, a única hipótese confirmada foi que existe relação positiva entre demonstrações financeiras auditadas por grandes empresas de auditoria e o nível de divulgação de combinação de negócios, corroborando as pesquisas de Taplin, Zhao, e Brown (2014), Nakayama (2012) e Murcia (2009).

Conforme descrito Iudícibus (2010) e Murcia (2009) geralmente, a divulgação de informações não relevantes é custosa e desnecessária, podendo causar confusão ao usuário, tirando a atenção de fatos realmente importantes. Assim, divulgar um volume excessivo de informações sem se preocupar com a materialidade pode confundir em vez de auxiliar, sendo assim o que deve ser julgado é se a falta ou a inclusão de informação fará alguma diferença para o leitor da demonstração contábil. Informações muitas vezes consideradas não materiais podem ser relevantes, se puderem demonstrar situação estratégica e importantes, acatando, assim, o critério de qualitativo.

Os resultados da pesquisa demonstram que, mesmo com pronunciamento contábil específico para combinação de negócios, e a emissão da OCPC 07 em 2015, reforçando a necessidade da observância de informações relevantes, operações com valores vultosos e informações estratégicas - despertando bastante interesse no meio empresarial, ao comparar o resultado desta pesquisa com a de Nakayama(2012) e esta pesquisa utilizando menos categorias, fica evidente que não houve avanços e melhorias no nível de divulgação. Isso deveria sugerir maior cobrança por parte dos envolvidos com mercado de capitais, como analistas de investimentos, preparadores de demonstrações contábeis, órgãos reguladores, entidades de classes ligadas ao mercado de capitais, mídia especializada, dentre outros.

Para futuras pesquisas, sugere-se a replicação do modelo com companhias de mercados financeiros mais maduros, e a comparação desses resultados com as companhias do mercado brasileiro, para verificar possíveis disparidade entre mercados. Também poderia fazer uso do mesmo modelo de análise de divulgação de outras normas contábeis, como impairment, partes relacionadas, dentre outras. Também seria interessante aplicar esse modelo

nos próximos anos, para analisar se houve evolução das companhias, observando uma tendência mundial dos órgãos normativos em otimizar a divulgação contábil, sob a ótica de divulgar exclusivamente o que é relevante, e comparar companhias de diferentes países, para avaliar o estágio de cada mercado.

Por último, com base nos resultados do INDCOMBADPT, no qual o índice mais baixo foi da AMBEV, com menos de 5%, poderia ser analisado se as companhias de grande porte e com resultados financeiros positivos, no entanto com baixo nível de divulgação, não sugere problemas conhecidos como “empresas espetáculos”, tendo como histórico as grandes fraudes que aconteceram, como os casos Eron, banco Panamericano, e mais atualmente grandes companhias brasileiras envolvida em corrupção, como o caso da JBS, que nesta pesquisa apresentou também índice baixo, com 26%.

Referências

- Ahmad, Z., Hassan, S., & Mohammad, J. (2011). Determinants of environmental reporting in Malaysia. *International Journal of Business Studies*, 11, 69–90.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Alencar, R. C., & Lopes, A. B. (2010). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 1–12.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2016). *Ranking ANBIMA de Fusões & Aquisições*. Recuperado de <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Pages/default.aspx>
- B3. (2016). *Segmentos de listagem*. São Paulo. Recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem
- Baumann, U., & Nier, E. (2004). Disclosure, volatility, and transparency: An empirical investigation into the value of bank disclosure. *Economic Policy Review*, (Sep), 31–45.
- Beuren, I. M., & Gallon, A. V. (2006). Análise do conteúdo da evidenciação nos Relatórios da Administração das empresas participantes dos níveis de governança da Bovespa. *Congresso USP de Controladoria E Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 6.
- Boff, L. H., Procianoy, J. L., & Hoppen, N. (2006). O uso de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas: À procura de padrões. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(4), 169–192.
- Bruni, A. L. (2002). *Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: Uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período de 1992-2001* (Tese de doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting & Economics*, 23, 1–115.
- Camargos, M. A. De, & Coutinho, E. S. (2008). A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: Uma Análise de suas Interfaces. *Revista RAC Eletrônica*, 2(2), 273–295.
- Cardoso, R. L., & Martins, V. A. (2004). *Teoria avançada de contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Carvalho, C., Rodrigues, A. M., & Ferreira, C. (2016). The Recognition of Goodwill and Other Intangible Assets in Business Combinations: The Portuguese Case. *Australian Accounting Review*, 26(1), 4–20.

- Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. J. (2003). Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. *SSRN Electronic Journal*, (June). Retrieved from <http://doi.org/10.2139/ssrn.422000>
- Childs, R. L. (2007). New Landscape for Business Combinations and Noncontrolling Interests. *Bank Accounting & Finance*, 23(1), 3–10.
- Cristal, C. S. P. (2009). *Adoção das IFRS para operações de combinações de negócios nas demonstrações financeiras consolidadas de empresas listadas na Espanha e Reino Unido* (Dissertação de mestrado). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://pergamum.fecap.br/biblioteca/imagens/000004/000004D1.pdf>
- Cunha, R. C. (2010). *Fatores determinantes do nível de disclosure das empresas de energia elétrica brasileiras: Um estudo com dados em painel* (Dissertação de mestrado). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://pergamum.fecap.br/biblioteca/imagens/000005/0000050E.pdf>
- Detzen, D., Hoffmann, S., Zulch, H. (2013). Bright Pharmaceuticals SE: Accounting for a Business Combination under IFRS 3. *Accounting Education*, 22(October), 282–294.
- Davis, A. K., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' Use of Language Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 804–837.
- Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9(2), 245–263.
- Diamond, D. W., & Robert, E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, XLVI(4), 1325–1360.
- Dias Filho, J. M., & Machado, L. H. B. (2004). *Teoria avançada de Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Dobler, M. (2005). How Informative is Risk Reporting? A Review of Disclosure Models. *Munich Business Research*, (January). Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=640522
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 181–235.
- Fama, E. F. (1970). Session topic: Stock market price behavior. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Franco, H., & Marra, E. (2001). *Auditoria contábil*. São Paulo: Atlas.
- Freitas, G. S (2015). *Índice de conformidade de evidenciação aplicado ao setor petroquímico brasileiro: Análise de conteúdo para o ano de 2013* (Dissertação de mestrado). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://pergamum.fecap.br/biblioteca/imagens/000023/000023C2.pdf>

- Glaum, M., Schmidt, P., Street, D., & Vogel, S. (2012). Compliance with IFRS 3-and IAS 36-required disclosures across 17 European countries: Company-and country-level determinants. *Accounting and Business Research*, 43, 163-204
- Glautier, M. W. E., & Underdown, B. (2001). Accounting theory and practice (7th ed.). Essex: Prentice Hall.
- Gonçalves, R. S (2011). *Social disclosure e custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto* (Tese de Doutorado). Universidade de Brasília – UNB, Brasília, DF. Recuperado de <http://repositorio.unb.br/handle/10482/9347>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets : A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405–440.
- Hendriksen, E. S., & Breda, F. M. (1999). Teoria da Contabilidade. São Paulo: Atlas.
- IFRS 3, de 1 Janeiro 2010*. Combinações de Negócios. Recuperado de <http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/IFRS%203.pdf>
- Instrução CVM no 319, de 3 de dezembro de 1999*. Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst319.html>
- Instrução CVM no 358, de 3 janeiro de 2002*. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>
- Iudícibus, S. (2010). Teoria da Contabilidade (10a ed.). São Paulo: Atlas.
- Kloekner, G. D. O. (1994). Fusões e Aquisições: Motivos e evidência empírica. *Revista de Administração, São Paulo*, 29(1, jan/mar), 42–58.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246–271.
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras* (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11022005-094807/en.php>
- Lee, T. A. (1974). Accounting for and Disclosure of Business Combinations. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1(1), 1–21.
- Leftwich, R. W., Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1981). Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, 19(Supplement), 85–88.

- Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007.* Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm
- Lei nº 12.973, de 13 de maio de 2014.* Altera a legislação tributária federal relativa ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas - IRPJ, à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL, à Contribuição para o PIS/Pasep e à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - Cofins; revoga o Regime Tributário de Transição – RTT. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/L12973.htm
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The Economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38(2000), 91–124.
- Lima, G. A. S. F. (2007). *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras* (Tese de doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-26112007-165145/pt-br.php>
- Lima, I. G. (2010). *Índice de Conformidade de Evidenciação (ICE): Uma aplicação* (Dissertação de mestrado). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://pergamum.fecap.br/biblioteca/imagens/000005/00000506.pdf>
- Lopes, A. B. (2004). *Teoria avançada de Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Malaquias, R. F., & Lemes, S. (2015). Evidenciação e volatilidade: Testes com equações estruturais. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 12(2), 96–109.
- Martinez, E. G. (2015). *Essência sobre a Forma na Interface Jurídico-Contábil: O Ágio Interno nas Demonstrações Individuais*. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-12062015-141957/pt-br.php>
- Martins, E. (1972). *Contribuição à avaliação do ativointangível* (Tese de doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Martins, E. (2015). Algumas palavras sobre as novas notas explicativa. *Gestor Contábil*, 18 - 21.
- Martins, E., Almeida, D. L. De, Martins, E. A., & Costa, P. D. S. (2010). Goodwill: Uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(52), 1–25.
- Melorse, J.; Perroy, R.; Careas, S. (2015). The impact of IFRS on reporting for business combinations: An in-depth analysis using the telecommunications industry. *Statewide Agricultural Land Use Baseline*, 1, 557–593.

- Murcia, F. D. (2009). *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil* (Tese de doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16122009-121627/pt-br.php>
- Nakayama, W. K. (2012). *Divulgação de informações sobre operações de Combinação de Negócios na vigência do Pronunciamento Técnico CPC 15* (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-06122012-161505/pt-br.php>
- 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.
- Nurnberg, H. (2014). Applying the new accounting for business combinations and intangible assets to partner admissions. *Issues in Accounting Education, Sarasota*, 29(4), 527–543.
- OCPC 07. (2014). *Evidenciação na Divulgação dos Relatórios Contábil-Financeiros de Propósito Geral*. Recuperado de http://static.cpc.medialogroup.com.br/Documentos/488_OCPC_07_Orienta%C3%A7%C3%A3o.pdf
- Pagliarussi, M. S. (2009). O uso do disclosure narrativo em relatórios anuais corporativos para inferência da continuidade das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(5), 3–24.
- Pronunciamento técnico CPC-00 (R1), de 02 de dezembro de 2011. Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>
- Pronunciamento técnico CPC-04 (R1), de 04 de novembro de 2010. Ativo Intangível*. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=35>
- Pronunciamento técnico CPC-15 (R1), de 04 de agosto de 2011. Combinação de Negócios, 15*. Recuperado de http://static.cpc.medialogroup.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev 06.pdf
- Pronunciamento técnico CPC-26 (R1), de 02 de dezembro de 2011. Apresentação das Demonstrações Contábeis*. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=57>
- Pronunciamento técnico CPC-27, de 26 de junho de 2009. Apresentação das Demonstrações Contábeis*. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=58>
- Pronunciamento técnico CPC-36 (R3), de 07 de dezembro de 2012. Demonstrações Consolidadas*. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=67>

- Quinteiro, L. G. L., & Medeiros, O. R. (2005). Evidenciação Contábil e Volatilidade dos Retornos das Ações no Brasil. *EnANPAD*. Recuperado de http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2005/FIC/2005_FICA986.pdf
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 53–70.
- Sacui, V., & Szatmary, M. C. (2015). Intangible assets in business combinations. *Review of International Comparative Management*, 16(3), 385–397.
- Sapienza, S. R. (1964). Business Combinations and enterprise evaluation. *Journal of Accounting Research*, 2(1), 50–66.
- Schmidt, P., & Santos, J. L. (2002). Avaliação de ativos intangíveis. São Paulo: Atlas.
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. *Accounting Review*, 84(1), 239–270.
- Silva, D. A., & Pinheiro, L. E. T. (2015). O impacto do nível de disclosure sobre o custo de capital próprio das companhias abertas brasileiras. *Revista de contabilidade e Organizações* 9(25), 73–88.
- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *Accounting Review*, 46(1), 129-138.
- Tanure, B., & Cançado, V. L. (2005). Fusões e aquisições: Aprendendo com a experiência brasileira. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, 45(2), 10–22.
- Taplin, R., Zhao, Y., & Brown, A. (2014). Failure of auditors: The lack of compliance for business combinations in China. *Regulation and Governance*, 8(3), 310–331.
- Theodoro, R. J. (2014). *Aproveitamento tributário do ágio como pilar das reorganizações societárias* (Dissertação de mestrado). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://pergamum.fecap.br/biblioteca/imagens/000021/00002104.pdf>
- Tsalavoutas, I., Evans, L., & Smith, M. (2010). Comparison of two methods for measuring compliance with IFRS mandatory disclosure requirements. *Journal of Applied Accounting Research*, 11(3), 213–228.
- Vieira Junior, J. C., & Martins, E. (2004). A incorporação reversa com ágio gerado internamente: Consequências da elisão fiscal sobre a contabilidade. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 4. Recuperado de http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos42004/an_resumo.asp?pagina=2
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97–180.
- Wood, T., Vasconcelos, F. C., & Caldas, M. P. (2005). Fusões e Aquisições no Brasil. *RAE Executive*, 1, 165–174.

Zarzeski, M. T. (1996). Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices. *Accounting Horizons*, 10(1), 18–37.

Apêndice A - Itens obrigatórios de divulgação CPC 15

O adquirente deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliarem a natureza e os efeitos financeiros de combinação de negócios que ocorra:

- (a) durante o período de reporte corrente; ou
- (b) após o final do período de reporte, mas antes de autorizada a emissão das demonstrações contábeis.

O adquirente deve divulgar as informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliar os efeitos financeiros dos ajustes reconhecidos no período de reporte corrente pertinentes às combinações de negócios que ocorreram no período corrente ou em períodos anteriores.

B64. Para cumprir os objetivos do item 59, o adquirente deve divulgar as informações a seguir para cada combinação de negócios que ocorrer ao longo do período de reporte:

- (a) nome e descrição da adquirida;
- (b) data da aquisição;
- (c) percentual do capital votante adquirido, bem como o percentual da participação total adquirida;
- (d) principais motivos da combinação de negócios e descrição de como o controle da adquirida foi obtido pelo adquirente;
- (e) descrição qualitativa dos fatores que compõem o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) reconhecido, tais como sinergias esperadas pela combinação das operações da adquirida com as do adquirente, ativos intangíveis que não se qualificam para reconhecimento em separado ou outros fatores;
- (f) valor justo, na data da aquisição, da contraprestação total transferida, bem como o valor justo, na data da aquisição, dos tipos mais relevantes de contraprestação, tais como:
 - (i) caixa;
 - (ii) outros ativos tangíveis ou intangíveis, inclusive um negócio ou uma controlada do adquirente;
 - (iii) passivos incorridos, como, por exemplo, passivo por contraprestação contingente; e
 - (iv) participações societárias do adquirente, inclusive o número de ações ou instrumentos emitidos ou que se pode emitir, e o método adotado na determinação do valor justo dessas ações ou instrumentos;

- (iv) participações societárias do adquirente, inclusive o número de ações ou instrumentos emitidos ou que se pode emitir, e o método adotado na mensuração do valor justo dessas ações ou instrumentos; (Alterado pela Revisão CPC 03)
- (g) para os acordos para contraprestação contingente e para os ativos de indenização:
 - (i) valor reconhecido na data da aquisição;
 - (ii) descrição do acordo e das bases para determinação do valor do pagamento; e
 - (iii) estimativa da faixa de valores dos resultados (não descontados) ou, caso a faixa de valores não possa ser estimada, a indicação desse fato e as razões pelas quais não foi possível estimá-la. Quando não houver um valor máximo determinado para o pagamento (ou seja, não há limite de valor estabelecido), tal fato deve ser divulgado pelo adquirente;
- (h) para os recebíveis adquiridos:
 - (i) valor justo dos recebíveis;
 - (ii) valor contratual bruto dos recebíveis; e
 - (iii) a melhor estimativa, na data da aquisição, dos fluxos de caixa contratuais para os quais se tem a expectativa de perdas por não realização.

As divulgações devem ser procedidas para as principais classes de recebíveis, tais como empréstimos, arrendamentos mercantis financeiros diretos e quaisquer outras classes de recebíveis.

- (i) montantes reconhecidos, na data da aquisição, para cada uma das principais classes de ativos adquiridos e passivos assumidos;
- (j) para cada passivo contingente reconhecido de acordo com o item 23, a informação exigida pelo item 85 do Pronunciamento Técnico CPC 25 - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes. Quando um passivo contingente não tiver sido reconhecido porque não foi possível determinar o seu valor justo com confiabilidade, o adquirente deve divulgar:
- (j) para cada passivo contingente reconhecido de acordo com o item 23, a informação exigida pelo item 85 do Pronunciamento Técnico CPC 25 - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes. Quando um passivo contingente não tiver sido reconhecido porque não foi possível mensurar o seu valor justo com confiabilidade, o adquirente deve divulgar: (Alterada pela Revisão CPC 03)
 - (i) a informação exigida pelo item 86 do Pronunciamento Técnico CPC 25 - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes; e
 - (ii) as razões pelas quais o passivo não pôde ser mensurado com confiabilidade.
- (k) o valor total do ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) que se espera que

seja dedutível para fins fiscais;

- (l) para as operações reconhecidas separadamente da aquisição de ativos e da assunção de passivos na combinação de negócio, de acordo com o item 51:
 - (i) descrição de cada operação;
 - (ii) a forma como o adquirente contabilizou cada operação;
 - (iii) o valor reconhecido para cada operação e a linha do item das demonstrações contábeis em que estiver reconhecido (para cada operação); e
 - (iv) o método utilizado para determinar o valor dessa liquidação, caso a operação seja uma liquidação efetiva de relacionamento preexistente;
- (m) a divulgação das operações reconhecidas separadamente, exigida pela alínea (l), deve incluir o valor dos custos de aquisição relacionados e, separadamente, o valor da parte desses custos que foi reconhecida como despesa, bem como a linha do item (ou dos itens) da demonstração do resultado em que tais despesas foram reconhecidas. Devem ser divulgados, também, o valor de quaisquer custos de emissão de títulos não reconhecidos como despesa e a informação de como foram reconhecidos;
- (n) no caso de compra vantajosa (ver itens 34 a 36):
 - (i) o valor do ganho reconhecido de acordo com o item 34 e a linha do item da demonstração do resultado em que o ganho foi reconhecido; e
 - (ii) a descrição das razões pelas quais a operação resultou em ganho;
- (o) para cada combinação de negócios em que o adquirente, na data da aquisição, possuir menos do que 100% de participação societária da adquirida:
 - (i) o valor da participação de não controladores na adquirida, reconhecido na data da aquisição e as bases de mensuração desse valor; e
 - (ii) para cada participação de não controladores na adquirida mensurada ao valor justo, as técnicas de avaliação e os principais dados de entrada dos modelos utilizados na determinação desse valor justo;
 - (ii) para cada participação de não controladores na adquirida mensurada ao valor justo, as técnicas de avaliação e as informações significativas utilizadas na mensuração desse valor justo;
(Alterado pela Revisão CPC 03)
- (p) em combinação alcançada em estágios:
 - (i) o valor justo, na data da aquisição, da participação societária na adquirida que o adquirente mantinha imediatamente antes da data da aquisição; e

- (ii) o valor de qualquer ganho ou perda reconhecidos em decorrência da remensuração ao valor justo da participação do adquirente na adquirida antes da combinação de negócios (ver item 42) e a linha do item na demonstração do resultado em que esse ganho ou perda foi reconhecido;
- (q) as seguintes informações:
 - (i) os montantes das receitas e do resultado do período da adquirida a partir da data da aquisição que foram incluídos na demonstração consolidada do resultado do período de reporte; e
 - (ii) as receitas e o resultado do período da entidade combinada para o período de reporte corrente, como se a data da aquisição, para todas as combinações ocorridas durante o ano, fosse o início do período de reporte anual.

Para o caso de ser impraticável a divulgação de qualquer das informações exigidas pela alínea (q), o adquirente deve divulgar esse fato e explicar por que sua divulgação é impraticável. Este Pronunciamento utiliza o termo “impraticável” com o mesmo significado utilizado no Pronunciamento Técnico CPC 23 - Políticas Contábeis, Mudança de Estimativa e Retificação de Erro.

B65. Para as combinações de negócios realizadas durante o período de reporte que individualmente são imateriais, mas que coletivamente são materiais, o adquirente pode divulgar as informações exigidas nos itens B64(e) a B64(q) de modo agregado.

B66. Quando a data da aquisição de uma combinação de negócios for posterior ao final do período de reporte, mas for anterior à data de as demonstrações contábeis estarem autorizadas para publicação, o adquirente deve divulgar as informações requeridas no item B64, a menos que a contabilização inicial da combinação estiver incompleta no momento em que as demonstrações contábeis forem autorizadas para publicação. Nessa situação, o adquirente deve descrever quais divulgações não puderam ser feitas e as respectivas razões para tal.

B67. Para cumprir os objetivos do item 61, o adquirente deve divulgar as informações a seguir para cada combinação de negócios material, ou de modo agregado para aquelas combinações de negócios individualmente imateriais porém coletivamente materiais:

- (a) quando a contabilização inicial de uma combinação de negócios estiver incompleta (ver item 45) e, conseqüentemente, determinados ativos, passivos, participação de não controladores ou

itens da contraprestação transferida, bem como os respectivos montantes reconhecidos nas demonstrações contábeis para a combinação, tiverem sido determinados apenas provisoriamente, deve ser divulgado o que segue:

- (i) as razões para o porquê de a contabilização inicial da combinação de negócios estar incompleta;
 - (ii) os ativos, os passivos, as participações societárias ou os itens da contraprestação transferida para os quais a contabilização inicial está incompleta; e
 - (iii) a natureza e o montante de qualquer ajuste no período de mensuração reconhecido durante o período de reporte, de acordo com o disposto no item 49;
- (b) para cada período de reporte após a data da aquisição e até que a entidade receba, venda ou, de outra forma, venha a perder o direito sobre ativo proveniente de contraprestação contingente, ou até que a entidade liquide passivo proveniente de contraprestação contingente, ou que esse passivo seja cancelado ou expirado, o adquirente deve divulgar:
- (i) quaisquer mudanças nos valores reconhecidos, inclusive quaisquer diferenças que surgirem na sua liquidação;
 - (ii) quaisquer mudanças na faixa de valores dos resultados (não descontados) e as razões para tais mudanças; e
 - (iii) as técnicas de avaliação e os principais dados de entrada do modelo utilizado para mensurar a contraprestação contingente;
- (c) para os passivos contingentes reconhecidos em uma combinação de negócios, o adquirente deve divulgar, para cada classe de provisão, as informações exigidas nos itens 84 e 85 do Pronunciamento Técnico CPC 25 – Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes;
- (d) a conciliação do valor contábil do ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) ao início e ao fim do período de reporte, mostrando separadamente:
- (i) o valor bruto e o valor das perdas acumuladas por redução ao valor recuperável, ambos no início do período de reporte;
 - (ii) o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) adicional, reconhecido durante o período, exceto o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) incluído em grupo destinado à alienação que, na aquisição, atendeu aos critérios para ser classificado como

mantido para venda de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada;

- (iii) os ajustes decorrentes do reconhecimento subsequente de ativos fiscais diferidos sobre o lucro durante o período de reporte, de acordo com o disposto no item 67;
 - (iv) o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) incluído em grupo destinado à alienação que foi classificado como mantido para venda de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada, bem como o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) desreconhecido (baixado) durante o período de reporte que não foi previamente incluído em grupo classificado como mantido para venda;
 - (v) as perdas por redução ao valor recuperável reconhecidas durante o período de reporte, de acordo com o disposto no Pronunciamento Técnico CPC 01 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos (o qual exige divulgação adicional de informações sobre o valor recuperável e sobre o teste ao valor recuperável do ágio por expectativa de rentabilidade futura – goodwill);
 - (vi) as diferenças líquidas de taxas de câmbio que ocorreram durante o período de reporte, de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 02 - Efeitos das Mudanças nas Taxas de Câmbio e Conversão de Demonstrações Contábeis;
 - (vii) qualquer outra mudança no valor contábil que tenha ocorrido durante o período de reporte; e
 - (viii) o valor bruto e o valor das perdas acumuladas por redução ao valor recuperável, ambos no final do período de reporte;
- (e) o valor e uma explicação de qualquer ganho ou perda reconhecido no período de reporte corrente e que (considerar ambos):
- (i) sejam relativos aos ativos identificáveis adquiridos ou aos passivos assumidos em uma combinação de negócios realizada no período de reporte corrente ou anterior; e
 - (ii) sejam de tal natureza e magnitude ou incidência que tornem sua divulgação relevante para o entendimento das demonstrações contábeis da entidade combinada.

Apêndice B - Categorias e subcategoria considerada e não considerada

Categoria	Subcategoria	Considerada / Não considerada
Informações gerais	Nome da adquirida	Considerada
	Descrição da adquirida	Considerada
	Data da aquisição	Considerada
	Percentual do capital votante adquirido	Não considerada
	Percentual do capital total adquirido	Considerada
	Se a aquisição não foi de 100% do capital votante a adquirida, reconheceu o valor da participação dos não-controladores	Não considerada
	Se a aquisição não foi de 100% do capital votante a adquirida, informou as bases para mensuração da participação de não controladores	Não considerada
	Se a mensuração da participação de não-controladores foi mensurada a valor justo, informou a técnica de avaliação e os principais dados de entrada do model	Não considerada
	Principais motivos para a combinação de negócios	Considerada
	Descrição de como o controle foi adquirido	Considerada
	Valor justo da contraprestação total transferida	Considerada
	Valor justo da contraprestação transferida e principais classes de contraprestação	Considerada
	Informações sobre alocação	Valor contábil das principais classes de ativos adquiridos
Valor justo reconhecido das principais classes de ativos adquiridos		Considerada
valor contábil das principais classes de passivos assumidos		Considerada
valor justo das principais classes de passivos assumidos		Considerada
valor contratual dos recebíveis adquiridos		Não considerada
valor justo dos recebíveis adquiridos		Considerada
Estimativa dos fluxos de caixa contratuais dos recebíveis para os quais se tem a expectativa de perdas por não realização.		Não considerada
Informações sobre acordos de contraprestação contingente	prestação contingente reconhecida na data de aquisição	Não considerada
	descrição do acordo de prestação contingente	Não considerada
	bases para determinação do valor do pagamento	Não considerada
	estimativa da faixa de valores do resultado	Não considerada
Informações sobre passivos contingentes	descreveu a natureza do passivo contingente reconhecido na combinação de negócios	Não considerada
	descreveu o cronograma esperado de qualquer saída de benefício econômico resultante	Não considerada
	divulgou incertezas sobre o valor ou cronograma dessas saídas	Não considerada
	Divulgou estimativas do seu efeito financeiro	Não considerada
	Divulgou a possibilidade de receber reembolso	Não considerada
Informações sobre Goodwill	Descreveu os fatores qualitativos que compõem o goodwill (ágio por rentabilidade futura)	Considerada
	Descreveu os ativos intangíveis que não foi possível reconhecer separadamente do goodwill	Não considerada

	Informou o valor do goodwill (ágio por expectativa de rentabilidade futura) que espera que seja dedutível para fins fiscais	Considerada
	Informou o valor das perdas acumuladas por impairment do goodwill no início do período	Não considerada
	Informou o valor adicional de goodwill ocorrida no período	Considerada
	Informou ajustes resultantes de reconhecimento subsequente de ativos fiscais diferidos sobre o lucro durante o período de reporte	Não considerada
	Informou o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) incluído em ativo destinado para venda que foi classificado como mantido para venda, de acordo com o CPC 31	Não considerada
	Informou o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) desreconhecido (baixado) durante o período de reporte que não havia sido incluído em grupo classificado como mantido para venda	Não considerada
	Informou perdas por impairment do ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) ocorridas no período de reporte de acordo com o CPC 01	Não considerada
	Informou o valor bruto e valor das perdas acumuladas por impairment do goodwill no final do período de reporte	Não considerada
	Divulgou o valor do ganho por compra vantajosa	Considerada
	Informou a linha da demonstração do resultado abrangente em que o ganho por compra vantajosa foi reconhecido	Não considerada
	Descreveu as razões pelas quais a operação resultou em ganho	Não considerada
Informações sobre transações reconhecidas separadamente da combinação de negócios	Divulgou a ocorrência de transação com a adquirida separada da combinação de negócios	Não considerada
	Divulgou o valor dos custos de aquisição relacionadas a essas transações separadas da combinação	Não considerada
	Divulgou a parte dos custos da operação separada da combinação que foi reconhecida como despesa e a linha do item da demonstração de resultados em que tais despesas foram reconhecidas.	Não considerada
	Divulgou como contabilizou cada operação separada	Não considerada
	Divulgou o valor reconhecido para cada operação separada e a linha do item das demonstrações em que o valor foi reconhecido	Não considerada
	Divulgou o método utilizado para determinar o valor da liquidação, caso tenha sido a liquidação de um relacionamento pré-existente	Não considerada
	Divulgou o valor de custos de emissão de títulos não reconhecidos como despesa e como foram reconhecidos	Não considerada
Informações sobre alcançada em estágios	Se a adquirente possuía participação na adquirida antes da aquisição do controle, divulgou o valor justo dessa participação anterior	Não considerada
	Se a adquirente possuía participação na adquirida antes da aquisição do controle, divulgou o valor do ganho ou perda decorrente da remensuração ao valor justo dessa participação anterior	Não considerada
	Se a adquirente possuía participação na adquirida antes da aquisição do controle, divulgou a linha da demonstração de resultado abrangente em que o ganho ou perda anterior foi reconhecida decorrente da remensuração ao valor justo dessa participação	Não considerada
Informações financeiras da empresa adquirida incluída nos demonstrativos consolidados	Divulgou os montantes de receita e do resultado da adquirida, a partir da data de aquisição que foi incluída na demonstração do resultado do período de reporte	Considerada
	Divulgou quais teriam sido as receitas e o resultado do período da adquirida caso a data de aquisição considerada fosse o início do período de reporte.	Considerada
	Justificou a não divulgação das receitas e do resultado da adquirida	Não considerada

	Justificou a não divulgação das receitas e do resultado das entidades combinadas	Não considerada
Informações de combinação de negócios cuja data de aquisição ocorreu depois do período de reporte mas antes da autorização para publicação das demonstrações financeiras	Divulgou as informações exigidas no item B64 da norma	Não considerada
	Informou que contabilização inicial estava incompleta	Considerada
	Descreveu quais divulgações não puderem ser feitas e os motivos	Considerada
Informação de alterações ocorridas no período de reporte relativos a ativos identificáveis adquiridos e passivos assumidos	Divulgou a existência de combinação de negócios, cuja contabilização inicial se encontra incompleta ao final do período de reporte, de acordo com o item 45 do CPC 15.	Não considerada
	Informou quais elementos do ativo, passivo, participações societárias ou itens da contraprestação transferida para os quais a contabilização inicial se encontra incompleta no final do período de reporte.	Não considerada
	Divulgou alterações nos valores contingentes (ativos e passivos) reconhecidos em combinação de negócios, ocorridas no período corrente.	Não considerada
	Divulgou as informações exigidas nos itens 84 e 85 do Pronunciamento CPC 25 - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes para os passivos contingentes reconhecidos em combinação de negócios.	Não considerada
	Reconheceu alterações na contabilização inicial em ativos adquiridos e/ou passivos assumidos dentro do período de mensuração, ocorridas no período de reporte.	Não considerada
	Reconheceu alterações no goodwill (ágio por rentabilidade futura) inicialmente apurado, dentro do período de mensuração, face a alterações nos valores inicialmente contabilizados dos ativos adquiridos e passivos assumidos.	Não considerada
	Reconheceu ganho (ou perda) relativos a ativos identificáveis adquiridos ou passivos assumidos em combinação de negócios.	Não considerada

Apêndice C - Índices de Combinação de Negócios – INDCOMBADPT

Empresa	INDCOMBADPT	Informações gerais
Ambev SA	0,04762	0,12500
B2W Companhia Global do Varejo	0,36842	0,62500
Banco Bradesco SA	0,21053	0,50000
Bardella SA Indústrias Mecânicas	0,26316	0,37500
BRF - Brasil Foods SA	0,36842	0,62500
Cia. Energética de Minas Gerais	0,44737	0,68750
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	0,80952	1,00000
Drogasil SA	0,61905	0,75000
Duratex SA	0,70000	0,75000
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA	0,47368	0,37500
EDP - Energias do Brasil SA	0,36842	0,75000
Estacio Participações SA	0,70000	1,00000
GAEC Educacao SA	0,26316	0,37500
Itaú Unibanco Holding SA	0,31579	0,75000
JBS SA	4,00000	0,25000
JSL SA	0,26316	0,62500
Kroton Educacional SA	0,21053	0,50000
Linx SA	0,57895	0,87500
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	0,15789	0,37500
Minerva SA	0,47619	0,75000
Profarma	0,36842	0,75000
Quality Software SA	0,26316	0,50000
Senior Solution SA	0,52632	0,75000
Ser Educacional SA	0,36842	0,50000
Somos Educacao SA	0,58772	0,75000
Totvs SA	0,45614	0,54167
Valid Soluções	0,72632	0,72500
Weg SA	0,22807	0,29167

Apêndice C - Índices de Combinação de Negócios – INDCOMBADPT (Continuação)

Empresa	Informações sobre alocação	Informações sobre Goodwill
Ambev SA	0,00000	0,00000
B2W Companhia Global do Varejo	0,00000	0,66667
Banco Bradesco SA	0,00000	0,00000
Bardella SA Indústrias Mecânicas	0,00000	0,33333
BRF - Brasil Foods SA	0,00000	0,00000
Cia. Energética de Minas Gerais	0,50000	0,00000
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	1,00000	0,50000
Drogasil SA	0,60000	0,50000
Duratex SA	1,00000	0,33333
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA	0,50000	0,66667
EDP - Energias do Brasil SA	0,00000	0,33333
Estacio Participações SA	0,60000	1,00000
GAEC Educacao SA	0,00000	0,00000
Itaú Unibanco Holding SA	0,00000	0,00000
JBS SA	0,50000	0,00000
JSL SA	0,00000	0,00000
Kroton Educacional SA	0,00000	0,00000
Linx SA	0,00000	0,66667
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	0,00000	0,00000
Minerva SA	0,60000	0,25000
Profarma	0,00000	0,33333
Quality Software SA	0,00000	0,00000
Senior Solution SA	1,00000	0,00000
Ser Educacional SA	0,00000	0,00000
Somos Educacao SA	0,66667	0,33333
Totvs SA	0,50000	0,44444
Valid Soluções	1,00000	0,66667
Weg SA	0,00000	0,33333

Apêndice C - Índices de Combinação de Negócios – INDCOMBADPT (Continuação)

Empresa	Informações financeiras	data de aquisição depois do período de reporte
Ambev SA	0,00000	0,00000
B2W Companhia Global do Varejo	0,00000	0,00000
Banco Bradesco SA	0,00000	0,00000
Bardella SA Indústrias Mecânicas	0,50000	0,00000
BRF - Brasil Foods SA	0,00000	1,00000
Cia. Energética de Minas Gerais	0,00000	0,50000
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	1,00000	0,00000
Drogasil SA	1,00000	0,00000
Duratex SA	0,50000	0,50000
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA	1,00000	0,00000
EDP - Energias do Brasil SA	0,00000	0,00000
Estacio Participações SA	0,00000	0,00000
GAEC Educacao SA	0,00000	1,00000
Itaú Unibanco Holding SA	0,00000	0,00000
JBS SA	0,50000	0,00000
JSL SA	0,00000	0,00000
Kroton Educacional SA	0,00000	0,00000
Linx SA	1,00000	0,00000
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	0,00000	0,00000
Minerva SA	0,00000	0,00000
Profarma	0,00000	0,00000
Quality Software SA	0,50000	0,00000
Senior Solution SA	0,00000	0,00000
Ser Educacional SA	0,50000	1,00000
Somos Educacao SA	0,08333	0,66667
Totvs SA	0,50000	0,00000
Valid Soluções	1,00000	0,00000
Weg SA	0,50000	0,00000

Apêndice D - Informações sobre as variáveis

Empresa	Receita líquida	Ativo Total	Variável Porte
Ambev SA	46.720,14	90.176,23	0,52
B2W Companhia Global do Varejo	9.013,78	9.948,40	0,91
Banco Bradesco SA	220.398,41	1.026.703,00	0,21
Bardella SA Indústrias Mecânicas	446,43	837,89	0,53
BRF - Brasil Foods SA	32.196,60	40.388,01	0,80
Cia. Energética de Minas Gerais	21.292,21	40.879,96	0,52
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	881,88	2.847,91	0,31
Drogasil SA	8.897,85	4.699,20	1,89
Duratex SA	3.963,21	9.008,06	0,44
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA	2.900,71	7.860,98	0,37
EDP - Energias do Brasil SA	10.107,96	18.412,34	0,55
Estacio Participações SA	2.939,42	4.360,08	0,67
GAEC Educacao SA	856,62	1.175,78	0,73
Itaú Unibanco Holding SA	108.717,00	1.276.415,00	0,09
JBS SA	162.914,53	121.752,95	1,34
JSL SA	5.989,91	8.742,60	0,69
Kroton Educacional SA	5.265,06	16.638,85	0,32
Linx SA	449,18	996,09	0,45
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	204,18	378,14	0,54
Minerva SA	9.524,80	8.312,05	1,15
Profarma	3.465,14	2.282,16	1,52
Quality Software SA	63,88	42.504,00	0,00
Senior Solution SA	75,30	98,20	0,77
Ser Educacional SA	1.020,26	1.848,59	0,55
Somos Educacao SA	1.183,64	3.668,23	0,32
Totvs SA	1.908,74	2.662,08	0,72
Valid Soluções	1.637,41	2.156,24	0,76
Weg SA	9.760,32	14.261,54	0,68

Apêndice D - Informações sobre as variáveis (Continuação)

Empresa	Segmento de listagem	Setor regulado	Dispersão de Capital
Ambev SA	Tradicional	N/A	27,84%
B2W Companhia Global do Varejo	novo mercado	N/A	42,83%
Banco Bradesco SA	nível 1	BACEN	61,31%
Bardella SA Indústrias Mecânicas	Tradicional	N/A	42,83%
BRF - Brasil Foods SA	novo mercado	N/A	57,36%
Cia. Energética de Minas Gerais	nível 1	ANEEL	67,73%
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	novo mercado	N/A	31,00%
Drogasil SA	novo mercado	N/A	60,30%
Duratex SA	novo mercado	N/A	39,26%
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA	novo mercado	ANTT	35,61%
EDP - Energias do Brasil SA	novo mercado	ANEEL	48,82%
Estacio Participações SA	novo mercado	N/A	84,60%
GAEC Educacao SA	novo mercado	N/A	41,77%
Itaú Unibanco Holding SA	nível 1	BACEN	52,75%
JBS SA	novo mercado	N/A	54,35%
JSL SA	novo mercado	ANTT	25,85%
Kroton Educacional SA	novo mercado	N/A	86,34%
Linx SA	novo mercado	N/A	78,92%
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	novo mercado	N/A	43,49%
Minerva SA	novo mercado	N/A	73,68%
Profarma	novo mercado	ANS	47,85%
Quality Software SA	bovespa mais	N/A	7,30%
Senior Solution SA	bovespa mais	N/A	70,45%
Ser Educacional SA	novo mercado	N/A	28,95%
Somos Educacao SA	novo mercado	N/A	23,70%
Totvs SA	novo mercado	N/A	57,84%
Valid Soluções	novo mercado	N/A	98,41%
Weg SA	novo mercado	N/A	35,30%

Apêndice D - Informações sobre as variáveis (Continuação)

Empresa	Internacionalização	Auditada por Big four	Emitiu Títulos
Ambev SA	1	1	1
B2W Companhia Global do Varejo	1	1	0
Banco Bradesco SA	1	1	1
Bardella SA Indústrias Mecânicas	0	1	0
BRF - Brasil Foods SA	1	1	1
Cia. Energética de Minas Gerais	1	1	1
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	0	1	1
Drogasil SA	1	1	0
Duratex SA	0	1	1
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA	0	1	0
EDP - Energias do Brasil SA	0	1	0
Estacio Participações SA	1	1	1
GAEC Educacao SA	0	1	0
Itaú Unibanco Holding SA	1	1	1
JBS SA	1	0	1
JSL SA	1	1	0
Kroton Educacional SA	1	1	1
Linx SA	0	1	1
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	0	1	1
Minerva SA	1	0	1
Profarma	0	1	0
Quality Software SA	0	0	0
Senior Solution SA	0	1	0
Ser Educacional SA	0	1	0
Somos Educacao SA	0	1	0
Totvs SA	0	1	1
Valid Soluções	1	1	1
Weg SA	1	1	1

Apêndice D - Informações sobre as variáveis (Continuação)

Empresa	Desep (Q de Tobin)	Endividamento
Ambev SA	3,57	0,44183
B2W Companhia Global do Varejo	1,12	0,727983
Banco Bradesco SA	1,01	0,91145
Bardella SA Indústrias Mecânicas	0,68	0,612011
BRF - Brasil Foods SA	1,78	0,657427
Cia. Energética de Minas Gerais	0,88	0,682018
CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens SA	1,43	0,767778
Drogasil SA	2,93	0,434628
Duratex SA	0,93	0,487517
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA	1,16	0,791571
EDP - Energias do Brasil SA	1,00	0,593292
Estacio Participações SA	1,34	0,385197
GAEC Educacao SA	1,42	0,453878
Itaú Unibanco Holding SA	1,03	0,910641
JBS SA	1,06	0,759338
JSL SA	1,05	0,883344
Kroton Educacional SA	1,17	0,251169
Linx SA	2,42	0,332148
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	1,12	0,611363
Minerva SA	1,35	1,046047
Profarma	0,80	0,707318
Quality Software SA	0,64	0,721014
Senior Solution SA	1,37	0,327094
Ser Educacional SA	1,11	0,590372
Somos Educacao SA	1,72	0,745238
Totvs SA	2,44	0,53505
Valid Soluções	1,78	0,499951
Weg SA	2,27	0,568345