

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO

FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

PROGRAMA DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

BRUNO DIAS DE MELO

**EM DEFESA DOS NÃO-CONTROLADORES: GOVERNANÇA
CORPORATIVA E *DISCLOSURE* NA CRIAÇÃO DE VALOR
EM COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS**

São Paulo

2022

BRUNO DIAS DE MELO

**EM DEFESA DOS NÃO-CONTROLADORES: GOVERNANÇA
CORPORATIVA E *DISCLOSURE* NA CRIAÇÃO DE VALOR
EM COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Ciências Contábeis do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Profa. Dra. Verônica de Fátima Santana

São Paulo

2022

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

M528e Melo, Bruno Dias de
Em defesa dos não-controladores: governança corporativa e *disclosure* na criação de valor em combinações de negócios / Bruno Dias de Melo. - - São Paulo, 2022.

53 f.

Orientador: Prof^ª. Dr^ª. Verônica de Fátima Santana

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado em Ciências Contábeis.

1. Governança corporativa. 2. Balanço (Contabilidade). 3. Normas – Contabilidade. 4. Negócios – Contabilidade.

CDD: 658.046

BRUNO DIAS DE MELO

**EM DEFESA DOS NÃO-CONTROLADORES: GOVERNANÇA CORPORATIVA E
DISCLOSURE NA CRIAÇÃO DE VALOR EM COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS**

Dissertação apresentada ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Marco Aurélio dos Santos
Fundação Getúlio Vargas / Escola de Administração de Empresas de São Paulo –
FGV/EAESP

Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof.^a. Dr.^a. Verônica de Fátima Santana
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professora Orientadora – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 14 de abril de 2022.

Dedicatória

Ao Deus criador.

Assim diz o Senhor: Não se glorie o sábio na sua sabedoria, nem o forte, na sua força, nem o rico, nas suas riquezas; mas o que se gloriar, glorie-se nisto: em me conhecer e saber que eu sou o Senhor e faço misericórdia, juízo e justiça na terra; porque destas coisas me agrado, diz o Senhor.

Jeremias 9:23,24

Agradecimentos

Embora a pesquisa científica exija do pesquisador, em muitas situações, a abstenção do convívio com a família e amigos e requeira, na maior parte do tempo, a introspecção de duradouras leituras e intensa dedicação na construção do pensamento eternizado por meio da escrita, até por vezes madrugadas adentro, todo trabalho científico é uma construção social. Nada se constrói sozinho, sempre haverá enviados do céu, além dos seres celestiais, pessoas tão comuns como nós, que nos ajudam em nossa jornada nos encaminhando em nosso propósito ou, o que para alguns, é chamado de destino.

Me sinto profundamente agradecido pelas muitas pessoas as quais posso chamar de amigos, que contribuíram em todo o meu processo de mestrado. Em especial à minha orientadora Prof^ª. Dr^ª. Verônica Santana que, não há dúvidas, sem suas riquíssimas contribuições, orientações e apoio irrestrito eu não obteria êxito nessa empreitada. Aos Profs. Dr. Vinicius Brunassi e Dr. Marco Aurelio, membros da banca que empenharam esforços e dedicaram seu precioso tempo para contribuir com o melhoramento desta dissertação. Não esquecendo de cada um dos professores do programa de mestrado da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP que muito contribuíram com conhecimento e ensinamentos a mim, somados a todos os colaboradores dessa instituição que carinhosamente tenho como parte fundamental da minha trajetória de vida, ainda de tempos passados.

Aos amigos que conquistei ao decorrer do mestrado, em especial ao Alan Bravo, Natália Fontenele e Alan Carvalho que muito contribuíram com suas inteligências, partilhando conhecimento e esforços conjuntos em todo o árduo tempo deste mestrado.

Em último, mas não menos importante, à minha família, aos meus pais Elias Augusto De Melo e Marcia Dias De Melo que de tal maneira, em muito, dedicaram de suas vidas, com tanto empenho e sacrifícios, para que eu me tornasse aquilo que hoje sou, e pudesse seguir em busca de me tornar um ser humano melhor em todos os aspectos. Agradeço aos meus irmãos e muitos sobrinhos que me acalentam com seu carinho e energia. Mas principalmente à pessoa hoje, mais próxima de mim, que compartilhou essa jornada de sacrifícios e muitas renúncias, minha querida e amada esposa Jacqueline De Oliveira Melo. Sei que as muitas abdições ao longo desse tempo, serviram para forjar nosso amor e companheirismo, sou imensamente grato por tê-la em minha vida. Nada daquilo que alcancei seria possível sem o teu terno amor e alma benevolente, grato sou a Deus, por você ser meu cobertor quente.

Resumo

Melo, B. D. de (2022). *Em defesa dos Não-Controladores: Governança corporativa e disclosure na criação de valor em combinações de negócios*. (Dissertação de Mestrado). Centro Universitário Álvares Penteado, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, SP, Brasil.

A pesquisa analisa a relação entre a melhora na qualidade e *disclosure* das informações contábeis e a adoção de medidas de governança corporativa com a criação de valor em combinações de negócios no mercado brasileiro. A melhora na qualidade e *disclosure* das informações contábeis é analisada pela adoção do CPC 15 (R1) – Combinação de Negócios (CPC), enquanto a governança corporativa é avaliada pela adoção de medidas protecionistas a acionistas não controladores, oriundas da adoção de cláusulas de *tag along* em 100% das ações (TAG), conselho de administração composto em ao menos 20% de membros independentes e ou externos (CIE) e o emprego de conselho fiscal (COF). Além disso, foi analisado também o pacote de medidas trazido com a listagem no Novo Mercado (NM). Espera-se que estas medidas mitiguem os efeitos de assimetria informacional e problemas de agência, os quais são desfavoráveis a investidores *outsiders* ou não controladores em comparação a *insiders* ou controladores. Para tanto, é realizado um estudo de evento para a análise do *Cumulative Abnormal Returns* (CAR) em janela de curto prazo, assim como a análise do *Market-To-Book* em janela de longo prazo (um ano), buscando examinar a criação de valor nas operações. A relação entre o CAR e o MTB com as variáveis de governança foi analisada através da estimação de regressões lineares com efeitos fixos de empresa e de ano. Primeiramente, os resultados mostram uma mudança de paradigma da literatura pregressa, de destruição de valor para criação de valor em combinações de negócio. Além disso, na análise de curto prazo do CAR, foi identificado que empresas de maior porte criam menos valor nas combinações de negócios e, quando analisado em interação com o porte, foi constatado que a adoção do CPC contribuiu com a criação de valor de curto prazo, mas o efeito é menor para as empresas maiores. Na análise de longo prazo, foi encontrado que o CIE está relacionado com a geração de valor de longo prazo, mas seu efeito também é menor para empresas adquirentes de maior porte. Finalmente, não foi observada significância estatística nas demais variáveis de interesse. A pesquisa discorre sobre aspectos de evolução no mercado brasileiro, com respeito à sua eficiência e similaridades com mercados maduros como o americano. Os resultados demonstram que as informações de combinação de negócios foram incorporadas tempestivamente ao valor das ações, indicando que o mercado pátrio se encontra no espectro de eficiência-semiforte, sinalizando que as mudanças na qualidade e *disclosure* das informações contábeis, somadas às correntes mudanças na governança corporativa colocam o mercado brasileiro em rota de convergência com mercados desenvolvidos.

Palavras-chave: Combinação de Negócios. Governança Corporativa. *Disclosure*. Criação de Valor. CPC 15.

Abstract

Melo, B. D. de (2022). *In defense of the Non-Controlling: Corporate governance and disclosure in the creation of value in business combinations*. (Dissertação de Mestrado). Centro Universitário Álvares Penteadó, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteadó - FECAP, São Paulo, SP, Brasil.

This research explores the relationship between improving the quality and *disclosure* of accounting information and the adoption of corporate governance measures with the creation of value in business combinations in the Brazilian market. The quality improvement and *disclosure* of accounting information is analyzed by the adoption of CPC 15 (R1) - Business Combination (CPC), while corporate governance is evaluated by the adoption of protection measures for non-controlling shareholders arising from the adoption of Tag Along clauses in 100% of the shares (TAG), a board of directors composed of at least 20% of independent and or external members (CIE), and the use of a fiscal council (COF). Besides, I also analyzed the effect of being listed in the *Novo Mercado* (NM) segment. I expect these measures to mitigate information asymmetry and agency problems, which are unfavorable to *outsider* or non-controlling investors compared to *insiders* or controlling investors. For that, we perform an event study analysis estimating the Cumulative Abnormal Returns (CAR) in a short-term window, as well as the analysis of the Market-To-Book (MTB) index in a longer-term window (one year), seeking to examine the creation of value in operations. We estimate the relationship between CAR and MTB with the corporate governance measures via linear regressions including firm and year fixed effects. First, the results show a paradigm shift from the previous literature, from value destruction to value creation in business combinations. Besides, the short-term analysis shows larger firms create less value and, when interacted with firm's size, the adoption of CPC 15 is associated with more value creation, and this effect is smaller for larger firms. In the long-term analysis, we found CIE is related to value creation in business combinations, but its effect is also smaller for larger firms. Finally, I found no statistical significant effect for the other corporate governance variables. The research discusses the evolution aspects of the Brazilian market with respect to its efficiency and its similarities with more mature markets, such as the American one. The results demonstrate that the information on business combination was timely incorporated into the share prices, indicating that the home market is in the semi-strong efficiency spectrum, signaling that the changes in the quality and *disclosure* of accounting information, added to the current changes in corporate governance, putting the Brazilian market on a path of convergence with developed markets.

Keywords: Business Combinations. Corporate Governance. Disclosure. Value Creation. CPC 15.

Lista de Figuras

Figura 1: Linha de tempo para estudos de eventos	28
Figura 2: Distribuição setorial e temporal da amostra	34
Figura 3: Distribuição por valor e ano da amostra	35
Figura 4: Dispersão estatística modelo de regressão CAR	36
Figura 5: CAR ao redor do anúncio de CN	37
Figura 6: CAR ao redor do anúncio de CN em janela de dez dias.....	38
Figura 7: CAR ao redor do anúncio de CN por setor.....	39
Figura 8: CAR ao redor do anúncio de CN para adoção do CPC 15 (R1).....	41
Figura 9: CAR ao redor do anúncio de CN para adoção das práticas de Governança Corporativa	43
Figura 10: Dispersão estatística dos dados de MTB	47

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Variáveis explicativas.....	30
Tabela 2 - Distribuição setorial e anual da amostra.....	33
Tabela 3 - Classificação transação REFINITIV	33
Tabela 4 - Estatística descritiva CAR.....	36
Tabela 5 - Estatística descritiva regressão CAR em janela de dez dias.....	40
Tabela 6 - Distribuição da amostra para variáveis explicativas	40
Tabela 7 - Estatística descritiva modelos de regressão.....	43
Tabela 8 - Modelo de regressão – CAR	45
Tabela 9 - Estatística descritiva MTB	46
Tabela 10 - Modelo de regressão – MTB_1ano	48
Tabela 11 - Resumo dos resultados das variáveis do estudo	49

Lista de Abreviaturas e Siglas

B3	Brasil Bolsa Balcão – Bolsa de valores oficial do Brasil
BLUE	<i>Best Linear Unbiased Estimator</i>
CAR	<i>Cumulative abnormal returns</i>
CIE	Conselho de Administração composto com 20% independentes/externos
CN	Combinação de Negócios
COF	Conselho Fiscal em atividade na companhia
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
ERC	<i>Earnings Response Coeficiente</i>
F&A	Fusões e Aquisições
FEA/USP	Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo
FECAP	Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado
FRE	Formulário de Referência
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
LN	Logaritmo Natural
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i>
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MTB	<i>Market-to-Book</i>
NICS	<i>The North American Industry Classification System</i>
NM	Novo Mercado
ON	Ações Ordinárias
PN	Ações preferenciais
ROA	<i>Return On Assets</i>
SA	Sociedade Anônima
TAG	<i>Tag Along</i> em 100% das ações do capital social da companhia
USD	<i>United States Dollar</i>

Sumário

1	Introdução	11
1.1	Contexto.....	11
1.2	Situação problema e questão de pesquisa	13
1.3	Objetivos.....	15
1.4	Hipóteses.....	16
1.5	Justificativas e contribuições	17
2	Fundamentação Teórica.....	19
2.1	Contabilidade e <i>Disclosure</i>.....	19
2.2	Teoria da agência e governança corporativa	21
2.3	Combinação de negócios e criação de valor	24
3	Metodologia	27
3.1	Campo de pesquisa	27
3.2	Métodos, técnicas e procedimentos para coleta de dados	27
4	Resultados e Discursão	32
5	Conclusão	50
	Referências	54

1 Introdução

1.1 Contexto

Combinações de negócios têm sido um importante veículo para companhias que visam crescimento, longevidade e melhores retornos por se tratar de operações que podem alcançar objetivos que doutra forma seriam mais demorados ou dificilmente alcançados. Com isso, observa-se um movimento constante e crescente no mercado de empresas em busca de combinações de negócios, embora este movimento não seja tão recente quanto pareça (M. A. Camargos & E. S. Coutinho, 2008). Nas últimas décadas essas operações têm se destacado nas agendas econômicas das mais distintas empresas por diversos fatores com cunho estratégico (Motta, Oliveira, Cavazotte, Pinto, & Klotzle, 2013).

Crescimento, perpetuidade e melhores resultados são objetivos traçados pelas empresas, que podem ser alcançados por meio de diversas estratégias que necessitam estar alinhadas a fatores endêmicos destas companhias. Estratégias de combinações de negócios podem resultar em abruptos retornos, crescimento e perenidade nas empresas que se valem destas operações, como evidenciam Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2008). Estas operações também são um forte elemento de sobrevivência das empresas frente à globalização e visceral concorrência vista na economia atual.

As combinações de negócios são capitaneadas por diferentes táticas, seja de forma ofensiva ou defensiva. São exemplos de estratégia ofensiva: a) penetração em novos mercados; b) crescimento de *Market Share*; c) alavancagem da capacidade de inovação; d) aquisição de tecnologias disruptivas, dentre outros. Exemplos de postura defensiva são: a) eliminar concorrência; b) buscar sinergias operacionais; c) diversificação geográfica, dentre outros fatores (M. A. Camargos & F. V. Barbosa, 2009; M. A. Camargos & E. S. Coutinho, 2008; Motta et al., 2013). Nurnberg e Sweeney (1998) relatam que em períodos de aquecimento econômico ocorre uma crescente demanda por combinações de negócios. Porém, não são estratégias somente em momento de confiança, sendo ainda uma importante tática em período de crises (Shen, Chen, Hsu, & Lin, 2020), a exemplo do período vivido com a crise instaurada pela COVID-19.

Segundo Santi (2020), as expectativas para combinações de negócios eram gigantescas no período pré-COVID-19, haja vista as combinações de negócios estarem em forte ascendência tendo países emergentes como mercados promissores para investimentos. Contudo a crise instalada pela primeira pandemia global do século XXI criou um ambiente de negócios

com muitas incertezas, sobretudo em países emergentes, ao mesmo tempo que concebeu grandes oportunidades de combinações de negócios com atraentes descontos.

Naturalmente, combinações de negócios são relevantes no mercado também pelas relevantes cifras financeiras que as operações movimentam anualmente (Bommaraju, Ahearne, Hall, Tirunillai, & Lam, 2018). Segundo a PWC (2020), somente no mercado brasileiro no ano de 2019 foram anunciadas 912 combinações de negócios com somente 45,6% delas divulgando valores ao mercado. Mesmo com a baixa divulgação, estas operações somaram a cifra de USD 63,8 bilhões, sendo o maior volume histórico já registrado.

Apesar das vantagens, as combinações de negócios são acompanhadas por ampla complexidade, desde as estruturas jurídicas, arranjos contábeis, normas e todo risco que envolve a operação em si. A Lei n. 6.404 (1976), conhecida como Lei das SA, delinea o assunto tratando de incorporações, fusões e cisões. Todavia, os termos mais empregados no mercado são Fusões e Aquisições (F&A) derivado do inglês *Mergers and Acquisitions* (M&A) (Vieira, Brito, Santana, Sanches, & Galdamez, 2017).

Do ponto de vista contábil, o fator determinante para uma combinação de negócios abarcado pela *International Financial Reporting Standards* (IFRS) 03 – *Business Combinations* e sua representação brasileira, Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 15 - R1 (2011) – Combinações de Negócios, somente são operações que produzam a troca de controle de ativos que constituam negócio em si entre grupos econômicos distintos. Desta forma uma combinação de negócios se caracteriza apenas ao satisfazer tal característica. Ainda, as normas contábeis determinam “critérios de reconhecimento e divulgação além de outros fatores determinantes” para fusões, incorporações, aquisições e cisões, os denominando como combinação de negócios (Florio, Lionzo, & Corbella, 2018). Neste trabalho é adotado o termo combinação de negócios (CN) em sentido stricto sob os aspectos da norma contábil independente da estrutura jurídica adotada na transação, portanto a base amostral também leva por pressupostos a aquisição de controle da empresa alvo ou investida.

Além destes aspectos apresentados, outros fatores potencializam em complexidade as operações de combinação de negócios podendo impactar funcionários, investidores e sociedade (M. A. Camargos & E. S. Coutinho, 2008; Florio et al., 2018; Motta et al., 2013). Naturalmente uma combinação de negócios se origina da intenção de gerar valor aos *stakeholders* por meio de “sinergias”. Contudo, não existe garantia alguma que haverá geração de valor na operação, seja em perspectiva de curto ou longo prazo. Conforme relatado por Moeller, Schlingemann e Stulz, (2005), as pesquisas científicas que estimam os retornos anormais de ações na janela do

evento (curto prazo) de empresas americanas adquirentes em uma CN indicam que, em média, essas operações mais destroem que propriamente criam valor aos acionistas.

Embora ponderações devam ser feitas nesses dados, um dos fatores que pode explicar esse fenômeno emana dos problemas de agência (Teoria da Agência). Nesse mesmo estudo de Moeller, Schlingemann e Stulz (2005), os autores descreveram que em determinado período (1990-1997) os acionistas obtiveram retornos acumulados positivos, ou seja, houve criação de valor. Porém no agregado dos anos anteriores e principalmente dos anos subsequentes todo o valor criado foi absorvido por operações que destruíram valor, explicado principalmente por CN de grandes companhias. Esta dicotomia faz efervescer a maior incerteza em combinações de negócios, a criação ou destruição de valor aos acionistas.

1.2 Situação problema e questão de pesquisa

Embora o objetivo seminal em combinações de negócios seja a criação de valor aos acionistas, nenhum resultado positivo é dado por certo, restando aos usuários externos das demonstrações financeiras, a incerteza quanto aos resultados obtidos das CN. Portanto, existe uma disparidade entre as decisões de investimento em CN e a criação de valor aos acionistas, advindo de todos os riscos e complexidades geradas em torno de CN, seja em aspectos jurídicos, econômicos, contábeis, sociais e interacionais.

Harris (2002) discorre que estudos diversos apontam que mais de 50% das operações acabam em destruir valor dos acionistas, Moeller et al. (2005), apoiam descrevendo que entre os anos de 1980 e 2001, em média, as adquirentes destruíram valor aos acionistas. Além disso, os poucos estudos brasileiros apresentam resultados ambíguos destas operações e limitam-se a evidenciar a geração de valor das operações realizadas, conforme relatado na revisão de literatura realizada por M. A. Camargos e M. C. S. Camargos, (2015), os autores também acrescentam que CN têm um arcabouço teórico em construção e os resultados controversos das pesquisas acadêmicas culminam em maior complexidade para se explorar o tema e que poucos se aventuram nesta seara.

Esta incerteza é marcada pela assimetria da informação que pende oportunamente aos controladores (*insiders*) das companhias, enquanto os investidores não controladores (*outsiders*) situam-se em posição desprivilegiada (Scott, 2015). O futuro nebuloso dessas operações aumenta a necessidade de transparência e informações fidedignas do real resultado delas, seja no curto ou longo prazo. As normas contábeis, IFRS 3 (2010) e CPC 15 - R1(2011) visam mitigar os riscos da desinformação por parte dos investidores externos, pois normatizam

a obrigatoriedade de divulgação de diversos aspectos das operações realizadas. Contudo, o que se tem observado é um baixo nível de divulgação podendo impactar negativamente o *value relevance* das informações contábeis (Nakayama & Salotti, 2013).

No Brasil, os escassos estudos acadêmicos no tema buscam evidenciar e determinar os aspectos que podem impactar na criação ou destruição de valor aos acionistas valendo-se de modelos econométricos, valoração das ações negociadas em bolsa de valores e medidas de análise financeira (M. A. Camargos & M. C. S., 2015). Com isso, pode-se entender o fundamental papel exercido pela contabilidade, sendo a principal fonte de informações, antes, durante e após as combinações de negócios para evidenciar o valor criado ou não nas operações.

O flerte entre criação e destruição de valor, oriundo dos diversos fatores que incentivam boas e más decisões de investimentos, expõe a fragilidade dos usuários externos frente a essas operações. Alexandridis, Antypas e Travlos (2017) encontraram evidências que resultaram em melhores decisões de CN advindas de práticas de governança corporativa adotadas a partir de 2010 em empresas dos Estados Unidos (EUA), portanto, melhorando a relação entre *insiders* e *outsiders*. No âmbito brasileiro, E. Silva, E. Kayo e R. Nardi (2016) exploraram a relação entre a geração de valor e a listagem em níveis de maior governança na bolsa de valores de São Paulo (B3). Os autores encontraram evidências de que as empresas listadas no Novo Mercado (NM), nível de maior governança, alcançaram, em média, maiores retornos anormais aos investidores e, portanto, criaram valor, embora não tenham atribuído aspectos de qualidade entre as medidas de governança corporativa, atribuindo apenas *dummies* aos níveis de governança da B3.

Não obstante que haja um contraste relevante entre os mercados americano e brasileiro, impedindo atribuir os mesmos efeitos de melhor governança corporativa pós crise financeira, a qual desencadeou mudanças estruturais de governança nos EUA a partir de 2010, como evidenciado por Alexandridis et al. (2017), possivelmente, nessa forte ascensão da governança corporativa ocorrida nos últimos anos, o mercado brasileiro também tenha se beneficiado, colhendo bons frutos de maior governança e melhoramento do *disclosure*, que se deu a partir da adoção do CPC 15 - R1 (2011). Porém, pouco ainda se explorou no contexto brasileiro sobre o impacto dessa melhoria e se de fato resultou em CN que criam valor aos acionistas. Haja vista, que o mercado brasileiro possui características específicas que acentuam as assimetrias de informação devido à forte concentração de capital controlador em poucos entes.

Economias desenvolvidas como o mercado americano, possuem características apresentadas na literatura da Teoria da Agência, que são constituídas entre agentes e proprietários, culminando em maiores custos de agência, podendo destruir valor dos acionistas.

Contudo o Brasil apresenta outra característica que pode exacerbar a destruição de valor nas companhias, dado não somente pela separação entre agentes e proprietários, mas principalmente pela concentração de capital controlador, ou seja, há uma disparidade entre acionistas não controladores e os acionistas controladores que podem tomar decisões oportunistas prejudicando os não controladores ou *outsiders*.

Assim sendo, surge a questão desta pesquisa, que visa explorar a relação de adoção de medidas de governança corporativa e melhoramentos na qualidade e *disclosure* das informações contábeis com impacto positivo na criação de valor em CN em perspectivas de curto e longo prazo, no mercado brasileiro, especificamente de empresas de capital aberto com ações negociadas em bolsa de valores. Ou seja, medidas que garantem “poder” aos não-controladores e usuários externos carregam relação com CN que criam valor aos acionistas?

1.3 Objetivos

À vista dos problemas expostos, o objetivo geral da pesquisa é evidenciar se medidas de melhor *disclosure* e qualidade das informações contábeis e medidas de governança corporativa possuem relação com CN que geram resultados positivos de criação de valor, tanto no curto quanto no longo prazo, aos acionistas. Para tal, são analisados os efeitos da adoção do CPC 15 - R1 (2011) ocorrido em 2011, bem como o efeito de três medidas específicas de boas práticas de governança corporativa, a saber, cláusulas de *tag along*, a composição do conselho de administração e emprego de conselho fiscal, mais a medida tradicional de listagem no segmento do NM.

A medida de *disclosure* explorada neste estudo é a adoção obrigatória da IFRS 3 (2010) - *Business Combination*, dado pela sua representação brasileira CPC 15 - R1 (2011) - Combinações de Negócios, emitido e aprovado em 03 de junho de 2011, adoção esta que visa melhorar o *disclosure* em CN, portanto, pode guardar estreita relação com melhores decisões de CN. Por sua vez, as medidas de governança corporativa incluem, a adoção de cláusula de *tag along* no estatuto social para 100% das ações da companhia, conselho de administração entre 5 e 11 membros, com integrantes externos e ou independentes à empresa, conforme as diretrizes do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015), e a presença de um conselho fiscal permanente, além da listagem no NM.

Para atingir objetivo geral aqui proposto, a pesquisa passa pelos seguintes passos:

- a) Identificação de operações de combinação de negócios ocorridas entre os anos de 2010 e 2021, efetuadas por empresas investidoras que tenham capital aberto na bolsa de valores brasileira, B3;
- b) Coleta de informações financeiras e contábeis, de governança corporativas e cotação das ações negociadas em bolsa das companhias que tenham concluído combinações de negócios no período supramencionado;
- c) Apurar a criação ou destruição de valor de curto prazo em combinações de negócios pela aplicação de estudo de evento com vistas pelo cálculo do *cumulative abnormal returns* (CAR);
- d) Apurar a criação ou destruição de valor de longo prazo em combinações de negócios pela análise do *Market-to-Book* (MTB) um ano após o anúncio da operação de CN;
- e) Aplicação de modelo de regressão linear múltipla para analisar a relação das medidas de criação de valor de curto (CAR) e de longo prazo (MTB de um ano) com as medidas de governança corporativa e a adoção do CPC 15 - R1 (2011), para analisar se estão relacionadas com a criação ou destruição de valor nas CN no mercado brasileiro.

Conforme detalhado na próxima seção, com o atingimento dos objetivos expostos, espera-se estabelecer relação positiva entre a adoção do CPC 15 - R1 (2011) bem como das referenciadas medidas de GC com a criação de valor em combinações de negócios realizadas por empresas de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores B3, tanto no curto quanto no longo prazo.

1.4 Hipóteses

Esta seção enumera as hipóteses do estudo, explicando concisamente o racional teórico por trás de cada uma delas. O capítulo 2 traz a discussão completa da fundamentação teórica que sustenta as hipóteses da pesquisa.

As constantes mudanças ocorridas nas normas internacionais de contabilidade buscam, dentre outros fatores, melhoramentos na qualidade das informações contábeis e *disclosure* das companhias para o mercado em geral. Usuários externos, não controladores e ou minoritários (*outsiders*) situam-se em posição desfavorável com respeito às informações financeiras das companhias, dado pela assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*. A adoção do CPC 15 - R1 (2011) ocorrida em 2011 vem com o fim de mitigar vieses e gerenciamento das informações contábeis em torno de CN, melhorando o *disclosure*. Com isso, *outsiders*, podem

obter melhores informações para tomada de decisão em investimentos, dado que empresas com melhor *disclosure* serão mais valorizadas pelo mercado criando valor para seus investidores. Dessa forma, se estabelecem as primeiras hipóteses do estudo:

Hipótese 1A: Existe relação positiva entre a adoção do CPC 15 (R1) com a criação de valor de curto prazo nas CN; e

Hipótese 1B: Existe relação positiva entre a adoção do CPC 15 (R1) com a criação de valor de longo prazo nas CN.

Em segundo ponto, os problemas de agência que emergem da separação entre propriedade e controle nas companhias podem implicar em decisões com conflitos de interesse, tal como CN que destruam valor penalizando investidores. A GC surge como alento para mitigar conflitos de interesses impelindo gestores a melhores decisões de investimentos e portanto, a criação de valor em torno de CN, sendo que, características específicas da GC podem possuir maior ou menor relevância na criação de valor.

Portanto, medidas específicas que garantam maior “poder” para não controladores como cláusulas estatutárias que determinem *tag along* em 100% das ações (TAG), conselho de administração composto entre 5 e 11 integrantes com membros independentes e ou externos (CIE) conforme diretrizes do IBGC (2015), e o emprego do conselho fiscal (COF), espera-se que assegurem melhores decisões para combinações de negócios e conseqüentemente propiciem criação de valor nas operações. Bem como, é esperado que as empresas listadas no segmento do Novo Mercado tenham mecanismos de proteção aos não controladores mais eficientes e, portanto, gerem valor nas combinações de negócios. Diante disto formulam-se as próximas duas hipóteses da pesquisa:

Hipótese 2A: Existe relação positiva para empresas que adotam TAG, CIE, COF e aderem a listagem no Novo Mercado, com a criação de valor de curto prazo em CN; e

Hipótese 2B: Existe relação positiva para empresas que adotam TAG, CIE, COF e aderem a listagem no Novo Mercado, com a criação de valor de longo prazo em CN.

1.5 Justificativas e contribuições

É certo que pesquisas científicas são necessárias para elucidar com maior clareza estas operações, considerando-se o alto impacto social e econômico que uma CN pode gerar. Possivelmente, os exemplos mais claros sejam operações que gerem concentrações de mercado (Monopólios e Oligopólios), podendo haver uma perda substancial de concorrência, incorrendo

em aumentos exacerbados de preços, deterioração no processo de inovação, demissões em massa, além de outros fatores como a própria destruição de valor aos acionistas.

Todavia, segundo M. D. A. Ermel e R. Martelanc (2018), estudos científicos no assunto ainda são incipientes no contexto brasileiro, enquanto no mercado americano, este tópico recebe maior atenção por parte da academia, além da existência de resultados controversos quanto à criação ou destruição de valor. Isto posto, tem-se como necessário o aprofundamento no tema para elucidar este assunto sobretudo no contexto brasileiro. Portanto, a principal contribuição da pesquisa consiste em fornecer evidências de como a qualidade e o *disclosure* das informações contábeis, assim como a governança corporativa, atuam para minimizar os efeitos de assimetria da informação contábil que desfavorece investidores *outsiders*, explicitando as medidas adotadas que impactam na criação ou destruição de valor em CN.

Outros fatores de importante contribuição da pesquisa, é o aprimoramento do arcabouço teórico sobre CN, principalmente na literatura nacional, passando pela descrição de um constructo para pesquisas que buscam analisar quais os fatores que impactam os resultados obtidos em CN, desde a construção de uma base de dados robusta, análises de estatísticas descritivas e a elaboração de modelos econométricos, podendo aferir com isso, também a maturidade do mercado brasileiro com respeito à sua eficiência na incorporação de informações ao valor das ações. À medida que as CN ganham maior relevância em todos os mercados, as pesquisas científicas ainda não apresentaram, sem discordância, resultados contundentes de quais fatores levam à geração ou destruição de valor nestas operações. Portanto, espera-se que esta pesquisa traga contribuições à ciência e aos investidores não controladores que se situam em posição desprivilegiadas comparados aos controladores e a gestão das companhias que se envolvem em combinações de negócios.

2 Fundamentação Teórica

Combinações de negócios figuram entre os assuntos mais complexos no âmbito empresarial. A contabilidade, por sua vez, carrega a responsabilidade de evidenciar, mensurar e divulgar as operações realizadas, além de ser fonte de extrema importância no período de sondagem para possíveis combinações de negócios com informações que definirão a operação, fase esta denominada *due diligence* (Wangerin, 2019).

Uma combinação de negócios envolve especialistas das mais diversas áreas do conhecimento como por exemplo, jurídica, econômica, administração, engenharia, recursos humanos, e contabilidade. Esta seção trata as teorias que exploram as facetas que impactam na criação ou destruição de valor aos acionistas. Para tanto, tratará do arcabouço teórico que tem sido utilizado em pesquisas sobre CN e que são pertinentes ao intento desta pesquisa que explora medidas de *disclosure* e governança corporativa como fatores essenciais de criação de valor em combinações de negócios.

2.1 Contabilidade e *Disclosure*

O estudo do papel da contabilidade de informar o mercado a respeito da situação econômico-financeira das empresas começou a ser desenvolvido no final dos anos 1960, crescendo nas décadas seguintes gerando um rico arcabouço teórico. Ball e Brown (1968), Barth, Landsman, e Lang (2008), Collins e Kothari (1989), Kormendi e Lipe (1987) apresentam pesquisas que descrevem a relevância das informações contábeis para os investidores em geral. Collins e Kothari (1989) exploram a associação entre mudanças nos valores das ações negociadas em mercados com mudanças inesperadas nos resultados reportados pelas empresas. Estudam o *earnings response coefficient* (ERC), isto é, o coeficiente de resposta dos preços das ações aos lucros contábeis, procurando estabelecer o impacto dos resultados reportados ao mercado na variação dos valores das ações.

Estudos anteriores, como Ball e Brown (1968) e Kormendi e Lipe (1987) corroboram com a associação de incorporação de informações no valor das ações de forma tempestiva e em mesmo sentido, isto é, o mercado reage de acordo com a informação contábil divulgada. Collins e Kothari (1989), por sua vez, mostram que a resposta do preço das ações aos lucros depende de diversos fatores, tanto macroeconômicos, como as taxas de juros livre de risco e o risco sistêmico, quanto do nível da empresa, como o tamanho e o grau de persistência na série temporal dos lucros das empresas.

Neste sentido as normas contábeis determinam regras de mensuração, contabilização e principalmente quanto ao nível de *disclosure* que deve ser apresentado buscando garantir maior transparência ao mercado. Florio et al. (2018) corroboram estudando o nível de *disclosure* apresentado em CN e buscam os fatores que geram assimetria na informação embasados na Teoria da Agência. Estudos seminais abarcam a assimetria da informação demonstrando a dificuldade dos usuários externos (*outsiders*) em obter informações relevantes para tomada de decisão, enquanto a companhia detém maior nível de informação com o poder de gerenciá-la para melhorar as demonstrações contábeis (Ball & Brown, 1968; Barth et al., 2008; Basu, 1997; Collins & Kothari, 1989; Collins, Maydew, & Weiss, 1997; Kormendi & Lipe, 1987; Scott, 2015).

Brown, Crowley e Elliott (2020) e Hoberg e Lewis (2017), também evidenciaram que por meio de CN, diversas empresas realizam gerenciamento de informações de forma intencional e fraudulenta, dedicando esforços para apresentar discurso sofisticado, com intuito de manipular o mercado. Assim, é possível entender que parte importante das operações se concentra também nas informações que são apresentadas aos usuários externos (mercado), com as próprias normas contábeis determinando regras para informar os usuários e mercado em geral. Contudo, no mercado brasileiro, ainda são evidenciadas divulgações pouco contundentes a respeito das operações nas demonstrações financeiras, como evidenciam Souza e Borba (2017).

A adoção do CPC 15 - R1 (2011) trouxe implicações na mensuração, reconhecimento e divulgação das operações realizadas, por exemplo, determinando reconhecimento de ativos e passivos pelo valor justo (*fair value*), ativos intangíveis como *goodwill*, seja do ágio por expectativa de rentabilidade futura ou a mais valia de ativos identificáveis, itens estes que carregam alta subjetividade e, portanto, podem sofrer discricionariedade implicando em conflitos de agência (Barth et al., 2008; Brown et al., 2020; Hoberg & Lewis, 2017), destruindo valor aos acionistas, contudo, o desígnio dessa norma é justamente aprimorar a relevância, a confiabilidade e comparabilidade das informações da companhia em torno das CN.

Estudos como de Nurnberg e Sweeney (1998) evidenciaram que as CN passam por ciclos de crescimento e arrefecimento seguindo ciclos econômicos nos mercados. Já Shen et al. (2020), descrevem que mesmo em períodos de crises que, em média, tendem a ter menos CN, estas operações são importantes e usuais para as empresas que enxergam grandes oportunidades, embora Paulo e Mota (2019) tenham evidenciado em seu estudo aplicado ao mercado brasileiro no período de 2000 a 2015 que, em períodos de crises, gestores gerenciam

a informação contábil utilizando *accruals* discricionários com maior frequência de forma oportunista, implicando em informações contábeis com menor qualidade.

Hamberg, Paananen e Novak (2011) estudaram o efeito da adoção do IFRS 3 (2010) no mercado sueco, evidenciando maior discricionariedade nas empresas em comparação ao GAAP sueco, implicando em aumento nos ganhos reportados ao mercado e conseqüentemente gerando retornos anormais aos acionistas. Isso se deu pela mudança de abordagem de custo histórico para *fair value*, além de mudanças nos *accruals* do *goodwill* que passaram a não ocorrer de forma mensal, mas por avaliação do valor recuperável (*impairment*).

Neste contexto, o IFRS 3 (2010) e sua representação brasileira CPC 15 - R1 (2011) buscam propiciar melhor *disclosure* e, portanto, melhorar a qualidade nas informações contábeis em torno de combinações de negócios a fim de mitigar vieses e gerenciamentos das informações contábeis, e com isso, investidores *outsiders* podem dar maior valor para empresas com melhores informações. Assim, espera-se que haja uma relação positiva entre a adoção do CPC 15 - R1 (2011) e a criação de valor nas CN, de acordo com as *Hipótese 1A* e *1B* citadas na seção 1.4.

2.2 Teoria da Agência e Governança Corporativa

Os estudos acadêmicos têm dado maior importância à geração ou destruição de valor com constructos econômico-financeiros. Dentro destas perspectivas, as CN justificam-se pela busca de sinergias que criam valor as companhias com maior rapidez, por exemplo, alcançando maior *Market Share* na aquisição de um concorrente com boa margem de mercado, podendo gerar concentrações no mercado, ou mesmo melhores margens operacionais e resultados líquidos. Portanto, de forma objetiva, as motivações em CN são fundamentadas sob a teoria de maximização de riqueza dos acionistas.

Na busca por maximização desta riqueza, gestores podem incorrer em decisões de cunho oportunista, buscando CN que satisfaçam metas pessoais e por conseqüência maior valor de benefícios próprios em detrimento dos acionistas, aspecto amplamente explorado pela Teoria da Agência. Alexandridis et al. (2017) evidenciaram em estudo sobre CN de empresas dos EUA que medidas de melhor governança corporativa têm impacto relevante na geração ou destruição de valor. Os autores discorrem que empresas com menor governança apresentaram maior destruição de valor, justificado pelo escrutínio da administração em buscar CN para atingimento de metas, ignorando fatores que podem ser fundamentais na criação de valor aos acionistas. Desta forma, melhores práticas de governança corporativa compelem os gestores à alocação de

recursos de investimento com maior sobriedade, diminuindo o conflito de agência e mitigando os efeitos de destruição de valor.

A teoria da agência descreve a relação entre o principal e o agente contratado, quando o principal, na posição de acionista controlador, contrata um agente para realizar a gestão da empresa. Ou seja, a teoria da agência nasce pela separação entre a propriedade e o controle da companhia, que é outorgado para gestores profissionais contratados para exercer a função de gestão em nome dos acionistas, conforme abordado por Jensen e Meckling (1976).

Desta relação emerge o conflito de interesses entre as partes. O administrador pode tomar decisões de cunho pessoal que não beneficiam os acionistas como se é esperado, prejudicando o retorno dos acionistas em detrimento de maior retorno para si. Essa dicotomia tem sido abordada em diversos campos de estudo. Na contabilidade tem ganhado relevância por estudar o comportamento dos gestores nas tomadas de decisão como, no contexto deste estudo, em relação aos conflitos gerados na tomada de decisão em combinações de negócios.

Para Jensen e Meckling (1976), o conflito de agência é inerente ao capitalismo moderno e desta relação surgem os custos de agência que podem implicar em destruição de valor para os acionistas. O principal (acionistas), visando mitigar este conflito, cria incentivos para o agente (administradores) agir da melhor forma possível de modo a maximizar a riqueza dos acionistas. Além da separação entre propriedade e gestão, em posição ainda mais exposta, figuram os acionistas não controladores ou minoritários, descritos neste estudo como *outsiders*, pois tanto administradores profissionais como acionistas controladores exercem atividades internas nas companhias e, assim, têm acesso a informações que podem não chegar tempestivamente aos *outsiders*, afora decisões tomadas que prejudiquem estes últimos, dado não possuírem poder relevante de decisão nas companhias.

Segundo M. A. Camargos e E. S. Coutinho (2008), a teoria da agência relaciona-se intrinsecamente com as CN. Os autores discorrem que as fortes ondas de CN ocorridas em diferentes décadas ao longo dos últimos anos, foram determinantes na evolução da Teoria da Agência no contexto de CN. Por exemplo, estudos empíricos evidenciaram que diversas operações realizadas no período analisado pelos autores não resultaram na maximização da riqueza dos acionistas. Portanto, há razões para se crer que muitas operações são realizadas com interesses escusos dos agentes administradores em maximizar suas remunerações, dado o crescimento vertiginoso e prestígio no mercado, falhando na gestão das combinações de negócios deteriorando a riqueza da companhia e de seus acionistas.

Dos conflitos expostos pela teoria da agência, a assimetria da informação ganha destaque em combinações de negócios. Evidentemente que os administradores e controladores (*insiders*) detêm melhores informações que os investidores (*outsiders*). Essa assimetria informacional é entendida como o desequilíbrio no conhecimento das informações entre o principal e o agente (Hendriksen & Van Breda, 1999).

A pesquisa contábil tem explorado as nuances da assimetria da informação nos mercados financeiros e os impactos que isso tem causado nas informações contábeis. Estudos recentes, como Brown et al. (2020) e Hoberg e Lewis (2017) mostram a ocorrência de gerenciamento das informações contábeis com intenção de manipular o mercado (*outsiders*). Os autores relatam que existe uma associação entre empresas que realizam CN e informações manipuladas. Portanto, a teoria da agência e a assimetria das informações são fatores determinantes no entendimento dos impactos da geração ou destruição de valor dos acionistas em combinações de negócios.

Para tanto, mecanismos foram estabelecidos para mitigar os efeitos nocivos dos custos de agência, principalmente com respeito à assimetria da informação. M. A. Camargos e E. S. Coutinho (2008) discorrem que em meados de 1980, houve uma escalada por medidas de governança corporativa em busca de disciplinar os gerentes e controladores a atuarem alinhados com a criação de valor aos acionistas, não agindo discricionariamente, período este coincidente com crescente demanda por CN.

E. Silva et al. (2016), neste sentido, buscaram a relação entre a qualidade da governança com a criação de valor em CN de empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo (B3). Segundo os autores, o mercado brasileiro é caracterizado pela concentração de capital em poucos indivíduos controladores com maior direito a voto, desta forma, exploraram se a listagem em nível de maior governança, como o Novo Mercado (NM), está relacionada com retornos anormais positivos aos acionistas, evidenciando haver relação positiva com a listagem no NM, embora não haja uma análise mais profunda nos mecanismos da governança, explorando apenas a listagem e não o nível de governança em si. As características da governança podem possuir maior ou menor relevância para implicar em criação de valor, o próprio código da norma para listagem no NM sofre constantes atualizações para seu aperfeiçoamento.

Portanto, esta pesquisa busca explorar especificidades da governança corporativa na criação de valor, indo além do olhar de “pacote” que é imposto pelos níveis de governança da B3, explorando medidas específicas como cláusulas estatutárias que determinem *tag along* em

100% das ações (TAG), conselho de administração composto entre 5 e 11 integrantes com membros independentes e ou externos (CIE) além de adoção de conselho fiscal (COF). Espera-se que os mecanismos de governança que buscam conceder maior poder aos acionistas *outsiders* propiciem melhores decisões de CN e, conseqüentemente, maior criação de valor, consonante com as *Hipótese 2A* e *2B* apresentadas na seção 1.4.

2.3 Combinação de negócios e criação de valor

Segundo Castro (2010), no âmbito brasileiro, as operações de combinação de negócios ganharam destaque a partir da década de 90, período marcado pela abertura da economia nacional e criação do programa de desestatização nacional, tornando o mercado brasileiro mais atraente e alcançando também maior nível de globalização. Anterior a este período, as CN ocorriam em menor escala e concentradas em setores específicos a exemplo do setor bancário. Entretanto, no mercado mundial as CN ocorriam em grande escala, sendo observado diversos períodos com intensa quantidade de operações, chamadas de *Big Waves* (Grande ondas). A primeira onda chamada de *The Merger Movement* (1916-1929), seguida pela *The 1960s Conglomerate Merger Wave*, com a última, também relatada por M. A. Camargos e F. V. Barbosa, (2003), *The Wave of the 1980s*. A literatura sugere que o efeito de ondas advém de aquecimentos econômicos ou altas nos mercados de capitais, estimulando as companhias a realizarem CN.

As companhias procuram essas operações por diversos fatores, seja em busca de crescimento inorgânico, ganhos com sinergias e escala, alcance de novas tecnologias, dentre muitos outros fatores, amplamente abordados pela literatura. Em todo caso, o objetivo final é criar valor, maximizando riqueza dos acionistas. Segundo A. M. P. Araújo e A. Assaf (2003), investidores ou acionistas somente sentem-se compelidos a investir em determinada companhia se a expectativa de retorno for superior ao custo do investimento somado ao custo de oportunidade do capital empregado. O custo de oportunidade, entende-se como o valor que se renuncia ao investir em determinado ativo em detrimento de outro em mesmo nível de risco.

Desta forma, a criação de valor em combinações de negócios, sob as perspectivas dos acionistas, deve gerar maior retorno que a expectativa criada antes da companhia realizar operações de CN. Para tanto, se os acionistas tinham a expectativa de retorno de fluxos de caixa em determinado nível, pós anúncios de operações de CN essas expectativas devem ser ainda maiores, ocasionando valorização das ações negociadas em bolsa de valores. Aspecto esse que é

explorado neste estudo pela aplicação do estudo de evento com aplicação do CAR e o cálculo do *Market-To-Book* auferido um ano após a CN.

Contudo, a criação de valor não se restringe ao apreço das ações ou valor de mercado, podendo ser obtida também por meio da obtenção de eficiências operacionais que propiciem maior fluxo de caixa, gerando maior valor patrimonial e ou dividendos a serem distribuídos, conseqüentemente maior retorno aos acionistas. Ainda, A. M. P. Araújo e A. Assaf (2003) descrevem que destruição de valor pode ocorrer apesar da obtenção de lucros contábeis pelas companhias. Bastando, o lucro apurado não ser suficiente para cobrir o custo de oportunidade do capital empregado pelos investidores. Com isso, pode-se entender que as companhias que realizam CN devem tomar decisões alinhadas com tais objetivos de maximizar os retornos de investimentos de seus acionistas. Que não serão alcançados pela mera soma de balanços ou resultados das respectivas companhias, e sim, do alcance de sinergias que garantam a criação de valor pela maximização dos retornos de investimento para os acionistas.

Quanto às razões apresentadas pela literatura para motivos impulsionadores de CN, M. A. Camargos e F. V. Barbosa (2003) descrevem, em seu levantamento de motivos teóricos, onze motivos principais: I) discrepâncias nas expectativas de fluxo de caixa futuros e riscos entre os investidores (expectativas assimétricas); II) irracionalidade individual na decisão de dirigentes em conjunturas de incertezas; III) compensações e incentivos tributários; IV) CN como alternativas a distribuição de dividendos e ou recompra de ações; V) custos de reposição de ativos maiores que valor de mercado; VI) economias de escala; VII) eliminação de concorrência (poder de monopólio); VIII) diluição de riscos de insolvência pela não correlação de fluxos de caixa; IX) escrutínio gerencial por decisões de cunho oportunistas de diretores ou controladores, expropriando valor para si em detrimento dos demais acionistas; X) barreiras de entrada em novos mercados e; XI) ganhos de sinergias operacionais e gerenciais. Certamente que mais de um dos motivos elencados acima podem ocorrer simultaneamente em decisões por CN.

Dentre os motivos listados anteriormente, alguns claramente evidenciam riscos de maneira mais acentuada para possível destruição de valor, como os motivos I) expectativas assimétricas, II) irracionalidade individual gerencial e IX) escrutínio gerencial, por justamente não se basearem em decisões, por premissas racionais, com intuito de maximizar riqueza dos acionistas das companhias. Para tanto, o evoluir do mercado de capitais criou mecanismos para mitigar esses efeitos, como a própria evolução na governança corporativa e os melhoramentos na qualidade e no *disclosure* das informações contábeis. Quanto às demais motivações para

decisões de CN, o resultado é incerto, embora a criação de valor segue-se por premissas de maximização de riqueza dos acionistas.

No entanto, criação de valor pode assumir diferentes aspectos como, por exemplo, sociais e econômico-financeiros. Para a visão de criação de valor aos acionistas, principalmente não controladores que, em geral, investem com a esperança de obter maior retorno financeiro, a criação de valor segue a perspectiva econômico-financeira e é alcançada com a obtenção de maiores dividendos ou ganhos de capital acima do esperado antes da CN, mantido ou mesmo reduzido o nível do custo de capital e exposição de risco. Desta forma, a valoração das ações, seja no curto ou no longo prazo, constitui, dentre outras, importante medida para mensurar a criação de valor nas companhias, pela perspectiva econômico-financeiro de acionistas.

3 Metodologia

Esta seção aborda os critérios metodológicos, desde o campo de pesquisa, métodos e técnicas utilizadas para coleta e análise dos dados, bem como as limitações da presente pesquisa.

3.1 Campo de pesquisa

O desígnio proposto no presente trabalho visa analisar a relação de melhor *disclosure*, representado pela adoção do CPC 15 - R1 (2011) e o emprego de medidas de governança corporativa com a criação de valor em CN realizadas por empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores de São Paulo, Brasil Bolsa Balcão (B3). São analisadas as transações realizadas entre janeiro de 2010 e março de 2021, período posterior à crise financeira do *subprime* e pós adoção das IFRS no âmbito brasileiro, que propiciou o evento da adoção do CPC 15 - R1 ocorrido em junho de 2011, até o limite de disponibilidade de dados.

A pesquisa caracteriza-se por descritiva com abordagem quantitativa. A. C. R. da Silva (2017, p. 154) cita que pesquisas descritivas “tem como objetivo principal a descrição das características de determinada população ou fenômeno, estabelecendo relações entre as variáveis”. Para a presente pesquisa, o fenômeno estudado trata-se de combinações de negócios, buscando a relação de criação de valor com emprego de variáveis de governança corporativa e melhoramento no *disclosure* pela adoção do CPC 15 - R1 (2011) – Combinações de negócios. Já a abordagem quantitativa se justifica pela necessidade de determinar a criação de valor oriunda de CN por meio de dados secundários através de modelos estatísticos e econométricos, explicados na próxima seção.

3.2 Métodos, técnicas e procedimentos para coleta de dados

O primeiro passo da pesquisa foi levantar o rol de operações de CN realizadas entre janeiro de 2010 e março de 2021 por meio da base de dados REFINITIV, perfazendo o período da amostra. O período visa minimizar a sobreposição de eventos exógenos como a crise financeira mundial e sobretudo capturar a adoção e aplicação do CPC 15 (R1) no estudo, até o limite de disponibilidade de dados na data da coleta. Foram selecionadas companhias de capital aberto listadas na bolsa de valores B3 que tenham efetivado operações de CN durante o período estabelecido na pesquisa.

De posse das combinações de negócios, seguiu-se pela coleta de informações financeiras e contábeis, bem como as cotações das ações, extraídas da base de dados ECONOMATICA. Seguido pela coleta das variáveis de governança corporativa, extraídas manualmente do Formulário de Referência (FRE), que possui sua obrigatoriedade de divulgação trimestral, conforme instrução CVM n. 480/09. As cotações das ações foram extraídas pelo período anterior à CN, obedecendo à janela de estimação, que é explicada mais à frente. As informações financeiras, contábeis e de governança corporativa obedeceram a frequência trimestral no período da CN.

A criação de valor é medida por meio de dois elementos, de modo a obter uma medida de criação de valor de curto prazo e uma de longo prazo. A medida de curto prazo foi estimada pela aplicação de estudo de eventos que busca o retorno anormal acumulado, conhecidos na literatura como *Cumulative Abnormal Returns* (CAR), na janela do evento, identificado como a data de anúncio da CN conforme dados da REFINITIV. Foram usadas duas alternativas de janelas de evento: 3 dias (-1,+1), abrangendo um dia antes do anúncio, o dia do anúncio e um dia após o anúncio, e 7 dias (-3,+3), abrangendo três dias antes e três dias depois do anúncio. A Figura 1 mostra a linha de tempo para o estudo de evento.

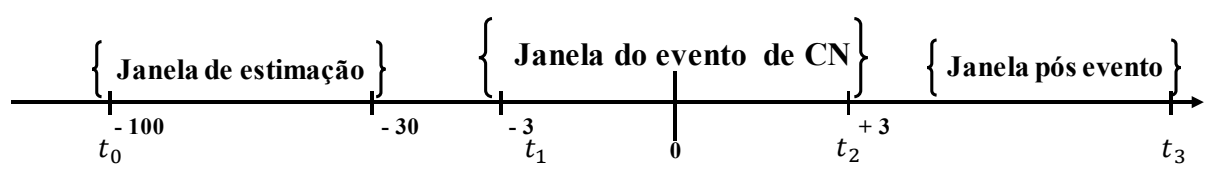


Figura 1: Linha de tempo para estudos de eventos

Para se apurar o CAR, primeiro são estimados os retornos anormais na janela do evento, medido como a diferença entre o retorno observado da ação i na janela do evento (*ex-post*) e o retorno normal esperado. O retorno normal esperado, por sua vez, foi estimado com base no Modelo de Mercado, usando o índice Ibovespa como *proxy* da carteira de mercado:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Na Equação (1), r_{it} é o log-retorno do ativo i no dia t e r_{mt} é o log-retorno do mercado, medido pelo Ibovespa, no dia t . Segundo Mackinlay (1997), o modelo de mercado é utilizado com intuito de expurgar variações no retorno de mercado na estimação do retorno anormal, elevando a capacidade de captação do retorno anormal do título no evento em questão. É

suposto no modelo aplicado que o mercado seja eficiente ao mínimo na forma semiforte. A Equação (1) é estimada individualmente por ativo usando os dados da janela de estimação, apurando-se os coeficientes α_i e β_i para cada empresa i . A janela de estimação foi definida como tendo 70 dias, com início em 30 dias antes do evento e término com 100 dias antes do evento. O retorno anormal, ou *abnormal returns* (AR), na janela do evento, portanto, é calculado como na Equação (2):

$$AR_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt}) \quad (2)$$

Na Equação (2), r_{it} é o log-retorno observado do ativo i no dia t , r_{mt} é o log-retorno observado do mercado e os coeficientes $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ são os valores estimados na janela de estimação pela Equação (1). O CAR é então calculado acumulando-se (somando-se) os AR ao longo da janela de evento (ao longo de $t = -3$ a $t = +3$). Após o cálculo do CAR, a pesquisa move então para o passo de analisar o papel das medidas de GC e do CPC 15 - R1 (2011) na criação de valor medida pelos CAR. Para tanto, será estimado o modelo da Equação (3):

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 TAG_i + \beta_2 CIE_i + \beta_3 COF_i + \beta_4 CPC_i + \beta_5 NM_i + \beta_6 Porte_i + \beta_7 Dívida_liquida_i + \beta_8 MTB_i + \beta_9 ROA_i + \gamma_{ano} + \theta_{empresa} + \varepsilon_i \quad (3)$$

Na Equação (3), CAR_i é o retorno anormal acumulado do evento i ; α é o intercepto da equação de regressão; β_1 , β_2 e β_3 são os coeficientes de regressão para as variáveis específicas de governança corporativa (TAG, CIE e COF), β_4 é o coeficiente da variável de *disclosure* pela adoção do CPC 15 - R1 (2011), β_5 é o coeficiente da variável de listagem no Novo Mercado. As observações (eventos) são distribuídas ao longo do tempo, mas não há frequência pré-determinada, já que as CN não ocorrem em intervalos regulares, mas, conforme visto na análise de resultados, ao longo da amostra, uma mesma empresa faz mais de uma CN ao longo do período estudado. Como há variação de tempo e de sujeitos ao longo da amostra, são incluídas como variáveis de controle *dummies* de empresa e de ano (efeitos fixos de empresa e de tempo, representados pelos coeficientes γ e θ). Além destas *dummies*, são incluídas como variáveis de controle, com base na literatura anterior, o Porte, *Return on Assets* (ROA), MTB, e Dívida Líquida da investidora (medidas no trimestre no qual a CN ocorreu). A Tabela 1 apresenta as definições de cada uma destas variáveis. Todas as análises foram realizadas com o auxílio do software estatístico R *Statistical Computing*, em sua versão 4.1.3.

Tabela 1
Variáveis explicativas

<i>Sigla</i>	<i>Tipo</i>	<i>Definição</i>	<i>Sinal esperado</i>	<i>Literatura</i>
CPC	Variável <i>dummy</i>	=1 para as CN que ocorreram após junho de 2011, período da aplicação do CPC 15 (R1) - Combinação de negócios; =0 caso contrário.	+	Pesquisa
TAG	Variável <i>dummy</i>	=1 emprego de cláusulas estatutárias de <i>tag along</i> em 100% das ações no trimestre da CN; =0 caso contrário.	+	Pesquisa
CIE	Variável <i>dummy</i>	=1 emprego de conselho de administração composto entre 5 e 11 integrantes com membros independentes e ou externos no trimestre da CN; =0 caso contrário.	+	Pesquisa
COF	Variável <i>dummy</i>	=1 adoção de conselho fiscal no trimestre da CN; =0 caso contrário.	+	Pesquisa
NM	Variável <i>dummy</i>	=1 para listagem no novo mercado da B3 no trimestre da CN; =0 caso contrário.	+	Estudos apresentam relação positiva à adoção ao novo mercado com retornos anormais para adquirentes (E. Silva et al. 2016).
Porte	Variável contínua	Logaritmo natural (LN) da receita líquida (R\$ mil) da adquirente no trimestre da CN.	-	A literatura sugere efeitos robustos na criação de valor em CN atrelados ao porte da cia adquirente (Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004).
Dívida líquida	Variável contínua	Total de dívidas no trimestre da CN subtraído o total de disponibilidades de caixa no trimestre da CN.	+	Segundo a literatura, pouca folga financeira pode ser considerada como um mecanismo de governança corporativa (Jensen, 1986).
MTB	Variável contínua	Valor de mercado (VM) dividido pelo valor contábil (VC) no trimestre da CN.	+	O valor econômico obtido no mercado, segundo a literatura tem importância na criação de valor (Kayo, Patrocínio, & Martin, 2009).
ROA	Variável contínua	Lucro líquido dividido pelo ativo total, no trimestre da CN	-	Estudo de Fasolin, Brizolla, Silva e Klann, (2020), apresentou relação negativa entre ROA e CN.

A medida de criação de valor de longo prazo foi estimada com base no cálculo do *Market-To-Book* (MTB) calculado um ano após a CN:

$$MTB_1ano_i = \frac{VM_{it}(\text{Valor das ações} \times \text{Quantidade de Ações})}{VC_{it}(\text{Patrimônio Líquido Contábil})} \quad (4)$$

O MTB_1ano , sendo a razão entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa, mostra o quanto o valor de mercado evoluiu em relação ao valor contábil da empresa um ano após a CN como uma medida de incorporação das sinergias da CN na expectativa de crescimento da empresa e consequentemente criando valor para os acionistas.

A Equação (5), assim, mostra a regressão estimada para analisar o papel das medidas de GC e do CPC 15 - R1 (2011) na geração de valor de longo prazo, semelhante ao da Equação (3), substituindo apenas a variável dependente:

$$MTB_1ano_i = \alpha + \beta_1 TAG_i + \beta_2 CIE_i + \beta_3 COF_i + \beta_4 CPC_i + \beta_5 NM_i + \beta_6 Porte_i + \beta_7 Dívida_liquida_i + \beta_8 MTB_i + \beta_9 ROA_i + \gamma_{ano} + \theta_{empresa} + \varepsilon_i \quad (5)$$

As informações sobre a composição das variáveis operacionais do emprego de cláusula de *tag along* em 100% das ações (TAG), conselho de administração (CIE) e conselho fiscal em funcionamento (COF) e listagem no novo mercado (NM), foram obtidas por meio do formulário de referência (FRE) divulgado periodicamente na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em cada divulgação no trimestre da operação de CN das respectivas empresas, com intuito de capturar a evolução ou mudança da estrutura de governança ao longo do tempo, ao invés de considerar estas variáveis como constantes, como normalmente é feito nos demais estudos sobre o tema no Brasil. Na ausência da descrição objetiva quanto à característica de independência dos integrantes do conselho de administração no FRE, foi verificado se a indicação ou eleição foi realizada pelo controlador ou não, sendo atribuído como independente caso o conselheiro não tenha sido indicado ou eleito pelo controlador.

Finalmente, é importante considerar que as variáveis de controle apresentadas no estudo foram selecionadas com base na literatura, contudo não se pode assegurar a omissão de variáveis no termo de erro ocasionando vieses nos resultados das regressões.

Os valores utilizados no cálculo do *Market-To-Book*, quando variável dependente, foram utilizados considerando o trimestre com um ano após a CN, em alguns casos, de eventos que se situam no final do período da amostra, não foi obtido o trimestre um ano após, devido à não publicação no período de coleta das informações, sendo necessário a utilização do trimestre imediato anterior à divulgação ainda pendente das informações contábeis de um ano após a CN. Além disso, foram observados quatro eventos em que houve o cancelamento de listagem ou da negociação das ações das companhias antes de se completar o período de um ano pós CN, ocasionando a não utilização desses quatro eventos.

4 Resultados e Discussão

A primeira e crucial etapa realizada no presente estudo, foi a construção da base de dados de forma contundente, sistematizada para manejo dos dados de acordo com a disponibilidade de informações sem produzir vieses. Desta forma, a amostra final é composta por companhias de capital aberto listadas na bolsa brasileira, B3, sendo excluídos os fundos imobiliários e as empresas sem cotações no período de estudo, resultando em 228 empresas adquirentes com um total de 1.091 eventos, com status de concluídas, de janeiro de 2010 a março de 2021, a base utilizada da REFINITIV apresentou classificação própria para os eventos, os quais são apresentados na Tabela 3.

Em seguida, foram selecionados os dados com informação suficiente para o cálculo do CAR, sendo eliminados os eventos com sobreposição de datas no período da janela de estimação, com expurgo de 58% dos eventos neste estágio da amostra. Demonstrando acentuada recorrência em operações realizadas por mesma empresa ao longo do período do estudo.

O próximo passo foi selecionar os eventos para os quais o modelo de mercado foi adequado. Especificamente, foram selecionados apenas os eventos que, dentro da janela de estimação tiveram no mínimo 30 observações e que resultaram em estimações do beta com *p*-valor menor que 10%. Para companhias que negociaram mais de uma classe de ações (ON e PN), foi selecionado o papel com maior liquidez, seguindo o critério de maior volume absoluto de negociação no período analisado. Estes filtros culminaram em uma amostra de 459 eventos (42% do total) de CN por base nas datas de anúncio dos respectivos eventos, distribuídos em 169 companhias. A Tabela 2 apresenta a distribuição setorial e anual dos 459 eventos. Os setores foram classificados conforme o nível 1 do *The North American Industry Classification System* (NAICS).

Para os setores que apresentaram menos de dez eventos ou valor menor que 1,5% da amostra, foi realizado o agrupamento com classificação de “Outros” para facilitar a leitura da distribuição setorial, sem o agrupamento nas regressões posteriores. Os setores com menor quantidade na amostra foram, I) Serviços de apoio a empresas e gerenciamento de resíduos e remediação (7), II) Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça (4), III) Serviços profissionais, científicos e técnicos (2), IV) Transporte aéreo regular (1), V) Editoras de software (1) e VI) Telecomunicações (1). Já os setores com maior representatividade na amostra foram I) Indústria manufatureira, II) Serviços financeiros e seguros e III) Eletricidade, gás e água, os quais somam 52,8% do total da amostra final.

Tabela 2
Distribuição setorial e anual da amostra

<i>Setor (NICS)</i>	<i>Painel Setor</i>		<i>Painel Ano</i>		
	<i>Eventos</i>	<i>%</i>	<i>Ano</i>	<i>Eventos</i>	<i>%</i>
Indústria manufatureira	121	26,4	2010	62	13,5
Serviços financeiros e seguros	67	14,6	2011	57	12,4
Empresa de eletricidade, gás e água	52	11,3	2012	39	8,5
Imobiliária e locadora de outros bens	37	8,1	2013	35	7,6
Construção	25	5,4	2014	32	7,0
Mineração, exploração de pedreiras e extração de petróleo e gás	24	5,2	2015	33	7,2
Comércio varejista	23	5,0	2016	30	6,5
Informação	21	4,6	2017	40	8,7
Transporte e armazenamento	20	4,4	2018	39	8,5
Comércio atacadista	16	3,5	2019	40	8,7
Assistência médica e social	15	3,3	2020	45	9,8
Educação	12	2,6	2021	7	1,5
Administração de empresas e empreendimentos	10	2,2	Total	459	100
Outros	16	3,5			
Total	459	100			

Tabela 3
Classificação transação REFINITIV

<i>Classificação transação REFINITIV</i>	<i>Eventos</i>	<i>%</i>
Aquisição de ativos	79	17
Aquisição de ativos majoritários	97	21
Aquisição de certos ativos	3	1
Aquisição de interesse parcial	89	19
Aquisição de interesse remanescente	40	9
Comprar de volta	16	3
Fusão	130	28
Oferta de troca	5	1
Total	459	100

Conforme a Figura 2, a distribuição anual da amostra demonstra similaridades com a pesquisa de Alexandridis et al. (2017), realizada com empresas americanas, indicando crescimento na quantidade de operações nos períodos pós crise, sendo que no próprio período de crise há uma menor quantidade de operações. Na amostra do presente estudo, há o indicativo de maior quantidade de operações no período imediato pós crise financeira mundial, apresentando 62 eventos (13,5%) no ano de 2010 com uma desaceleração nos anos posteriores, culminando com novo aumento pós a crise econômica vivida no Brasil de forma mais

exacerbada nos anos de 2015 e 2016. Apontando, semelhanças de comportamento entre o mercado brasileiro e americano, neste quesito. Importante salientar que o último ano da amostra, 2021, foram utilizados apenas os três primeiros meses devido ao período de coleta de dados, apresentando assim, a menor quantidade de operações, como esperado.

Os 459 eventos da amostra final foram realizados por 169 diferentes companhias. Dos 459 eventos, 333 (72,5%) representam recorrência em CN, sendo realizados por mesma empresa no período da amostra, mesmo com a exclusão de eventos sobrepostos na janela de estimação, descrito no início desta seção. Somente 126 (27,5%) eventos representam operações únicas pelas empresas da amostra que realizaram CN no período.

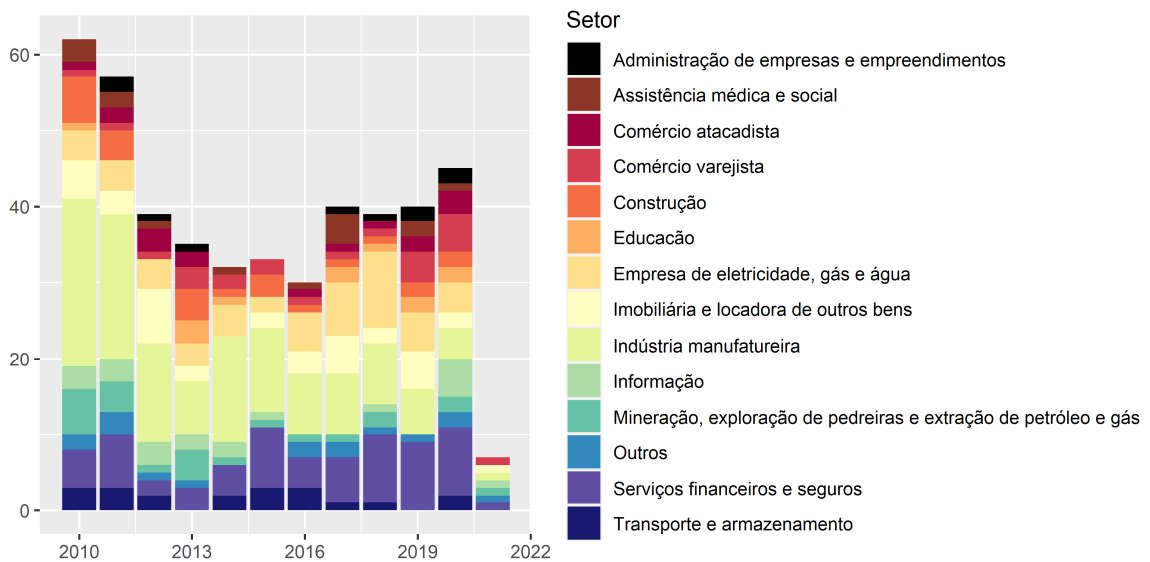


Figura 2. Distribuição setorial e temporal da amostra

A Figura 3, apresenta a distribuição de ventos de CN por setor e ano com respeito ao valor divulgado da operação. Todavia, 31% (143) dos eventos da amostra final não divulgaram valores das operações, assim, a Figura 3 apresenta a distribuição de apenas 69% (316) dos eventos da amostra final, onde o setor com maior relevância em valores das operações realizadas é o setor de I) Mineração, exploração de pedreiras e extração de petróleo e gás, precisamente nos anos de 2010 e 2017, seguido pelos setores de II) Informação e III) Comércio atacadistas, com distribuição anual mais homogênea se comparado ao setor I.

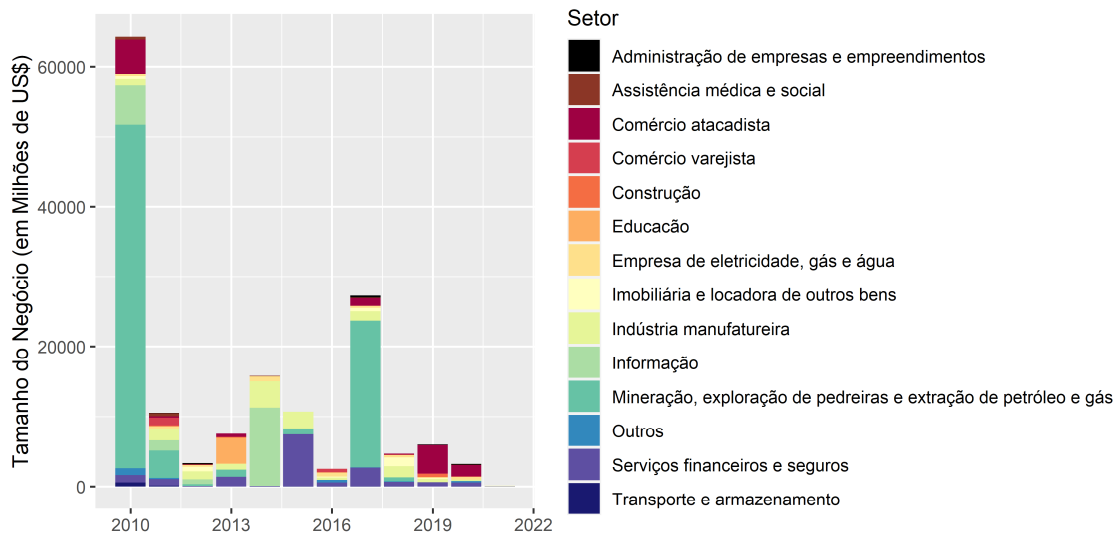


Figura 3. Distribuição por valor e ano da amostra

4.1 Criação de valor de curto prazo

A análise de criação de valor de curto prazo é feita com base no cálculo do CAR ao redor da janela de evento. Caso o CAR gerado, na média, pelos eventos de CN seja positivo (negativo), este é um indício de geração (destruição) de valor.

Para calcular o CAR, primeiro foram estimados os retornos anormais, ou *abnormal returns* (AR), conforme as Equações (1) e (2), para cada evento de forma individualizada. Para a estimação do retorno anormal, foram testadas janelas de estimação de setenta, cem e cento e cinquenta dias, não havendo diferença significativa nos resultados entre os três tipos de janelas. Sendo adotada a janela de setenta dias, reduzindo assim, a quantidade de eliminações de eventos com CN sobreposta na janela de estimação, mas mantendo uma quantidade razoável de observações para a estimação dos parâmetros. Em cada evento, foi realizado o corte da janela de estimação em trinta dias antes do próprio evento de CN, conforme detalhado na Figura 1.

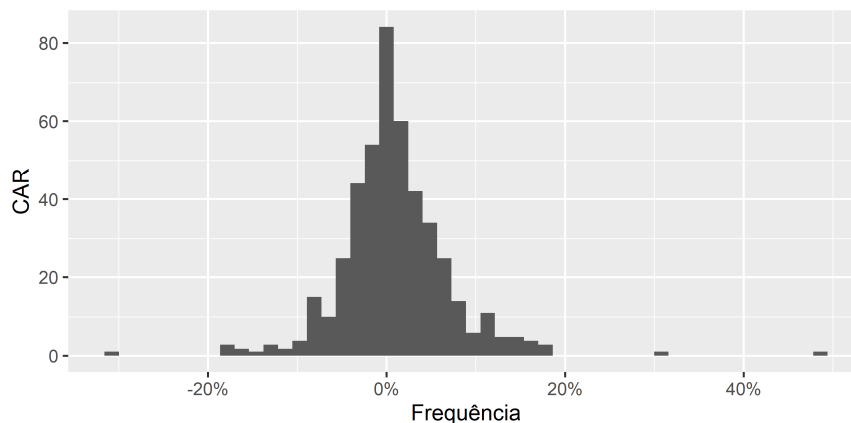
Em seguida, os AR foram acumulados na janela do evento para obtenção do CAR para cada evento da amostra final (459). O cálculo do CAR obedeceu a janela de evento em três dias (-1, +1) e sete dias (-3,+3), conforme estipulado na metodologia, entretanto, é apresentado apenas o CAR para janela de sete dias, pois não houve resultados significativamente diferentes na janela de três dias. Todas as análises seguintes, incluindo as regressões que se seguem na pesquisa, são com base no CAR da janela de sete dias. A análises do CAR foram realizadas com Intervalo de Confiança em 5% e 95%, ou seja, com nível de significância de 5%.

A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas do CAR dos 459 eventos da amostra (dados *winsorizados* a 5%). Pela Tabela, é possível ver que, na média, os CAR são positivos (0,898% ao final de 3 dias após o anúncio da CN, ou seja, criação de valor de curto prazo), sendo que 25% da amostra apresentou valores acima de 3,5%. No entanto, pela Tabela 4, pelo menos 25% da amostra apresentou CAR negativo (entre -8,110% e -2,300%, ou seja, destruição de valor no curto prazo). A Figura 4 mostra o histograma do CAR, no qual é possível perceber que a maior parte das CN resultaram em CAR positivos, mas há casos que chegaram perto de -20% de retorno acumulado na janela de 7 dias.

Tabela 4

Estatística descritiva CAR

	<i>N</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>1º Quartil</i>	<i>3º Quartil</i>	<i>Máximo</i>
CAR	459	0,898	4,922	-8,110	-2,300	3,500	11,500

**Figura 4.** Dispersão estatística modelo de regressão CAR

A Figura 5 mostra, graficamente, o CAR médio na janela de evento, isto é, o retorno anormal acumulado desde três dias antes do anúncio da CN até três dias após o anúncio da CN. A parte sombreada indica o intervalo de confiança de 5%. Portanto, a Figura 5 detalha o retorno anormal acumulado na janela de sete dias em torno do evento, demonstrando reação positiva (em torno de 0,5%) a partir do dia zero (data do evento), seguido pelos dias um e dois, mantendo-se estável no terceiro dia (em torno de 1%), com ligeiro arrefecimento. Este resultado indica, portanto, haver uma percepção positiva do mercado quanto a divulgação de CN, resultando em criação de valor de curto prazo para os acionistas oriundo da CN.

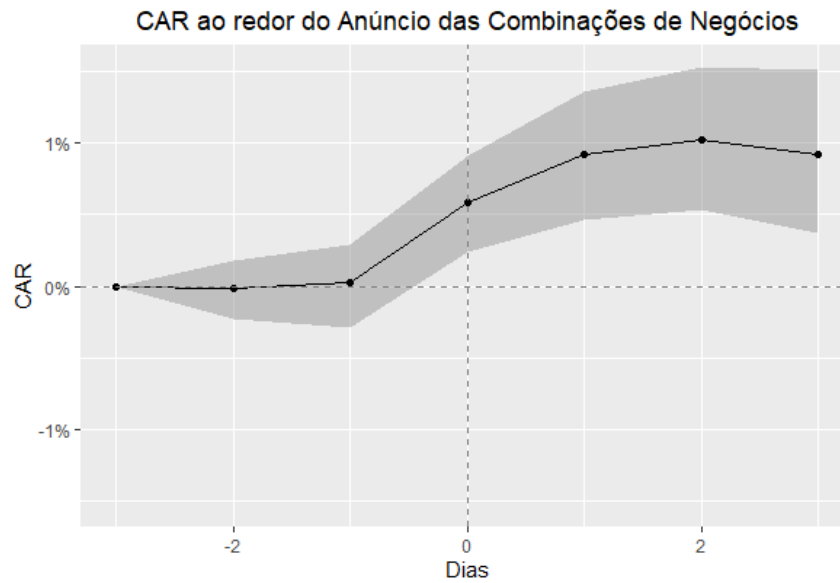


Figura 5. CAR ao redor do anúncio de CN

Esse resultado contrapõe estudos que discorrem haver maior destruição de valor que a percepção de criação de valor em torno à CN, e vai ao encontro dos resultados apresentados por M. A. Camargos e M. C. S. Camargos (2015), que descrevem diversos estudos da literatura mais recente que obtiveram resultados positivos de criação de valor, além de acompanhar os resultados obtidos por exemplo, por Alexandridis et al. (2017), para empresas americanas, podendo indicar que o mercado brasileiro está em rota de convergência com o mercado americano, no que diz respeito à percepção de criação de valor para os acionistas de empresas que realizaram CN. Além de indicar a eficiência semiforte na incorporação das informações no valor das ações no mercado brasileiro, que será abordado mais à frente na pesquisa.

Esse resultado surge como um refrigerio aos acionistas não controladores, pois a literatura mais longa indicava alta taxa de destruição de valor, explicado em grande parte por problemas de agência, como discorrido na fundamentação teórica. Evidentemente, em diversas situações, como ressaltado pela literatura, os não controladores (ou minoritários) situam-se em desigualdade com os controladores ou administradores das companhias, que podem expropriar valores em benefícios próprios prejudicando os não controladores (Brown et al., 2020; Hoberg & Lewis, 2017). Contudo, pode-se observar essa mudança de paradigma nas CN mais recentes.

Além disso, este resultado é importante porque mostra que as informações de divulgação de CN são incorporadas tempestivamente no valor das ações. Indicando que o mercado brasileiro se encontra no que descreve a literatura como eficiência semiforte (Scott, 2015). Sampaio, Gallucci, Brunassi Silva e Schiozer (2020), discorrem em seu estudo, que a adoção

obrigatória do IFRS produziu efeitos importantes no mercado brasileiro, como maior participação de investimento estrangeiro e maior liquidez para as ações, propiciando maior equidade entre controladores e não controladores. A maior liquidez e participação de capital estrangeiro, propicia um mercado com maior eficiência, contribuindo para que o mercado brasileiro se enquadre no espectro de eficiência semiforte, no que diz respeito à incorporação das informações de divulgação de CN.

Para evidenciar de forma mais contundente essa inferência, é apresentado na Tabela 5 a estatística descritiva obtida no cálculo do CAR com a extensão da janela do evento em dez dias (-3; +6) e a Figura 6 que plota o gráfico dessa janela, com intuito de demonstrar o efeito da absorção pelo mercado das informações sobre a CN no valor das ações.

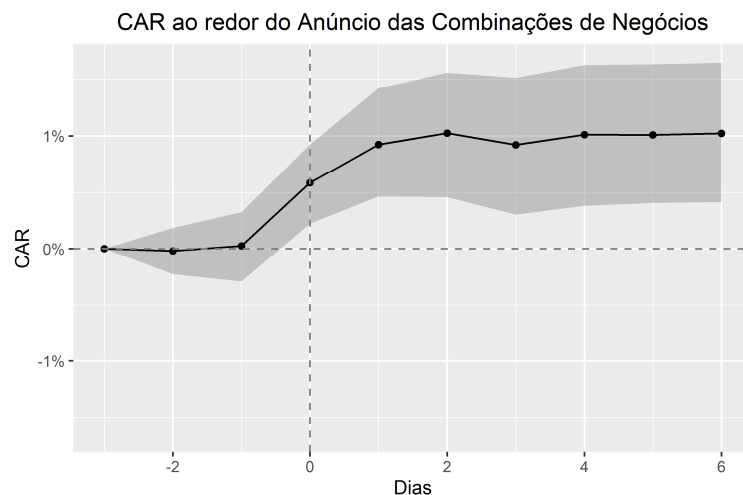


Figura 6. CAR ao redor do anúncio de CN em janela de dez dias

Os resultados apresentados na Tabela 5 e na Figura 6 quebra certo estigma de anedotas quanto à maturidade do mercado brasileiro, pois é evidenciada a incorporação da informação de CN de forma tempestiva, ao passo que do quarto dia em diante, permanece o valor estatisticamente inalterado, demonstrando que as informações já não produzem efeitos além do já absorvido.

Finalmente, foi analisada também a geração de valor de curto prazo por setor, cujos resultados são mostrados na Figura 7. A Figura mostra que há um padrão de geração de valor para a maioria dos setores, com exceção dos setores de Educação e Assistência médica e social que mostram um padrão de destruição de valor. No entanto, apenas as CN do setor de Imobiliária e locadoras de outros bens apresentam CAR estatisticamente significante ao final

da janela de evento. Isto acontece provavelmente devido ao reduzido número de observações das análises por setor.

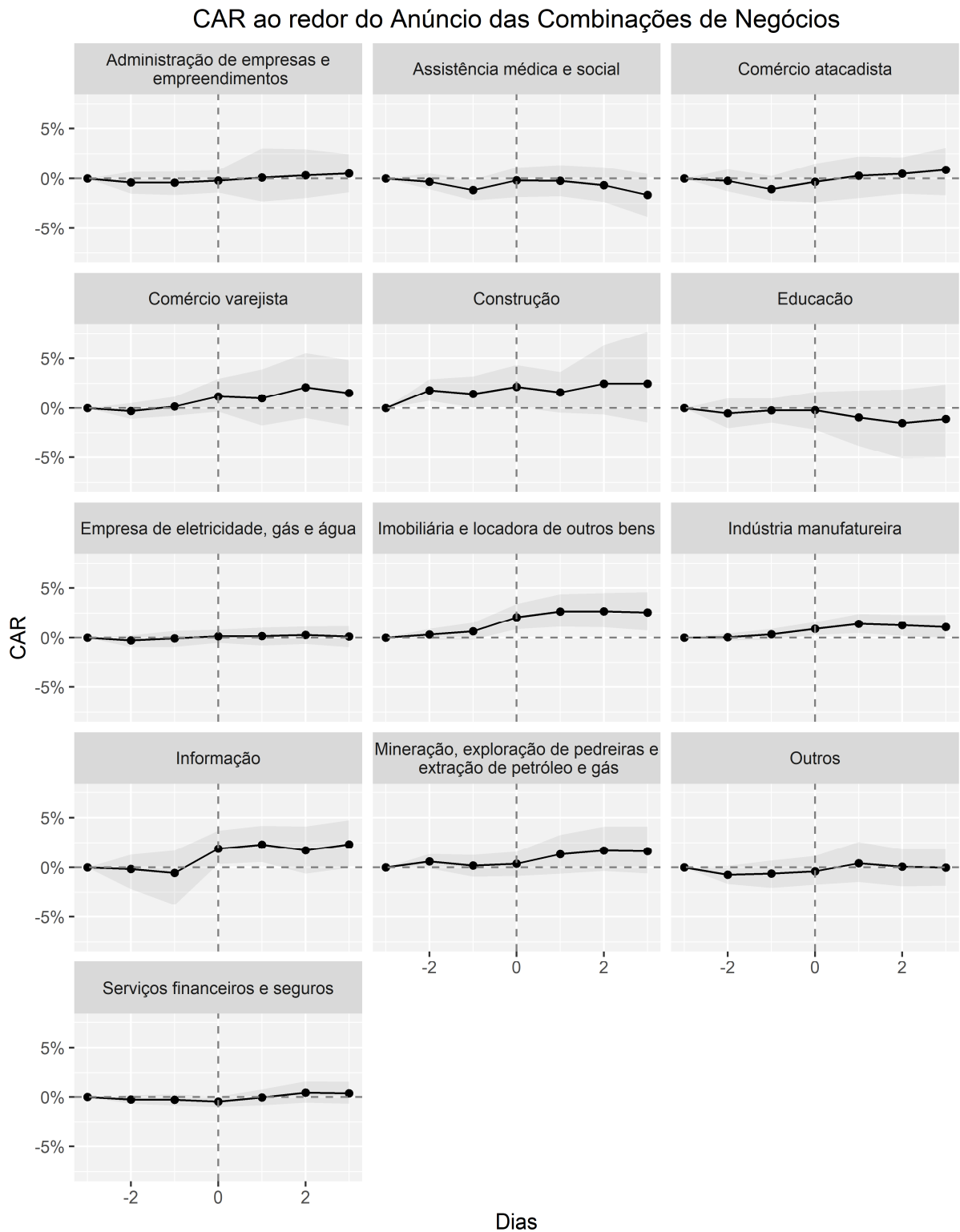


Figura 7. CAR ao redor do anúncio de CN por setor

Com os resultados percorridos nesta seção, buscou-se, em seguida, analisar quais os fatores que implicaram nessa mudança transformacional para criação de valor em CN, dado que a literatura pregressa, evidencia mais destruição de valor que propriamente criação de valor em CN. Assim, o trabalho torna a evocar a *Hipótese 1A*: Existe relação positiva entre a adoção do CPC 15 (R1) com a criação de valor de curto prazo nas CN e *Hipótese 2A*: Existe relação positiva para empresas que adotam TAG, CIE, COF e aderem a listagem no Novo Mercado, com a criação de valor em curto prazo em CN.

Tabela 5

Estatística descritiva regressão CAR em janela de dez dias

<i>Dia</i>	<i>Primeiro Quartil</i>	<i>Média</i>	<i>Terceiro Quartil</i>
-3	0	0	0
-2	-0,227	-0,019	0,184
-1	-0,292	0,026	0,325
0	0,223	0,585	0,923
1	0,464	0,923	1,418
2	0,458	1,023	1,559
3	0,303	0,921	1,512
4	0,381	1,010	1,626
5	0,406	1,009	1,632
6	0,416	1,022	1,646

A Tabela 6 mostra a distribuição da amostra final com respeito à adoção ou não adoção das medidas de GC e a distribuição de eventos em que houve a adoção do CPC 15 - R1 (2011) ou não. Quanto a distribuição dos eventos de adoção do CPC 15 - R1 (2011), como esperado há uma distribuição não equilibrada dos eventos, dado que a aplicação obrigatória do CPC 15 (R1) ocorreu em junho de 2011, e a amostra da pesquisa se iniciou em janeiro de 2010. No entanto, há uma prevalência em relação à adoção das medidas de GC, ainda que a companhia não fosse obrigada à tal adoção. A proporção de companhias que adotaram o maior nível de governança da B3, o Novo Mercado (NM), foi de 66% das companhias da amostra, enquanto empresas que adotam as medidas específicas superam em proporção as listadas no NM.

Tabela 6

Distribuição da amostra para variáveis explicativas

<i>Variáveis</i>	<i>1</i>		<i>0</i>	
	<i>N</i>	<i>%</i>	<i>N</i>	<i>%</i>
TAG	332	72,3	127	27,7
CIE	382	83,2	77	16,8
COF	268	58,4	191	41,6
CPC	378	82,4	81	17,6
NM	303	66,0	156	34,4

O primeiro teste da *Hipótese 1A* é mostrado na Figura 8, que mostra o CAR com o comparativo entre as CN que ocorreram antes (em vermelho) e depois (em azul) da adoção obrigatória do CPC 15 - R1 (2011), para evidenciar o efeito ou a diferença entre os períodos. Neste gráfico, é observado a diferença estatística entre as companhias no dia 1 após o anúncio da CN, evidenciando o efeito positivo que a norma trouxe para as informações contábeis, melhorando a qualidade das informações e o *disclosure*, resultado em maior e evidente criação de valor para empresas que realizaram CN no período da pesquisa, obtidos pelo CAR. No entanto, é preciso ressaltar que, pela análise do CAR, no segundo e terceiro dias após o anúncio, a diferença entre o CAR médio antes do CPC e o CAR médio após o CPC não são estatisticamente distinguíveis (as partes sombreada se sobrepõem). Uma análise mais completa do efeito do CPC feita mais à frente com a análise de regressão.

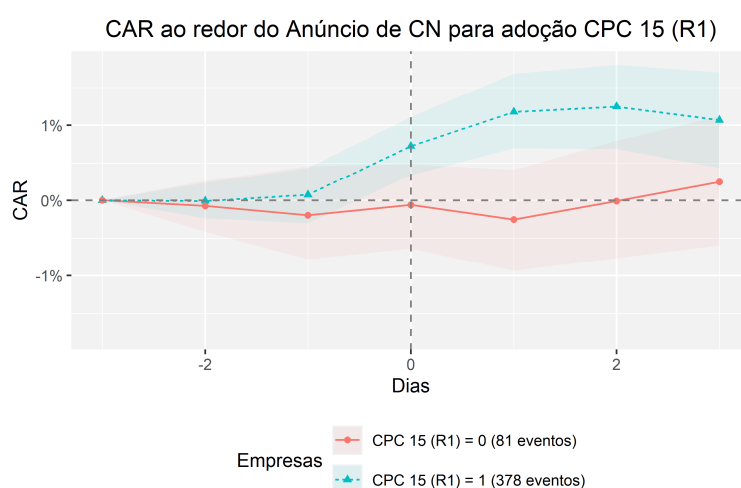


Figura 8. CAR ao redor do anúncio de CN para adoção do CPC 15 (R1)

O primeiro teste da *Hipótese 1B* é mostrado na Figura 9, que mostra o CAR separado para as empresas que adotam TAG, CIE e COF (em azul) e que não adotam (em vermelho). Além disso, a Figura mostra também o CAR para empresas listadas no NM (em azul) e companhias não listadas no NM mas em outros segmentos (em vermelho). A Figura 9 demonstra criação de valor para todos os casos nos quais a empresa adota cada medida de GC, já que o sombreado azul, que mostra o intervalo de confiança do CAR médio para as empresas que apresentam determinada característica de GC, não ultrapassa o limiar do zero após o anúncio.

Já o intervalo de confiança do CAR médio para as empresas que não adotam determinada característica de GC é, em geral, não estatisticamente diferente de zero, já que o sombreado vermelho ultrapassa o limiar do zero ao final da janela em todos os casos. Isto sugere diferença na criação de valor advinda destas práticas. No entanto, os intervalos de confiança de cada grupo em todas as figuras se sobrepõem, o que indica que o CAR médio das empresas que adotam TAG, CIE e COF e estão no NM não pode ser considerado estatisticamente diferente do CAR médio das empresas que não adotam TAG, CIE e COF e que não estão no NM.

Essas evidências expostas nos gráficos comparativos das medidas TAG, CIE, COF, e listagem no NM, corroboram para clarificar o efeito empacotador (*packers*). Esse efeito corresponde à inclinação maior do mercado em considerar como sendo de importância a adoção das medidas tratadas nesta pesquisa, como o *Tag Along* em 100% das ações, conselho de administração composto com agentes independentes e ou externos em ao menos 20% do total, conforme as diretrizes do IBGC e o emprego do conselho fiscal, todavia, isoladamente, as medidas produzem efeito marginal. Assim, parece ser de maior relevância o empacotamento de diversas medidas de GC para garantir uma estrutura robusta que propicie equidade entre controladores e não controladores e, conseqüentemente, gere um ambiente que viabilize a criação de valor por meio de combinações de negócios.

Para melhor entender os resultados das Figuras 8 e 9, foram realizadas as regressões conforme o modelo da Equação (3). As estatísticas descritivas das variáveis do modelo de regressão da Equação (3) são apresentadas na Tabela 7, juntamente com a estatística do *MTB_Iano* da Equação (5), que será apresentada mais à frente. Os resultados para o CAR são os mesmos da Tabela 4, e os dados de média das variáveis de GC e do CPC são as mesmas da Tabela 6.

Ainda, é possível observar que, na média, as empresas da amostra têm rentabilidade positiva, índice MTB maior que dois, são de grande porte (a média é próxima ao terceiro quartil) e sua dívida líquida apresenta valor médio em 0,067, indicando endividamento dentro de níveis de controle razoáveis para as companhias da amostra. Os testes do modelo de regressão foram realizados com dados *winsorizados*. É importante salientar que as estimações de todas as regressões aplicadas na pesquisa foram feitas buscando atender as premissas de *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE), que visa propiciar a melhor relação linear esperada entre as variáveis, com distribuição amostral não viesada e menor variância nos estimadores.

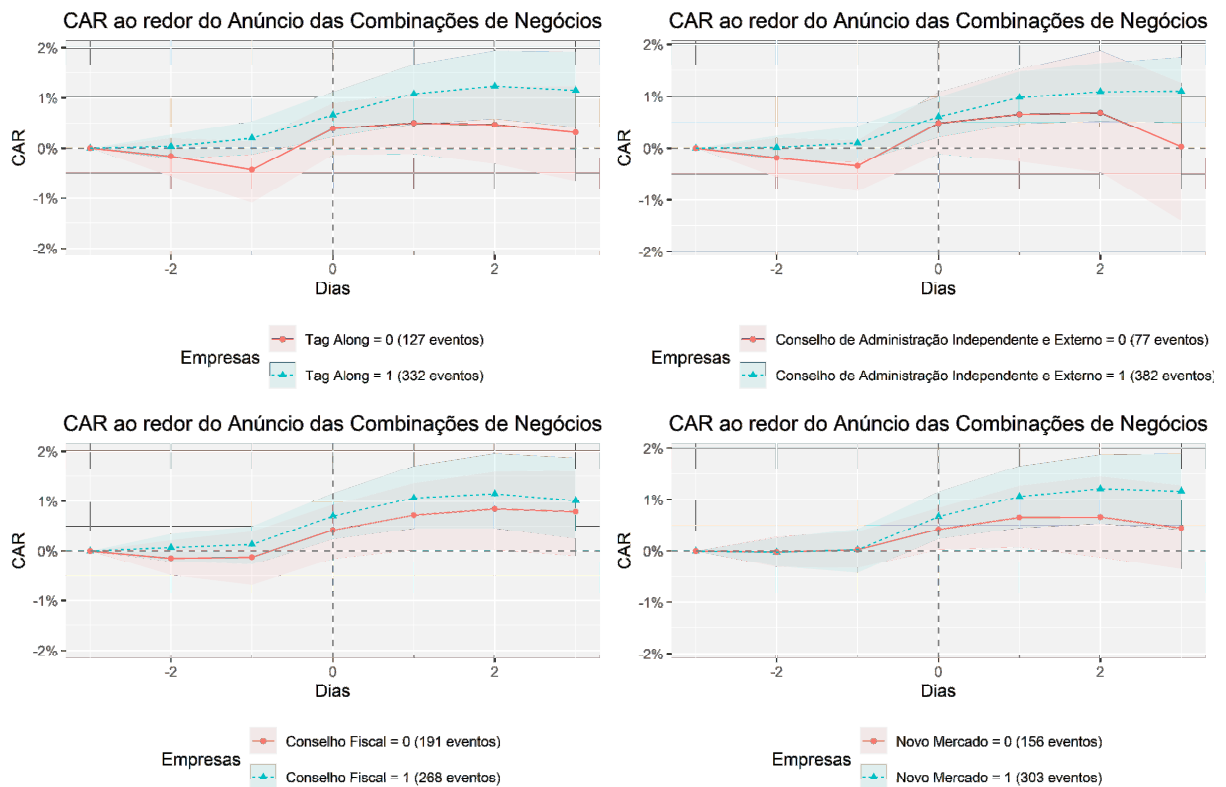


Figura 9. CAR ao redor do anúncio de CN para adoção das práticas de Governança Corporativa

Tabela 7

Estadística descritiva modelos de regressão

<i>Estatística</i>	<i>N</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>1º Quartil</i>	<i>3º Quartil</i>	<i>Máximo</i>
CAR	459	0,898	4,922	-8,110	-2,300	3,500	11,500
<i>MTB_1ano</i>	455	2,347	1,887	0,442	1,011	3,115	7,651
Porte	443	16,114	1,874	13,300	14,732	17,079	20,446
Dívida líquida	443	0,067	0,275	-0,622	-0,037	0,258	0,421
ROA	441	0,013	0,016	-0,016	0,003	0,022	0,050
<i>MTB_evento</i>	459	2,416	1,950	0,472	1,033	3,018	7,619
TAG	459	0,723	0,448				
CIE	459	0,832	0,374				
COF	459	0,584	0,493				
CPC	459	0,824	0,382				
NM	459	0,660	0,474				

Na Tabela 8, são apresentadas duas colunas, 1 e 2, com resultados do modelo com efeitos fixos de firma e de ano aplicado na pesquisa para a regressão do CAR. A Coluna 1 mostra os resultados da estimação da Equação (3), na qual é possível observar que apenas o Porte das empresas apareceu como estatisticamente significativo na análise, a 1% com sinal negativo. Este resultado corrobora com estudos de Alexandridis et al. (2017) e Moeller, et al. (2004), indicando que o tamanho da companhia tem impacto negativo na criação de valor, possivelmente por excesso de confiança (*hubbres*) por parte de *insiders* e problemas de agência,

além de decisões por parte de controladores e diretores buscando benefícios próprios em detrimento de não controladores somados aos próprios efeitos de “vigilância de mercado”.

Desta forma, foi feita a análise na Coluna 2, na qual as variáveis de GC e do CPC interagem com a variável Porte de modo a investigar se seus efeitos variam de acordo com o tamanho das empresas. Os resultados da Coluna 2 mostram que apenas a *dummy* indicando o período pós vigência do CPC 15 - R1 (2011) foi positiva estatisticamente significativa, quanto sua interação com o Porte foi negativa e estatisticamente significativa. Ou seja, quanto maior o tamanho da companhia, menor o efeito positivo de aplicação do CPC 15 - R1 (2011).

Isso pode ser explicado, pelo entendimento de que, empresas maiores sofrem melhor acompanhamento ou “vigilância” por parte do mercado, como por exemplo agências reguladoras, investidores institucionais e fornecedores de créditos em comparação a companhias menores. Com isso, a adoção de normas que melhorem a qualidade das informações contábeis e o *disclosure*, em média produzem um efeito maior em pequenas empresas, uma vez que a vigilância de mercado é menor para tais empresas, somados a menores problemas de agência e pouco espaço para *hubbres* devido à posição da companhia frente ao mercado, que demanda maior assertividade nas decisões estratégicas como CN.

Assim, a *Hipótese 1A* da pesquisa pôde ser confirmada, com a ressalva do papel moderador do porte. Esse resultado corrobora com a literatura que indica maior valoração para empresas que apresentam melhor *disclosure* ao mercado (Souza & Borba, 2017), principalmente para aquelas que tinham menor qualidade de *disclosure* dado seu menor porte.

Esse resultado demonstra a notoriedade das informações contábeis para os *stakeholders*, que carrega importância ainda maior para não controladores ou minoritários (*outsiders*), dado a posição desfavorável que não controladores tem em comparação aos controladores (*insiders*), no que diz respeito à acesso a informações relevantes tempestivamente. Assim, pode-se compreender que melhoramentos da qualidade das informações contábeis e no *disclosure* são mecanismos que geram valor e conseqüentemente agem como proteção aos *outsiders*, embora não apenas a estes.

Deste modo, compreende-se que as normas internacionais de contabilidade emitidas pelo *International Financial Reporting Standards Foundation* (IFRS), e suas representações brasileiras emitidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) são importantes mecanismos para criação de valor aos *stakeholders*, principalmente para as empresas de menor porte, e devem ser incentivadas pelo mercado como um todo.

Tabela 8
Modelo de regressão - CAR

	<i>Variável Dependente</i>	
	<i>CAR</i>	
	<i>(1)</i>	<i>(2)</i>
TAG	-0,007 (0,015)	0,035 (0,135)
CIE	0,016 (0,013)	0,030 (0,133)
COF	-0,005 (0,013)	-0,011 (0,124)
CPC	0,017 (0,022)	0,143** (0,066)
NM	-0,017 (0,022)	0,168 (0,236)
Porte	-0,032*** (0,011)	-0,017 (0,016)
ROA	-0,083 (0,297)	-0,023 (0,300)
MTB_evento	0,0001 (0,004)	0,0001 (0,004)
Dívida líquida	0,029 (0,028)	0,030 (0,027)
Porte x CPC		-0,008** (0,004)
Porte x TAG		-0,003 (0,008)
Porte x CIE		-0,001 (0,008)
Porte x COF		0,0004 (0,008)
Porte x NM		-0,011 (0,014)
Constante	0,379** (0,160)	0,111 (0,257)
Efeitos Fixos de Empresas	Sim	Sim
Efeitos Fixos de Anos	Sim	Sim
Observações	441	441
R ²	0,452	0,464
R ² Ajustado	0,065	0,067
Desvio Padrão Residual	0,047	0,047
Estatística F	1,168	1,170

Notas: * p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01; (erro padrão)

É importante notar que a adoção do CPC é obrigatória, diferentemente da adoção das medidas de GC ou mesmo a listagem no NM, que são optativas pelas companhias, corroborando com a percepção positiva do efeito de adoção CPC 15 - R1 (2011). Assim, os resultados da Tabela 8 indicam que as medidas obrigatórias têm um efeito mais significativo do que medidas optativas, de modo que a *Hipótese 2A* não pôde ser confirmada, dado que as regressões não apresentaram significância estatísticas para nenhuma variável de governança corporativa.

4.2 Criação de valor de longo prazo

O próximo passo da pesquisa foi analisar a criação de valor de longo prazo com base nos resultados do *MTB_1ano*. A Tabela 9 mostra as estatísticas descritivas (dados *winsorizados*) do *MTB_1ano* para os 455 eventos (4 eventos excluídos), para os quais esta variável estava disponível, incluindo também os valores do MTB na data do evento e sua consequente variação (diferença entre as duas variáveis). Na média, as empresas que fizeram CN apresentam um MTB de 2,347 um ano após o evento, valor um pouco menor que o valor médio na data do evento (2,416), de modo que a variação média foi negativa. Estes dados podem ser vistos também nos histogramas destas variáveis apresentados na Figura 10.

A variação demonstra que em média o MTB foi negativo um ano após as combinações de negócios se comparado ao MTB da data do evento, fortalecido pelo valor mínimo observado da variação. Isto indica haver companhias que obtiveram variação negativa acentuada no período de um ano, desta forma, a variação negativa demonstra retração do MTB das companhias que realizaram CN no período da pesquisa após um ano ao evento. É possível que essas inferências sejam indicativos de que poucas sinergias podem ter sido auferidas no período de um ano. Contudo, não é trivial inferir destruição de valor em períodos mais longos, haja vista, ocorrerem diversos eventos endógenos e exógenos que se sobrepõem a CN e impactam diretamente a razão do MTB das companhias. Para melhor entender o fenômeno, é preciso recorrer à análise de regressão.

Tabela 9

Estatística descritiva MTB

	<i>N</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>1º Quartil</i>	<i>3º Quartil</i>	<i>Máximo</i>
<i>MTB_1ano</i>	455	2,347	1,887	0,442	1,011	3,115	7,651
<i>MTB_evento</i>	459	2,416	1,950	0,472	1,033	3,018	7,619
<i>Variação no MTB</i>	455	-0,099	1,001	-2,534	-0,492	0,354	1,902

Apesar de o Porte não ter sido significativo nesta regressão, foi seguida a mesma lógica de análise da seção anterior, isto é, foram aplicadas interações nas variáveis de interesse com o porte e os resultados são apresentados na Coluna 2 da Tabela 10. Os resultados da regressão incluindo interações com o porte (Coluna 2) mostram que, além das variáveis MTB na data do evento e ROA, os resultados indicam haver relação positiva (a 10% de significância) entre a criação de valor em CN com a adoção do conselho de administração com ao menos 20% dos agentes independentes e ou externos (variável CIE). Os resultados indicam que quando CIE assume valor 1, o MTB é, na média, 4,63 pontos maior do que quando CIE assume o valor zero,

quando controlado o efeito do Porte. E, da mesma forma que na análise da seção anterior (4.1), este resultado é menor para empresas de maior porte, uma vez que a interação entre CIE e Porte é negativa e estatisticamente significativa a 10%. Ou seja, quanto maior o porte da companhia menores são os efeitos de adoção do conselho de administração com composição de ao menos 20% de integrantes externos e ou independentes.

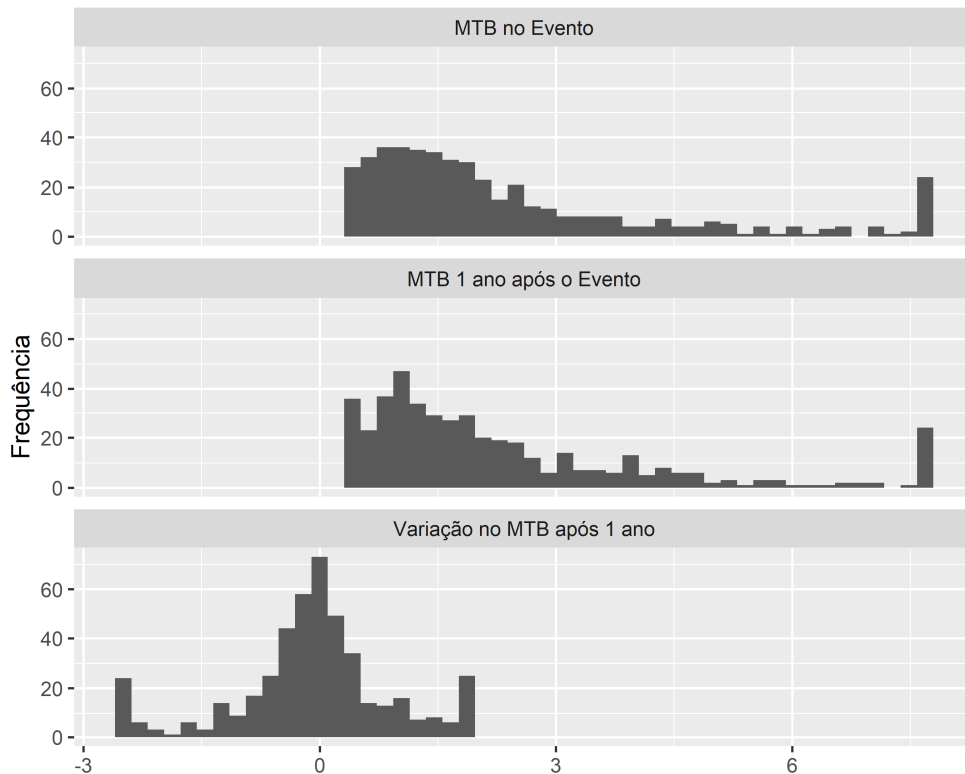


Figura 10. Dispersão estatística dos dados de MTB

Para as variáveis de GC, com exceção ao CIE, os resultados permaneceram também sem significância estatística no modelo *MTB_1ano*, não sendo possível atribuir relação entre a adoção das medidas específicas de GC como a TAG e COF, e da listagem no NM, com a criação de valor de longo em CN. Também sendo válido para a adoção do CPC 15 - R1 (2011), cujos resultados permaneceram significantes apenas na análise de curto prazo. Assim, a *Hipótese 1B* da pesquisa não pôde ser confirmada. Já quanto à *Hipótese 2B*, pôde ser confirmada apenas de modo parcial, já que a única variável de GC estatisticamente significativa para explicar a criação de valor de longo prazo foi o CIE, e apenas quando controlados pelo efeito moderador no porte.

Tabela 10
Modelo de regressão – MTB *I*ano

	<i>Variável Dependente</i>	
	<i>MTB_1ano</i>	
	<i>(1)</i>	<i>(2)</i>
TAG	-0,225 (0,325)	-2,355 (2,326)
CIE	0,213 (0,287)	4,630* (2,736)
COF	0,201 (0,245)	-1,700 (2,292)
NM	-0,534 (0,486)	-6,103 (3,835)
CPC	0,107 (0,231)	0,462 (1,202)
ROA	14,614*** (5,430)	15,220*** (5,268)
MTB_evento	0,558*** (0,078)	0,532*** (0,080)
Dívida líquida	-0,139 (0,460)	-0,094 (0,455)
Porte	-0,210 (0,203)	-0,392 (0,282)
Porte x TAG		0,135 (0,136)
Porte x CIE		-0,267* (0,154)
Porte x COF		0,119 (0,146)
Porte x NM		0,334 (0,218)
Porte x CPC		-0,019 (0,072)
Constante	3,993 (2,830)	7,021 (4,497)
Efeitos Fixos de Empresas	Sim	Sim
Efeitos Fixos de Anos	Sim	Sim
Observações	437	437
R ²	0,871	0,874
R ² Ajustado	0,780	0,782
Desvio Padrão Residual	0,878	0,875
Estatística F	9,653***	9,495***

Notas: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01; (erro padrão)

A Tabela 11 mostra um resumo dos resultados obtidos nas análises de regressão da criação de valor de curto prazo (CAR) e de longo prazo (*MTB_1ano*). Na análise de curto prazo, apenas a variável Porte alcançou significância estatística, apresentando resultados de acordo com o sinal esperado. Já incluindo o efeito moderador do porte, o CPC apresentou efeito positivo e estatisticamente significativo, conforme o esperado, sendo menor para as empresas de porte maior. Na análise de longo prazo, ROA e MTB apresentaram forte significância estatística com o sinal positivo nas duas especificações. Quanto às variáveis de interesse, apenas incluindo

o efeito moderador do porte foi possível identificar que empresas com CIE tiveram maior criação de valor de longo prazo, conforme o esperado, sendo que este efeito é também menor para empresas de porte maior.

Tabela 11

Resumo dos resultados das variáveis do estudo

<i>Sigla</i>	<i>Sinal esperado</i>	<i>CAR</i>		<i>MTB 1ano</i>	
		<i>(1)</i>	<i>(2)</i>	<i>(1)</i>	<i>(2)</i>
TAG	+	-0,007	+0,035	-0,225	-2,355
CIE	+	+0,016	+0,030	+0,213	+4,630*
COF	+	-0,005	-0,0110	+0,201	-1,700
CPC	+	+0,017	+0,143**	+0,107	+0,462
NM	+	-0,017	+0,168	-0,534	-6,103
Porte	-	-0,032***	-0,017	-0,21	-0,392
ROA	-	-0,083	-0,023	+14,614***	+15,220***
MTB_evento	+	+0,0001	+0,0001	+0,558***	+0,532***
Dívida líquida	+	+0,029	+0,03	-0,139	-0,094
Porte x CPC	?		-0,008**		-0,019
Porte x TAG	?		-0,003		+0,135
Porte x CIE	?		-0,001		-0,267*
Porte x COF	?		+0,0004		+0,119
Porte x NM	?		-0,011		+0,334

Notas: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

5 Conclusão

Esta pesquisa se propôs a investigar a relação entre medidas específicas de governança corporativa, TAG, CIE e COF, assim como a listagem no segmento do NM, que representa um empacotamento de medidas de GC, juntamente com o melhoramento na qualidade e *disclosure* das informações contábeis, medidas pela adoção do CPC 15 - R1 (2011), e a criação de valor de curto e longo prazo em combinações de negócios. O propósito do trabalho foi evidenciar a importância destas medidas na mitigação dos efeitos de assimetria de informações e problemas de agência que desfavorecem acionistas não controladores (*outsiders*). Os resultados mostraram criação de valor no curto prazo por meio do estudo de eventos, demonstrando reação positiva do mercado a partir da data do anúncio da combinação de negócios, acumulando média de 1% três dias depois o evento. A criação de valor evidenciada fortalece a literatura recente, que indica mudança de paradigma de destruição de valor para criação de valor em CN, indicando percepção positiva do mercado quanto à divulgação de CN.

A criação de valor em CN obtida na pesquisa é um forte indício de melhorias em relação aos problemas de agência e assimetria da informação que desfavorecem *outsiders*, pois essa recente mudança surge como sinônimo de decisões com maior equidade, gerando benefícios a controladores e não controladores, mas não se limitando apenas a isto. A relação entre as medidas de GC e melhoramentos na qualidade e *disclosure* das informações contábeis com a criação de valor em CN, apontaram relação positiva com a adoção do CPC 15 - R1 (2011), com a peculiaridade de que este efeito é menor para empresas de grande porte. Isto é, quanto maior o porte da companhia, menores foram os efeitos de adoção do CPC 15 - R1 (2011).

Os efeitos de “vigilância de mercado” podem colaborar com esse efeito moderador negativo entre porte e adoção do CPC 15 - R1 (2011), dado que maiores empresas “sofrem” maior acompanhamento, cobertura ou vigilância de mercado por meio de agências reguladoras, investidores institucionais e fornecedores de créditos em comparação a companhias menores, que, por sua vez, necessitam de decisões mais assertivas com pouco espaço para erros ou *hubbres*, dado a posição que se encontram de concorrência frente ao mercado. As medidas de GC, sejam as específicas ou as que resultam da listagem no NM, não foram estatisticamente significantes para explicar a criação de valor de curto prazo.

Ao se analisar a criação de valor de longo prazo, o CPC já não foi mais significativo, dando lugar à variável CIE. Isto é, o implemento do conselho de administração com ao menos 20% dos membros independente e ou externos produz efeitos positivos na criação de valor em CN. Notadamente, esse resultado enaltece a importância de medidas que produzam equidade

entre acionistas controladores e não controladores, sendo que membros independentes e externos são um elemento de proteção aos não controladores, no entanto o bom emprego do CIE produz benefícios a todos os acionistas como um todo. Esse resultado é de relevante importância para o contexto brasileiro que tem a característica de maior concentração de poder em poucos entes controladores, evidenciando que o CIE é uma importante medida de proteção aos não controladores.

Além disso, de igual forma o porte da companhia apresentou relação negativa com a variável em questão. As razões para a relação negativa da interação do porte da companhia com a relação positiva do CIE na criação de valor em CN seguem os mesmos raciais percorridos para a adoção do CPC 15 - R1 (2011) e sua interação com porte da empresa. Essa relação demonstrada entre o porte da companhia e as variáveis CPC e CIE podem ser um indicativo de que o próprio porte da operação de CN tenha significativo impacto para criar ou destruir valor, haja vista que pesquisas anteriores teceram contribuições a respeito, mostrando haver maior destruição de valor em *megadeals*. Entretanto, não foi possível implementar tal análise nesta pesquisa, devido a não obtenção dos dados de valor das operações da amostra de forma generalizada, pois a base utilizada apresentou poucos dados do valor da operação, impossibilitando a sua utilização na análise de regressão. Pesquisas futuras poderão fazer uso da variável porte da operação com intuito de buscar essa relação, possivelmente negativa, com o porte e criação de valor em CN.

Outro resultado evidenciado na pesquisa é o apontamento de semelhanças com pesquisas anteriores que exploraram mercados mais evoluídos comparado ao brasileiro, como o mercado americano. Isto é, foram encontradas similaridades entre os mercados brasileiro e americano, mais especificamente na maior quantidade de operações observada em períodos pós crises, além de ser evidenciado por meio do estudo de evento que o mercado brasileiro tem se comportado no espectro de eficiência semiforte, dado que as informações de CN foram incorporadas ao valor das ações de forma tempestiva e em sentido positivo, fortalecendo evidências com respeito à criação de valor em CN.

Os resultados dialogam com recentes pesquisas que discorre haver melhora substancial oriunda da adoção obrigatória das IFRS no mercado brasileiro. Assim dizendo, as importantes mudanças nas normas contábeis e estruturas de GC fomentaram o mercado acionário brasileiro, impactando a sua eficiência com respeito à simbiose das informações no valor das ações de forma tempestiva, sendo um importante fator que contribui para a proteção de acionistas não controladores, justamente por prover melhor equidade no acesso às informações, dado essa forte

característica de concentração de capital controlador no mercado brasileiro que desfavorece *outsiders* ou não controladores.

As demais variáveis TAG e COF, exploradas na pesquisa, embora tenham demonstrado marginal acréscimo na criação de valor, não resultaram em regressões com significância estatística. Das variáveis de controle utilizadas com respaldo na literatura, na análise de curto prazo, apenas o porte se mostrou significativo, com sinal negativo. A literatura apresenta razões que testificam com essa pesquisa para esse efeito de destruição de valor em companhias de maior porte, descrevendo excesso de confiança (*hubbres*) por parte de *insiders* e problemas de agência, além de decisões por parte de controladores e ou diretores que expropriam valor em benefício próprio, seja por crescimento inorgânico que culmina em maiores remunerações e alcance de metas ou prestígio das operações realizadas.

Na análise de longo prazo, duas variáveis de controle apresentaram forte significância estatística, sendo o MTB na data do evento e o ROA, ambos com relação positiva na criação de valor em CN. Como esperado, o MTB na data do evento possui alta relação com o MTB um ano após a operação, e o ROA, pode indicar que empresas mais rentáveis são aquelas que de fato geram mais valor no longo prazo. Pesquisas futuras, portanto, devem levar estas variáveis em consideração.

A relação positiva encontrada na adoção do CPC 15 - R1 (2011) com a criação de valor em CN, denota a relevante importância na qualidade das informações contábeis e o nível de *disclosure*, como um mecanismo benéfico para as companhias. Portanto, muito além da sua obrigatoriedade de adoção, devem ser fomentadas nas companhias de tal forma que as informações contábeis prestadas ao mercado sejam apresentadas com alta lisura, transparência e qualidade, minimizando a assimetria informacional, proporcionando melhor equidade entre controladores e não controladores, assegurando a *outsiders* subsídios para identificar oportunidades e riscos de investimentos. De igual forma, a GC deve constituir uma estrutura robusta com associação de diversos mecanismos (efeito *packers*), que propiciem maior equidade entre controladores e não controladores, viabilizando a criação de valor, que é benéfica não somente aos não controladores mas todos *stakeholders* das companhias.

A interpretação dos resultados da pesquisa, devem ser realizadas à luz das limitações presentes no estudo. Embora se tenha tomado os devidos cuidados para minimizar vieses, modelos econométricos em pesquisas no campo econômico carregam a preocupação de endogeneidade, além de possível omissão de variáveis de controle e as próprias limitações na amostra adotada. Ainda, pesquisas futuras podem explorar outro constructo de criação de valor,

além daqueles utilizados nesse estudo, investigado através do CAR e MTB, que carregam subjetividades a depender das intenções dos investidores, seja pela perspectiva de tempo ou mesmo alocação de capital. Outro enfoque não explorado na pesquisa, é a criação de valor para companhias investidas e não somente nas investidoras, que podem ser exploradas em pesquisas futuras.

Em arremate, a pesquisa apresentou importante contribuição para a literatura contemporânea, descrevendo as similaridades encontradas entre o mercado brasileiro em comparação ao mercado americano, evidenciando a maturidade do mercado nacional, que segue em rota de convergência com mercados maduros e economias desenvolvidas. Além disso, a pesquisa descreveu um constructo para pesquisas futuras que buscarão estabelecer a relação entre medidas de GC e qualidade e o nível de *disclosure* das informações contábeis com a criação de valor em operações de CN, aprimorando o arcabouço teórico na literatura brasileira. Até onde foi observado, esta pesquisa também inova ao explorar medidas específicas de GC e a adoção do CPC 15 - R1 (2011) com a criação de valor em CN. Sob o espectro de proteção aos acionistas não controladores ou *outsiders*, que, certamente, figuram em posição menos privilegiada com respeito ao acesso as informações relevantes de forma tempestiva em relação a acionistas controladores ou *insiders*, pode-se assim definir que os resultados apresentados na pesquisa, constituem-se como um refrigerio para acionistas não controladores.

Referências

- Alexandridis, G. & Antypas, N. & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance, Elsevier*, 45(C), 632-650. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010>.
- Araújo, A. M. P. & Assaf, A., Neto (2003). Contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(33), 16-32. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772003000300002>.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, (Wiley-Blackwell), 6(2), 159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>.
- Barth, M. E., Landsman, W. R. & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46, 467-498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3–37. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00014-1).
- Bommaraju, R., Ahearne, M., Hall, Z. R., Tirunillai, S., & Lam, S. K. (2018). The impact of mergers and acquisitions on the sales force. *Journal of Marketing Research (JMR)*, 55(2), 254–264. <https://doi.org/10.1509/jmr.16.0059>.
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhardt, M. C. (2008). *Administração financeira: teoria e prática*. 6 reimpr. São Paulo: Atlas.
- Brown, N. C., Crowley, R. M., & Elliott, W. B. (2020). What are you saying? Using topic to detect financial misreporting. *Journal of Accounting Research*, 58(1), 237–291. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12294>.
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2003). *Fusões, aquisições e takeovers: Um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas*. Caderno De Pesquisas Em Administração. 10(2), 17-38. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/238753497_Fusoes_aquisicoes_e_takeovers_Um_levantamento_teorico_dos_motivos_hipoteses_testaveis_e_evidencias_empiricas.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *RAE: Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206–220. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902009000200007>.
- Camargos, M. A., & Coutinho, E. S. (2008). A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *RAC - Eletrônica*, 2(2), 273–295. Recuperado de <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=foh&AN=31976671&lang=pt-br&site=ehost-live>.

- Camargos, M. A., & Camargos, M. C. S. (2015). Mapeamento da produção científica sobre fusões e aquisições na literatura nacional, 1994 a 2014. *Revista Gestão & Tecnologia*, 15(3), 101–137. <https://doi.org/10.20397/2177-6652/2015.v15i3.509>.
- Castro, D. M. F. (2010). *Criação de valor em fusões e aquisições* (Dissertação de Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. doi:10.11606/D.12.2010.tde-03112010-194441 .
- Collins, D. W., & Kothari, S. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 143–181. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90004-9](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90004-9).
- Collins, D. W., Maydew E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-676. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3).
- Ermel, M. D. A., & Martelanc, R. (2018). Antecedentes e consequências da participação de advisor em fusões e aquisições. *RAC - Revista de Administração Contemporânea*, 22(6), 859–884. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2018170282>.
- Fasolin, L., Brizolla, M., Silva, A., & Klann, R. (2020). Características de companhias: Práticas de combinação de negócios. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 11(2), 8-23. Recuperado de <https://doi.org/10.5380/rcc.v11i1.5409>.
- Florio, C., Lionzo, A., & Corbella, S., (2018). Beyond firm-level determinants: The effect of M&A features on the extent of M&A disclosure. *Journal of International Accounting Research: Fall*, 17(3), 87-113. <https://doi.org/10.2308/jiar-52226>.
- Hamberg, M., Paananen, M. & Novak, J. (2011). The adoption of IFRS 3: The effects of managerial discretion and stock market reactions. *European Accounting Review*, 20(2), 263-288. <https://doi.org/10.1080/09638181003687877>.
- Harris, R. (2002). A lesson before buying. *CFO*, 18(5), 58. Recuperado de <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=6628211&lang=pt-br&site=ehost-live>.
- Hendriksen, E. S. & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Hoberg, G., & C. M. Lewis. (2017). Do fraudulent firms produce abnormal disclosure? *Journal of Corporate Finance*, 43, 58–85. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.007>.
- International Financial Reporting Standards - 3, de 1 janeiro de 2010. *Business combinations*. Recuperado de <https://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/IFRS%203.pdf>.
- Instituto Brasileiro De Governança Corporativa (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. (5a ed.) São Paulo. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br>
- Instrução normativa CVM n. 480/09, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado de <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>.

- Jensen, M. C. & Mecklin, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. Recuperado de <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=4496829&lang=pt-br&site=ehost-live>.
- Kayo, E. K., Patrocínio, M. R., & Martin, D. M. L. (2009). Intangibilidade e criação de valor em aquisições: O papel moderador do endividamento. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, 44(1), 59-69. Recuperado de <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/v4401059.pdf>.
- Kormendi, R., & Lipe, R. (1987). Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business*, 60(3), 323-345. Recuperado de <https://doi.org/10.1086/296400>.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm.
- MacKinlay, A. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. <https://www.jstor.org/stable/2729691>.
- Moeller, S., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/3694766>.
- Moeller, S., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). *Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave*. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00745.x>.
- Motta, J. L. F. da, Oliveira, P. V. C. de, Cavazotte, F. de S. C. N., Figueiredo, A. C., & Klotzle, M. C. (2013). Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. *Revista de Administração FACES Journal*, 12(4), 100-118. Recuperado de <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=95730456&lang=pt-br&site=ehost-live>.
- 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 (Setembro-Dezembro). <https://doi.org/10.1590/1808-057x201411260>
- Nurnberg, H., & Sweeney, J. (1998). Comparative effects of alternative methods of accounting for business combinations. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(1), 16. Recuperado de <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=1254658&lang=pt-br&site=ehost-live>.
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 216-233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>.

- Pronunciamento técnico CPC 15 (R1), 04 de agosto de 2011. *Combinação de negócios*. Recuperado de http://www.cpc.org.br/pdf/CPC15_R1.pdf.
- PWC Brasil (2020). *Relatoria de fusões e aquisições Brasil – dezembro 2020*. Recuperado de <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2020/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-dezembro-20.html>.
- Sampaio, J., Gallucci, H., Netto, Silva, V. A. B. & Schiozer, R. (2020). Adoção obrigatória de IFRS, governança corporativa e valor da firma. *Revista de Administração de Empresas*, 60, 284-298. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020200405>.
- Santi, T. (2020). Mercado de fusões e aquisições deve crescer em 2020. *O Papel*, 81(1), 32. Recuperado de <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=foh&AN=141539379&lang=pt-br&site=ehost-live>.
- Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory*. Toronto: Pearson. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2004.02.005>.
- Shen, C.-H., Chen, Y., Hsu, H.-H., & Lin, C.-Y. (2020). Banking crises and market timing: Evidence from M&As in the banking sector. *Journal of Financial Services Research*, 57(3), 315–347. <https://doi.org/10.1007/s10693-019-00318-4>.
- Silva, A. C. R. da. (2017). *Metodologia da pesquisa aplicada a contabilidade*. Salvador, BA: UFBA, Faculdade de Ciências Contábeis, Superintendência de Educação a Distância. Recuperado de <https://repositorio.ufba.br/handle/ri/24428>.
- Silva, E., Kayo, E., & Nardi, R. (2016). Governança corporativa e criação de valor em aquisições. *REGE Revista De Gestão*, 23(3), 222-232. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2016.06.004>.
- Souza, M., & Borba, J. A. (2017). Value relevance vis-à-vis disclosure on business combinations and goodwill recognized by publicly traded brazilian companies. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 28(73), 77–92. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703240>.
- Vieira, B. L., Brito, S. S., Santana, B. J. R., Sanches, R. S. L., & Galdamez, C. E. V. (2017). Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE Revista de Gestão*, 24(3), 235–246. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2016.08.003>.
- Wangerin, D. (2019). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344–2378. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12520>.