



University of  
Texas Libraries



e-revist@s



Centro Unversitário Santo Agostinho

# revistafsa

[www4.fsnet.com.br/revista](http://www4.fsnet.com.br/revista)

Rev. FSA, Teresina, v. 19, n. 10, art. 5, p. 88-116, out. 2022

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

<http://dx.doi.org/10.12819/2022.19.10.5>

DOAJ DIRECTORY OF  
OPEN ACCESS  
JOURNALS

WZB  
Wissenschaftszentrum Berlin  
für Sozialforschung



MIAR



## Os Impactos Pós-Combinação de Negócios na Rentabilidade das Empresas Brasileiras

### The Profitability Impacts of Post Business Combination in Brazilian Companies

#### Isaac Pacheco Silva

Mestrando em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina  
Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina  
E-mail: isaacpachecosilva@hotmail.com

#### Suliani Rover

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela USP  
Professora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da UFSC  
E-mail: sulianirover@gmail.com

---

#### Endereço: Isaac Pacheco Silva

Rua Manoel Isidoro dos Santos, nº 120, Centro – CEP  
88490-000 - Paulo Lopes/SC/Brasil.

#### Endereço Suliani Rover

Universidade Federal de Santa Catarina. Campus  
Universitário – Trindade. Centro Socioeconômico –  
Bloco G – 3º andar – Sala 2 – CEP 88040-970.  
Florianópolis/SC, Brasil.

#### Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar Rodrigues

Artigo recebido em 21/05/2022. Última versão  
recebida em 07/06/2022. Aprovado em 08/06/2022.

Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review  
pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review  
(avaliação cega por dois avaliadores da área).

Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação



## RESUMO

Em busca de cenários de hegemonia, a Combinação de Negócios tem se demonstrado um interessante método para se posicionar no mercado. O objetivo deste estudo foi verificar possíveis impactos das Combinações de Negócios na rentabilidade de empresas de capital aberto. Para isso, foram analisadas 289 empresas listadas na B3, a fim de observar a realização de operações de Combinações de Negócios e o comportamento de suas rentabilidades em um período pós-aquisição. A pesquisa compreendeu desde o período de vigência do CPC 15 (R1), 2010, até o ano de 2017. A pesquisa classifica-se como descritiva e, em relação à abordagem do problema, é considerada qualitativa e quantitativa. Foram identificadas 386 Combinações de Negócios durante o período analisado. Os resultados obtidos por meio de regressão em painel apontaram que, em um primeiro momento, a Combinação de Negócios impacta negativamente na rentabilidade das empresas. Os resultados também demonstram que o goodwill reconhecido nas Combinações de Negócios impacta de forma positiva, embora minimamente, a rentabilidade das empresas em um período pós-aquisição.

**Palavras-chave:** Combinação de Negócios. Rentabilidade. Método Aquisição. Contabilidade Financeira. Goodwill.

## ABSTRACT

In search of hegemony scenarios, Business Combination has been an interesting method for market placement. The objective of this study was to verify possible impacts of business combinations in the profitability of publicly traded companies. 289 companies listed on B3 was selected to observe Business Combination operations and the behavior of their rentability in a period post-acquisition. The survey comprehended the period of validity of CPC 15 (R1), 2010, until the year 2017. The research is classified as descriptive and in relation to a problem approach is considered qualitative and quantitative. 386 Business Combinations were identified during the analyzed period. The results obtained through Panel Regression point out that, in a first moment, the Business Combination negatively impacts the profitability of the companies. The findings also show that the goodwill recognized in Business Combination has a positive impact, although minimally, on the companies profitability in a post-acquisition period.

**Keywords:** Business Combinations. Profitability. Acquisition Method. Financial Accounting. Goodwill.

## 1 INTRODUÇÃO

A disputa pelos diversos cenários de hegemonia no mercado, assim como a redução de custos para poder se manter nele, fez com que as empresas buscassem novos métodos de se manterem no mercado por meio de processos como fusão, incorporação, cisão e aquisição de empresas. Esses processos são denominados combinação de negócios, desde que a operação caracterize a obtenção de controle da companhia adquirida.

Os procedimentos que regulam as práticas contábeis sobre combinações de negócios no Brasil são determinados pelo Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, CPC 15 (R1, 2011), que tem por objetivo aprimorar as características qualitativas da informação contábil atinente às combinações de negócios.

Os investimentos são essenciais para a geração de capital na economia e, conseqüentemente, geram riqueza e crescimento para o país. O objetivo principal de um acionista ao realizar um investimento é a busca do retorno financeiro, embora, de acordo com Sunder (2014), eles realizem os investimentos antes mesmo de esperarem obter qualquer retorno. Sobre essa ótica, a contabilidade tem papel importante na geração da informação aos gestores, pois é a responsável por evidenciar a rentabilidade e mostrar os níveis de desempenho da companhia. Dessa forma, a contabilidade divulga relatórios sobre o desempenho passado, assim como as expectativas futuras de investimento dos acionistas, a fim de atrair novas participações no mercado (SUNDER, 2014).

O anúncio de uma combinação de negócio impacta diretamente o posicionamento das empresas adquirentes e adquiridas frente ao mercado financeiro. Em março de 2019, a detentora da Claro Brasil, América Móvil, informou a compra da Nextel Brasil em uma combinação de negócios envolvendo R\$ 3,4 bilhões. Segundo Melo (2019) e noticiado pelo Valor Econômico, as ações da América Móvil fecharam em uma alta de 3,5% na Bolsa de Nova York após essa compra. Em contraponto, as ações da até então dona da Nextel Brasil, NII Holdings, acabaram por recuar em torno de 28,8% na NASDAQ Stock Market.

O processo de combinação de negócios, realizado por meio da aplicação do método de aquisição, acaba determinando como será a participação da companhia adquirente no mercado. Existem muitas divergências sobre o desempenho operacional e de mercado de companhias no período de pós-aquisição. Segundo Brunner (2002), cerca de 20% a 30% das empresas que operacionalizaram combinações de negócios apresentaram retorno de capital aos acionistas, enquanto 60% a 70% das empresas não apresentaram esse retorno. Entretanto, o desempenho negativo está relacionado ao conceito de criação de valor, pois ele pressupõe

retorno financeiro aos acionistas e, nos casos analisados, apenas houve uma equiparação entre o valor investido e o retorno obtido. Vale ressaltar que a motivação da realização de uma combinação de negócios pode estar relacionada a outros fatores, como posição no mercado, dominação de territórios comerciais e hegemonia da marca.

De acordo com estudo realizado pela consultoria *The Boston Consulting Group* (BCG), e divulgado por Bouças (2017), as companhias brasileiras de capital aberto que realizaram fusões e aquisições nos últimos 20 anos apresentaram, em média, um retorno positivo aos acionistas quando comparadas às demais empresas que seguiram apenas o seu crescimento orgânico.

Com base na temática abordada, este estudo possui o seguinte problema de pesquisa: quais os impactos pós-combinações de negócios na rentabilidade das empresas brasileiras? Dessa forma, o objetivo do artigo é verificar quais os impactos que a combinação de negócios pode ter na rentabilidade das empresas brasileiras em um período pós-aquisição.

Para uma boa análise dos impactos na rentabilidade dessas empresas que realizam combinações de negócios, é primordial que as empresas apresentem boa divulgação de tais combinações, a fim de fornecer informações concretas para seus investidores. Shalev (2009) expõe que o nível de divulgação de combinações de negócios está positivamente relacionado a medidas de desempenho, como o ROA. Entretanto, estudos como o de Luz, Costa, Carvalho, Melo e Martins (2016) e de Souza (2015) apontam que, no Brasil, o nível de *disclosure* de combinações de negócios é considerado baixo. Com relação a essa divulgação das informações referentes às Combinações de Negócios, o estudo realizado por Ferrer (2016) buscou analisar os impactos da divulgação das informações da IFRS 3 com o desempenho financeiro de empresas das Filipinas. O estudo constatou haver relação positiva entre a divulgação e o desempenho.

No Brasil, existe uma lacuna por não haver trabalhos acadêmicos que busquem os impactos das Combinações de Negócios na rentabilidade das empresas, já que a maioria dos estudos na área se relaciona ao nível de *disclosure* das empresas que realizam combinação de negócios. Estudos como o de Souza, Rover e Borba (2016) mostram que as empresas apresentam, em média, baixo nível de evidenciação. Nakayama e Saloti (2014) corroboram ao verificar um baixo nível de evidenciação em 2010, o primeiro ano de vigência do CPC 15.

Este estudo procura contribuir com a literatura sobre o tema, uma vez que, além da verificação do nível de evidenciação das combinações de negócios, busca os seus impactos na rentabilidade das companhias que a realizaram. Embora no Brasil não haja muitas pesquisas sobre o tema, há pesquisas estrangeiras em que o assunto foi abordado, como no trabalho de

Dinkinson, Wangerin e Wild (2016), que analisou os efeitos da combinação de negócios sobre a participação das empresas no mercado, concluindo que o mercado não apresentou nenhum efeito negativo sobre essas empresas. Dessa forma, entre os estudos relacionados, este é o que mais se assemelha a esta pesquisa e, portanto, considera-se interessante fazer uma análise semelhante no Brasil.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Combinações de Negócios

As regras contábeis relacionadas às companhias que estabelecem Combinação de Negócios são determinadas pelo Pronunciamento Técnico CPC 15(R1), que se aplica às operações de combinação de negócios entre entidades que não tenham controle em comum.

O CPC 15 (R1, 2011) dispõe sobre como o adquirente reconhece e mensura os ativos identificáveis adquiridos, assim como os passivos assumidos e as participações dos não controladores na companhia adquirida. No Pronunciamento também é possível mensurar o *Goodwill* (Ágio por Expectativa de rentabilidade futura) e ganhos provenientes de compras vantajosas.

Para a definição de uma Combinação de Negócios, é necessário que a companhia adquirente obtenha controle sobre a adquirida. Esse controle ocorre pela contraprestação através da entrega de ativos, aquisição de capital votante, entrega de instrumentos de capital ou até mesmo em outras formas com a qual o adquirente tenha o poder sobre os negócios da adquirida.

O CPC 36 (R3,2011), que trata de Demonstrações Consolidadas, estabelece como é detectado o controle do investidor sobre a investida. Dessa forma, a norma estabelece que o investidor controla sua investida quando possui poderes capazes de afetar os retornos da empresa e, por esse motivo, tem direitos e está exposto a esses direitos. Em relação a esse controle, o CPC 36 (R3, 2011, p. 09) ainda estabelece que ajudam na determinação do controle:

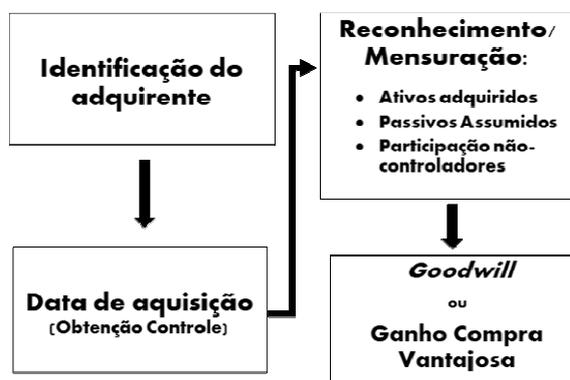
- (a) o objetivo e a estrutura da investida;
- (b) quais são as atividades relevantes e como as decisões sobre essas atividades são tomadas;

- (c) se os direitos do investidor lhe dão a capacidade atual de dirigir as atividades relevantes;
- (d) se o investidor está exposto a, ou tem direitos sobre, retornos variáveis decorrentes de seu envolvimento com a;
- (e) se o investidor tem a capacidade de utilizar seu poder sobre a investida para afetar o valor de seus retornos.

Desse modo, observando sempre o controle, as combinações de negócios devem ser feitas pelo método de aquisição, reconhecendo todos os itens dispostos na normativa sobre o ativo, passivo e sobre as participações societárias, além do reconhecimento e mensuração do ágil por rentabilidade futura (*goodwill*) ou do ganho de compra vantajosa.

Em uma Combinação de Negócios, o método de aquisição ocorre conforme Figura 1.

**Figura 1 – Determinações do CPC 15 (R1) em relação ao Método de Aquisição**



Fonte: elaborado pelos autores com base no CPC 15 (R1)

De acordo com o CPC 15 (R1, 2011), o adquirente geralmente é a entidade que emite instrumentos de participação societária. Entretanto, embora seja o CPC 36 (R3) quem dê as orientações sobre a identificação do adquirente, o CPC 15 (R1) complementa trazendo outras definições possíveis sobre o adquirente, como a entidade cujo tamanho relativo é significativamente maior em relação às demais entidades da combinação, a entidade cuja administração anterior à combinação seja capaz de comandar a entidade combinada, e a entidade da combinação cujos proprietários consigam ter a capacidade de eleger ou destituir os membros do conselho de administração, entre outros.

O CPC 15 (R1, 2011) ainda discorre sobre a data de aquisição, estabelecendo que essa é a data em que é obtido o controle da adquirida e que esse, normalmente, acontece quando a

empresa adquirente transfere a contraprestação pelo controle da adquirida. Entretanto, o adquirente pode obter o controle em data distinta à data de fechamento.

Outro conceito importante em uma Combinação de Negócios é em relação ao valor justo. O CPC 15 (R1, 2011, p. 21) conceitua valor justo como sendo o “preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração”.

Em uma Combinação de Negócios, o *goodwill* corresponde à diferença entre o valor pago e o valor justo dos ativos líquidos da adquirida. Já o ganho proveniente de compra vantajosa representa o excesso do valor justo em relação ao valor pago na adquirida.

A realização de uma Combinação de Negócios poderá ser positiva ou negativa para a companhia adquirente. Esse debate já foi objeto de estudo de Moiescu e Golomez (2018) que buscou analisar e comparar as vantagens e desvantagens das combinações de negócios, os impactos causados na entidade adquirente e se esse impacto é de fato necessário ou se as empresas se utilizam dele, independente de desvantagens. Os autores identificaram que as vantagens superam em muito as desvantagens, mas que isso depende também de outros fatores, como o número de concorrentes, o mercado em que a empresa opera, o sucesso do grupo a que pertence, o produto que vende, entre outros.

## 2.2 Rentabilidade

A rentabilidade é essencial para a continuidade de uma empresa, dessa forma, os índices de rentabilidade buscam expressar os resultados obtidos pela empresa com algum valor que expresse a dimensão relativa do mesmo (IUDÍCIBUS, 2009). Assaf Neto (2009, p.228), por sua vez diz que “esses indicadores têm por objetivo avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelem suas dimensões”.

Diante disso, comparar o lucro líquido em uma Demonstração de Resultado de duas empresas no mesmo período e auferir que a empresa que obteve o maior lucro é a mais rentável nem sempre é a melhor opção, e pode até mesmo ser uma conclusão arriscada, uma vez que existem outras dimensões da empresa que merecem ser analisadas.

De acordo com Matarazzo (2010), “Os índices de rentabilidade demonstram qual a rentabilidade dos capitais investidos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa”. Assim, os índices acabam sendo uma ferramenta interessante de análise da saúde financeira de uma empresa.

Índices de rentabilidade como Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE) verificam, de acordo com Marins, Miranda e Diniz (2018, p. 177), “o retorno obtido pelos acionistas considerando a estrutura de capital utilizada pela entidade em determinado período”. Entretanto, de acordo com Marins, Miranda e Diniz (2018), o Retorno sobre o Ativo (ROA) se torna um dos indicadores mais utilizados na prática, em que evidencia resultados baseados em investimentos realizados na empresa.

Segundo Luz *et al.* (2016, p. 101), “processos de reestruturação societária são motivados principalmente pela busca de sinergias operacionais e financeiras que forneçam às companhias envolvidas vantagens competitivas que lhe assegurem um melhor posicionamento no mercado.” Assim, na ótica de buscar um retorno sobre seus investimentos, a Combinação de Negócios pode ser uma oportunidade para que investidores consigam adquirir seus concorrentes e se manterem no mercado de forma competitiva e hegemônica.

No setor de beleza, por exemplo, conforme anunciado em 22/05/2019, a Natura adquiriu a Avon por um montante aproximado de R\$15 bilhões. De acordo com reportagem de Cilo (2019) e divulgada pela revista IstoÉ Dinheiro, a aquisição da multinacional americana Avon irá criar o quarto maior grupo de beleza do mundo, atuando em mais de 100 países, o que irá gerar um faturamento anual de cerca de US\$ 10 bilhões.

### 2.3 Estudos Relacionados

Foram identificados alguns relacionados a Combinações de Negócios. A Tabela 1 demonstra os principais estudos relacionando seus autores, datas de publicação, assim como seus objetivos e conclusões.

**Tabela 1 – Pesquisas Relacionadas**

| <b>Autores</b>            | <b>Objetivo</b>  | <b>Conclusões</b>  |
|---------------------------|--|--|
| Grosh (2001)              | Analisar se o desempenho operacional das empresas que realizaram fusões melhora após as aquisições.  | Não foi encontrada nenhuma evidência de que empresas que realizaram fusões possam aumentar o desempenho do fluxo de caixa após aquisições.     |
| Brunner (2002)            | Investigar se as combinações de negócios realizadas pelas empresas estão apresentando retornos financeiros aos seus acionistas.  | O estudo concluiu que cerca de 60% a 70% das empresas que realizaram combinações de negócios não apresentam retorno de capital aos acionistas. |
| Nakayama e Salloti (2014) | Investigar a divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios ocorridas no Brasil em 2010, quando entrou em vigor o Pronunciamento Técnico CPC 15, e avaliar quais foram os fatores determinantes para o nível de | Verificou-se que o índice de <i>disclosure</i> foi baixo, embora tenha sido o primeiro ano após a divulgação da norma.                         |

|   |   |  |
|---|---|--|
|   | divulgação das informações relacionadas com ele.  |  |
| Souza (2015)                                      | Fornecer evidências sobre a maneira com que as companhias abertas estão evidenciando as informações concernentes às suas combinações de negócios, bem como demonstrar se o nível de <i>disclosure</i> realizado e o goodwill reconhecido são significativos, estatisticamente, para explicar o preço da ação. | O nível médio de <i>disclosure</i> das combinações de negócios no Brasil é baixo, não sendo suficiente para proporcionar uma visão adequada dos métodos utilizados e dos referidos ativos adquiridos nas combinações de negócios. Além disso, os investidores valorizam companhias que apresentam maior transparência na sua divulgação.   |
| Souza, Rover e Borba (2016)                       | Identificar fatores determinante para explicar o nível de <i>disclosure</i> das combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 e 2013.  | As empresas brasileiras que realizaram combinações de negócios nos anos de 2010 e 2013 apresentaram, em média, baixo nível de evidenciação. Dentre outras, conclui-se que a variável <i>Goodwill</i> relativo se mostrou negativamente relacionada ao nível de <i>disclosure</i> e que a variável “Rentabilidade” mostrou-se significativa ao nível de 10%, com coeficiente negativo, o que indica que as adquirentes com menor índice de rentabilidade tenderam, em média, a realizar um maior nível de divulgação relativo à combinação de negócios. |
| Ferrer (2016)                                     | Como o índice de divulgação da IFRS 3 afeta desempenho financeiro, liquidez e alavancagem financeira de empresas listadas na bolsa em Filipinas.  | Os resultados do estudo sugerem haver relação positiva entre a divulgação da IFRS e o desempenho financeiro das companhias. O estudo observou não haver relação significativa entre a divulgação das combinações de negócios com o retorno sobre o patrimônio líquido das empresas analisadas.   |
| Dinkinson, Wangerin e Wild (2016)                 | Examinar como os métodos contábeis de compra e aquisição afetam a participação da empresa no mercado.   | O mercado não apresenta efeitos negativos sobre a rentabilidade em relação a margem bruta decorrente da contabilização de estoques, receitas diferidas, depreciações e amortizações em período pós-aquisição de combinações de negócios.   |
| Eloy e Souza (2018)                               | Identificar as características dos ativos intangíveis reconhecidos nas combinações de negócios e sua relação com as características das companhias de capital aberto brasileiras no período entre 2012 e 2014   | Em relação aos intangíveis identificados, os tipos “Marca”, “Carteira de clientes” e acordos de “Não competição” são os ativos intangíveis identificáveis mais reconhecidos nas combinações de negócios analisadas.  |
| Vieira, Brito, Santana, Sanches e Galdamez (2017) | Observar se há diferenças nos indicadores de liquidez, rentabilidade e alavancagem das demonstrações financeiras consolidadas das empresas brasileiras de capital aberto que efetuaram operações de F&A de 2010 a 2014  | Conclui-se que as operações de F&A submetidas à análise afetaram de forma significativa a liquidez das empresas, o que não ocorreu com a rentabilidade e a alavancagem   |

|                                  |  |  |
|----------------------------------|--|--|
| King, Lismeier e Wangerin (2020) | Examinar as diferenças nas associações entre o preço de ações pós-aquisição e os diferentes tipos de intangíveis adquiridos. | Os intangíveis apresentam uma associação semelhante entre os preços das ações e o <i>goodwill</i> . Intangíveis relacionados a tecnologias de P&D e relacionamento com cliente estão positivamente associados ao preço pós-aquisição, mas não foi encontrada associação para outros intangíveis. |
|----------------------------------|--|--|

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação aos estudos citados na Tabela 1, percebe-se que existe um grande interesse em investigar o nível de *disclosure* nas combinações de negócios. Souza (2015) examinou o *Value Relevance* do nível de *disclosure* das Combinações de Negócios e do *Goodwill* e concluiu que as empresas possuem um nível de evidenciação baixo de suas Combinações de Negócios. Já o estudo de Souza, Rover e Borba (2016) buscou identificar determinantes do nível de *disclosure* das Combinações de Negócios entre os anos de 2010 e 2013, analisando 202 combinações realizadas no período. Esses concluíram que as empresas brasileiras de capital aberto apresentam, em média, baixo nível de evidenciação e também que a variável “Rentabilidade” se mostrou significativa ao nível de 10%, com coeficiente negativo, o que indica que as adquirentes com menor índice de rentabilidade tenderam, em média, a realizar um maior nível de divulgação relativo à combinação de negócios. Assim, os estudos de Souza (2015) e de Souza, Rover e Borba (2016) corroboram ao concluir que, no Brasil, o nível médio de divulgação das combinações de negócios é baixo.

Embora o nível de divulgação seja considerado baixo por algumas pesquisas, outros pesquisadores buscaram analisar as características dos ativos intangíveis reconhecidos em combinações de negócios, uma vez que os intangíveis representam uma característica fundamental de combinação de negócio. Eloy e Souza (2018), por exemplo, buscaram investigar as características dos ativos intangíveis identificados em combinações de negócios, evidenciando quais tipos de ativos eram mais reconhecidos nas operações. Após analisarem 130 combinações de negócios ocorridas entre 2012 e 2014, concluíram que os ativos intangíveis identificados mais reconhecidos em combinações de negócios foram “Marcas”, “Carteira de Clientes” e “Acordos de Não Competição”.

O presente estudo busca analisar uma nova ótica relacionada à Combinação de Negócios, analisando seus impactos na rentabilidade das empresas, a fim de analisar se as operações de aquisições e obtenção de controle trouxeram às companhias adquirentes resultados econômicos em um período pós-aquisição. O estudo de Grosh (2001) buscou encontrar se o desempenho operacional das empresas que realizavam fusões iria aumentar após as aquisições. O estudo investigou as cem maiores aquisições divulgadas pelas Fusões e

Aquisições, durante o período de 1981 a 1995, e não encontrou evidências que comprovem uma melhora nos fluxos de caixa das empresas.

Desde a publicação desses estudos até a atualidade, muitos anos se passaram, e o mercado como um todo evoluiu de forma significativa, sendo que o desempenho das companhias pode ser decorrente da gestão de pessoas que estão à sua frente, gerindo políticas e decisões, da sinergia operacional, política tributária, da economia local e global. Por esse motivo, faz-se necessária uma atualização sobre os impactos que as operações de aquisições de empresas podem ter sobre suas rentabilidades assim como, recentemente, fizeram Dinkinson, Wangerin e Wild (2016), que buscaram analisar os efeitos das Combinações de Negócios sobre a participação das empresas no mercado.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 Tipologia do Estudo**

Este estudo pode ser classificado como empírico e, em relação aos objetivos, é descritivo, pois busca verificar quais variáveis decorrentes de combinações de negócios podem estar relacionadas aos impactos na rentabilidade das empresas. Utilizou-se nesta pesquisa uma análise documental, tendo em vista que as informações foram coletadas com base em notas explicativas. A abordagem do problema é qualitativa, por buscar determinar quais variáveis podem impactar a rentabilidade das empresas ao analisar o conteúdo referente às Combinações de Negócios em notas explicativas divulgadas pelas companhias abertas e quantitativa, já que empregou regressão em dados em painel para a análise dos dados.

#### **3.2 Seleção da amostra**

Neste estudo foram analisadas 289 companhias brasileiras de capital aberto listadas na bolsa de valores oficial do Brasil, B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, sendo que, dessas, 106 realizaram um total de 386 combinações de negócios, entre o período de 2010 e 2017. A amostra deste estudo pode ser evidenciada na Tabela 2.

**Tabela 2 – Seleção da Amostra**

|  |            |
|--|------------|
| <b>Empresas Listadas na B3 durante período analisado</b>   | <b>375</b> |
| (-) Empresas listadas nos subsetores Holdings, Intermediadoras Financeiras, Previdência e Seguros, Securitizadoras e Serviços Financeiros diversos | (72)       |
| (-) Empresas que deixaram a B3 durante o período analisado   | (11)       |
| (-) Empresas cujo exercício social difere do ano civil   | (3)        |
| <b>Total da Amostra de Empresas Analisadas</b>   | <b>289</b> |

Fonte: Dados da pesquisa

Do total de 375 empresas listadas durante o período analisado, foi optado por retirar as empresas que integravam os subsetores de *Holdings*, Intermediadoras Financeiras, Previdência e Seguros, Securitizadoras e Serviços Financeiros Diversos, uma vez que essas empresas apresentam características próprias que poderiam comprometer ou enviesar este estudo. Entre as empresas do setor financeiro, foram analisados somente os subsetores de exploração de imóveis e intermediação imobiliária.

Também foram retiradas desta pesquisa as empresas que, durante o período analisado, deixaram a B3, pois as informações referentes aos anos seguintes ao fechamento de capital não necessariamente estariam divulgando de forma acessível aos usuários da informação. Outro motivo pelo qual se optou pela retirada dessas empresas é que, pelo fato delas não terem suas ações negociadas na bolsa, poderiam afetar a pesquisa, já que este estudo não busca analisar os impactos das Combinações de Negócios das empresas que possuem o capital fechado ou que negociam suas ações em outros lugares.

Um terceiro corte na amostra foi realizado ao se excluir as empresas cujo exercício social diferia do ano civil, pois seus resultados não poderiam ser analisados como as demais empresas. Desse modo, foram excluídas as seguintes empresas: BIOSEV S.A., BRASILAGRO – CIA BRAS. DE PROP. AGRICOLAS e RAIZEN ENERGIA S.A.

Assim, a amostra final deste estudo totalizou 289 empresas. Dessas, nem todas realizaram combinações de negócios, entretanto, todas as empresas foram analisadas a fim de se compararem os impactos na rentabilidade das empresas que efetuaram Combinações de Negócios com aquelas que não efetuaram durante o período analisado.

### 3.3 Variáveis Analisadas

Para alcançar os objetivos deste estudo, foram analisadas algumas variáveis que, conforme verificado na literatura sobre o tema, podem ser impactadas com a Combinação de Negócios. Para isso, foram analisadas as variáveis Estoques, Ativo Imobilizado, Ativos Intangíveis Identificados e demais ativos intangíveis de vida útil definida. Dessa forma, buscaram-se as informações relativas a cada uma dessas variáveis em informações detalhadas em notas explicativas, e buscou-se, assim, inferir individualmente se suas variações impactaram na rentabilidade das companhias no período pós-aquisição.

#### 3.3.1 Variável dependente: ROA e ROE

Neste estudo, para observar a rentabilidade das companhias, foram feitas análises em relação a variáveis dependentes, utilizando o ativo total, lucro e o patrimônio das companhias.

**Retorno sobre os ativos (ROA):** evidencia o lucro obtido pela companhia a cada R\$1,00 de ativo, o que demonstra o retorno do capital próprio investido nos ativos da companhia. Iudícibus (2012) ressalta que, ao utilizar o lucro antes dos impostos, é possível calcular o verdadeiro recurso investidos no ativo, independentemente de sua origem ou ônus tributário. Para o efetivo cálculo desse índice, foi realizado o quociente entre o lucro operacional antes dos impostos e o seu ativo total.

**Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE):** evidencia o lucro obtido pela companhia a cada R\$1,00 de capital próprio investido pelos acionistas. Martins, Diniz e Miranda (2014) evidenciam que o retorno sobre o patrimônio líquido é o mais importante dos indicadores ao demonstrar a capacidade da empresa de remunerar o capital investido por seus acionistas. Desse modo, ele permite identificar se o desempenho operacional da empresa está sendo capaz de remunerar os seus acionistas. Para o cálculo desse índice, foi realizado o quociente entre o lucro operacional antes dos impostos e o seu patrimônio líquido.

#### 3.3.2 Variáveis explicativas: relacionadas a combinações de negócios

##### a) Estoques

Os estoques são essenciais para a operação das companhias e sua avaliação pode, entre outros fatores, determinar a participação da empresa no mercado. De acordo com Martins *et*

*al.* (2018), “os estoques são bens tangíveis ou intangíveis adquiridos ou produzidos pela empresa com o objetivo de venda ou utilização própria no curso normal de suas atividades”. A avaliação dos estoques, para fins de mensuração, deve ser por seu valor de custo ou valor realizável líquido, entre os dois, o menor. A transferência de estoques está diretamente ligada à transferência de riscos e benefícios futuros, o que implica que sua compra e venda em uma operação de combinação de negócios seja bem analisada para evitar riscos operacionais futuros à empresa.

Neste estudo foram analisadas as principais variações nas contas e estoques, comparando seu valor contábil com o seu valor justo no momento da combinação de negócios, a fim de analisar se, no período seguinte, essa variável teve ou não impacto sobre a rentabilidade da companhia.

## **b) Imobilizado**

O Ativo Imobilizado consiste, de acordo com a Lei nº 6.404/76, em “os direitos que tenham por objetivo bens corpóreos destinados à manutenção da atividade da companhia”. Dessa forma, classificam-se no ativo imobilizado todos os bens que são mantidos para uso ou produção de mercadorias e serviços. Em uma combinação de negócios, o Imobilizado da companhia adquirida deve ser bem mensurado devido aos impactos que sua depreciação, amortização, exaustão ou uma possível perda por redução ao valor recuperável pode impactar no resultado da companhia adquirente. O método de aquisição pede que sejam eliminadas as depreciações históricas acumuladas e que os ativos depreciáveis sejam valorados ao seu valor justo.

Desse modo, neste estudo, a variável Imobilizado foi analisada ao se comparar o seu valor contábil com o seu valor justo, a fim de analisar se o seu desgaste operacional impactou a rentabilidade das companhias no período seguinte à combinação de negócios.

## **c) Ativos Intangíveis Identificados**

O Pronunciamento Técnico CPC 04 – Ativo Intangível (R1) (2010, p.07) evidencia dois critérios de identificação de ativos intangíveis, sendo eles: “for separável, ou seja, puder ser separado da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou junto com um contrato, ativo ou passivo relacionado, independente da

intenção de uso pela entidade”; e “resultar de direitos contratuais ou outros direitos legais, independentemente de tais direitos serem transferíveis ou separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações.” O estudo de Eloy e Souza (2018) buscou analisar o reconhecimento dos ativos intangíveis em Combinações de Negócios e acabou por concluir que “Marcas”, “Carteiras de Clientes” e “Contratos de Não Competição” foram os intangíveis identificados mais reconhecidos. Diante disso, este estudo buscou analisar as características dos ativos intangíveis “Marcas”, “Carteira de Clientes” e “Contratos de Não Competição”, assim como observar se empresas que possuem tais ativos reconhecidos tendem a serem adquiridas em Combinação de Negócios.

#### **- Marcas**

A lei da propriedade indústria, nº 9279/96, regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial. De acordo com a referida lei:

Art. 122. São suscetíveis de registro como marca os sinais distintivos visualmente perceptíveis, não compreendidos nas proibições legais.

Art. 123. Para os efeitos desta Lei, considera-se: I - marca de produto ou serviço: aquela usada para distinguir produto ou serviço de outro idêntico, semelhante ou afim, de origem diversa;

O Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) (2010, p. 06) destaca que “nome, reputação, imagem e marcas registradas (incluindo nomes comerciais e títulos de publicações)” podem ser reconhecidos como ativos intangíveis da entidade se adquiridos em combinação de negócios.

#### **- Carteiras de Clientes**

De acordo com o CPC 04 (R1), as empresas podem ter uma carteira de clientes e, através delas, esperar por meio de seus esforços fidelizar e criar um relacionamento com esses clientes a fim de que eles continuem negociando com sua empresa. Dessa forma, a capacidade da empresa de se relacionar com esses clientes sem que haja relações contratuais fornecem evidências de que a entidade é capaz de controlar os benefícios econômicos futuros dessa relação, “uma vez que tais operações também fornecem evidências que esse relacionamento com clientes é separável, ele pode ser definido como ativo intangível” (CPC 04 (R1) – 2010, p. 08).

#### **- Contratos Não Competição**

De acordo com Crocetta *et al.* (2016, p.06):

a cláusula de não concorrência é um acordo celebrado entre empregador e empregado na vigência ou depois de encerrado o vínculo empregatício para que

surta efeitos após a rescisão contratual, a fim de coibir o ex-empregado de praticar atos de concorrência que venham a desviar a clientela do ex-empregador durante um determinado período, mediante o recebimento de uma contraprestação pecuniária, sem haver restrição ao exercício de funções diversas daquelas salvaguardadas pelo pacto.”

O Código Civil de 2002 introduz o assunto em seu artigo 1.147, ao dizer: “Não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subsequentes à transferência”. Dessa forma, os contratos de não competição / não concorrência são registrados e classificados pela contabilidade como um ativo intangível identificado.

#### **d) Demais Ativos Intangíveis de vida útil definida**

Os ativos com vida útil definida devem sofrer amortização periódica para sua realização contábil. Martins *et al.* (2018) ressalta que mesmo os intangíveis com vida útil definidas devem estar propícios aos testes de recuperação quando houve indícios de desvalorização. Dessa forma, buscou-se analisar os impactos da amortização desses ativos após a realização da combinação de negócios.

### **3.3.3 Variáveis de controle**

As variáveis de controle utilizadas neste estudo também buscam explicar as possíveis variações na rentabilidade. Para isso, foram utilizadas as variáveis: atividade econômica (setores da B3), tamanho (ativo médio das companhias) e crescimento nas vendas (variação das vendas de um ano para outro).

## **3.4 Método Estatístico**

### **3.4.1 Regressão para dados em painel curto**

De acordo com Fávero (2015, p.267), “quando os dados de uma base variam entre indivíduos ao longo do tempo, e o fenômeno principal sobre o qual há o interesse de estudo é representado por uma variável dependente quantitativa, faz sentido a estimação de modelos lineares de regressão para dados em painel”. Dessa maneira, utilizou-se esse modelo estatístico neste estudo.

A estimação de modelos lineares de regressão para dados em painel pode ser dividida em painel “curto” e “longo”. Fávero (2015) difere os modelos ao dizer que o primeiro é

utilizado nos casos em que a quantidade de indivíduos é maior do que a quantidade de períodos, enquanto o último é utilizado quando a quantidade de períodos supera a quantidade de indivíduos. Neste estudo, a quantidade de indivíduos (289 empresas) supera a quantidade de períodos (2010 a 2016) e, por esse motivo, foi utilizado o modelo de estimação curto. Para a realização da regressão, não foram utilizadas as Combinações de Negócios realizadas no ano de 2017, uma vez que este estudo não possuía os dados referentes ao ano de 2018, e, para atender ao objetivo do estudo de analisar os impactos em um período pós-aquisição, seriam necessários os valores referentes à rentabilidade do ano de 2018.

A seguir, são apresentados os modelos empíricos utilizados para atender ao problema de pesquisa. Para fins ilustrativos, foram representadas por equações de modelos lineares de regressão para dados em painel curto.

$$(1) ROA_{it+1} = \beta_1 + \beta_2 COMBINA_{it} + \beta_3 TAMAN_{it} + \beta_4 CRESC_{it} + \beta_5 CONSUMOCICL_{it} + \beta_6 CONSUMONCICL_{it} + \beta_7 FINANC_{it} + \beta_8 MATBAS_{it} + \beta_9 PETROL_{it} + \beta_{10} SAÚDE_{it} + \beta_{11} TECNOL_{it} + \beta_{12} TELECOM_{it} + \beta_{13} UTILPUBL_{it} + \beta_{14} OTR_{it} + \beta_{15} NAOCLASS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(2) ROE_{it+1} = \beta_1 + \beta_2 COMBINA_{it} + \beta_3 TAMAN_{it} + \beta_4 CRESC_{it} + \beta_5 CONSUMOCICL_{it} + \beta_6 CONSUMONCICL_{it} + \beta_7 FINANC_{it} + \beta_8 MATBAS_{it} + \beta_9 PETROL_{it} + \beta_{10} SAÚDE_{it} + \beta_{11} TECNOL_{it} + \beta_{12} TELECOM_{it} + \beta_{13} UTILPUBL_{it} + \beta_{14} OTR_{it} + \beta_{15} NAOCLASS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(3) ROA_{it+1} = \beta_1 + \beta_2 ESTOQUE_{it} + \beta_3 IMOBILIZADO_{it} + \beta_4 INTANGÍVEL + \beta_5 GOODWILL_{it} + \beta_6 TAMAN_{it} + \beta_7 CRESC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$\beta$ : parâmetros da regressão

i: refere-se à empresa

t: refere-se ao tempo

ESTOQUE: estoque da companhia adquirida a valor justo da empresa i no tempo t.

IMOBILIZADO: ativo imobilizado da companhia adquirida a valor justo da empresa i no tempo t.

INTANGÍVEL: ativo intangível da companhia adquirida a valor justo da empresa i no tempo t.

GOODWILL: ágio por expectativa de rentabilidade futura registrado na Combinação de Negócios da empresa i no tempo t.

TAMAN: tamanho da empresa, calculado pelo logaritmo do ativo médio da empresa i no tempo t.

CRESC: Crescimento nas vendas da empresa (t – (t-1)) da empresa i no tempo t.

ESTOQUE: estoque da companhia adquirida a valor justo da empresa i no tempo t.

IMOBILIZADO: ativo imobilizado da companhia adquirida a valor justo da empresa i no tempo t.

INTANGÍVEL: ativo intangível da companhia adquirida a valor justo da empresa i no tempo t.

GOODWILL: ágio por expectativa de rentabilidade futura registrado na Combinação de Negócios da empresa i no tempo t.

ROA: retorno sobre o ativo, calculado pelo quociente entre o lucro operacional antes dos impostos e o seu ativo total da empresa i no tempo (t+1)

ROE: retorno sobre o Patrimônio Líquido, calculado pelo quociente entre o lucro operacional antes dos impostos e o seu patrimônio líquido da empresa i no tempo (t+1).

A fim de determinar qual modelo será mais adequado para este estudo, as equações serão testadas utilizando o Teste de Chow, Teste LM de Breusch Pagan e o Teste de Hausman para escolha entre os modelos Pols, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 3 evidencia o número de empresas que realizaram Combinações de Negócios por ano assim como a quantidade de Combinações de Negócios realizadas no período.

**Tabela 3 – Número de Combinações de Negócios realizadas entre os anos de 2010 e 2017**

| ANO          | Número Empresas | Total Combinações |
|--------------|-----------------|-------------------|
| 2010         | 22              | 47                |
| 2011         | 27              | 57                |
| 2012         | 27              | 63                |
| 2013         | 19              | 42                |
| 2014         | 27              | 50                |
| 2015         | 27              | 45                |
| 2016         | 21              | 35                |
| 2017         | 25              | 47                |
| <b>Total</b> |                 | <b>386</b>        |
| <b>Média</b> |                 | <b>47</b>         |

Fonte: Dados da pesquisa

Durante os anos de 2010 a 2017, foram realizadas 386 Combinações de Negócios. O ano em que ocorreu o maior número de combinações foi o ano de 2012, com um total de 63 combinações, enquanto o ano que menos apresentou foi o ano de 2016, com apenas 35 combinações. Com base nos dados da pesquisa, foi possível estimar que, durante o período analisado, ocorreram por ano, em média, 47 combinações.

Em uma análise setorial, é possível perceber que os setores “Consumo Cíclico”, “Consumo Não Cíclico” e “Financeiro” foram os setores que mais realizaram Combinações de Negócios durante os anos de 2010 a 2017. Entretanto, se a análise for feita por ano, é possível perceber que existem algumas variações. Nos anos de 2010, 2016 e 2017, o setor que mais realizou Combinações de Negócios foi o setor de “Saúde”, realizando 14, 10 e 7 combinações, respectivamente. Já nos anos de 2011, 2012 e 2013, o setor “Consumo Cíclico” foi o que mais realizou Combinações de Negócios, com 15, 16 e 15 combinações, respectivamente. Por fim, nos anos de 2014 e 2015, o setor “Consumo Não Cíclico” liderou a posição com 14 e 12 combinações, respectivamente. O Setor “Financeiro”, embora tenha sido o terceiro que mais realizou combinações durante o período analisado, não liderou o número

de combinações em nenhum dos anos analisados. O setor “Telecomunicações” foi o que menos realizou Combinações de Negócios, realizando apenas 9 combinações no período, sendo que nos anos de 2010, 2012 e 2013 não realizou nenhuma aquisição.

Por meio da Tabela 4, foram apresentadas as empresas que realizaram a maior quantidade de Combinações de Negócios por ano.

**Tabela 4 – Empresas com maiores números de combinações por ano**

| Ano  | Empresa                     | Setor               | Combinações |
|------|-----------------------------|---------------------|-------------|
| 2010 | Brazil Pharma               | Saúde               | 7           |
| 2011 | LPS Brasil                  | Financeiro          | 5           |
| 2012 | LPS Brasil                  | Financeiro          | 6           |
| 2013 | JBS S.A.                    | Consumo Não Cíclico | 7           |
| 2014 | Cia Brasileira Distribuição | Consumo Não Cíclico | 9           |
| 2015 | JBS S.A.                    | Consumo Não Cíclico | 6           |
| 2016 | Diagnósticos da América     | Saúde               | 6           |
| 2017 | Diagnósticos da América     | Saúde               | 4           |

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme evidenciado na Tabela 4, a empresa Cia Brasileira Distribuição, pertencente ao setor Consumo Não Cíclico, foi a empresa que, durante o período analisado, apresentou o número recorde de Combinações de Negócios, passando a deter o controle de 9 (nove) novas companhias em 2014.

Também foi analisado quais empresas transferiram as maiores contraprestações em Combinações de Negócios, por ano, conforme evidenciado na Tabela 5.

**Tabela 5 – Maiores Contraprestações em Combinações de Negócios– milhares R\$**

| Ano  | Empresa                | Contraprestação (R\$) |
|------|------------------------|-----------------------|
| 2010 | Brazil Pharma          | R\$ 1.878.210,00      |
| 2011 | Raia Drogasil          | R\$ 784.062,00        |
| 2012 | Kroton Educacional     | R\$ 614.071,00        |
| 2013 | JBS S.A.               | R\$ 4.205.803,00      |
| 2014 | Kroton Educacional     | R\$ 8.308.526,00      |
| 2015 | JBS S.A.               | R\$ 16.534.108,00     |
| 2016 | CPFL Energia           | R\$ 1.591.839,00      |
| 2017 | Telefônica Brasil S.A. | R\$ 17.263.514,00     |

Fonte: Dados da pesquisa.

A empresa Telefônica Brasil foi a que realizou a maior contraprestação em Combinação de Negócios com a aquisição da GVT Part, em que foram transferidos R\$ 17.263.514,00 no ano de 2017. Empresas como a JBS S.A. e Kroton Educacional destacaram-se por realizarem as maiores contraprestações em mais de um ano durante o período

analisado. A empresa JBS, além de ter realizado o maior número de Combinações de Negócios durante o ano de 2013 e 2015, conforme evidenciado na Tabela 4, também foi a empresa que transferiu as maiores contraprestações, conforme Tabela 5.

Para incrementar a análise descritiva dos dados, elaborou-se a Tabela 6 com a estatística descritiva das principais contas contábeis evidenciadas a valor justo nas operações de Combinações de Negócios.

Tabela 6

| Estatística descritiva das contas contábeis a valor justo nas Combinações de Negócios |        |                   | Empresa               | Ano  |
|---|--------|-------------------|-----------------------|------|
|   | Mínimo | Máximo            |                       |      |
| Resultado Líquido   | Mínimo | -R\$ 1.076.000,00 | CIA BRASILEIRA DISTR. | 2016 |
|   | Máximo | R\$ 5.128.647,00  | JBS                   | 2015 |
| Estoque   | Mínimo | R\$ 175,00        | KROTON EDUCACIONAL    | 2011 |
|   | Máximo | R\$ 1.778.896,00  | PDG REALTY            | 2010 |
| Imobilizado   | Mínimo | R\$ 33,00         | TOTVS S.A.            | 2016 |
|   | Máximo | R\$ 8.339.813,00  | BRASKEM               | 2010 |
| Outros Intangíveis  | Mínimo | R\$ 2,00          | CIA BRASILEIRA DISTR. | 2015 |
|   | Máximo | R\$ 8.063.628,00  | COSAN                 | 2012 |
| Marcas  | Mínimo | R\$ 1.040,00      | TECHNOS               | 2012 |
|   | Máximo | R\$ 1.797.566,00  | KROTON                | 2014 |
| Carteiras Clientes  | Mínimo | R\$ 777,00        | PROFARMA              | 2011 |
|   | Máximo | R\$ 2.523.000,00  | TELEFÔNICA BRASIL     | 2017 |
| Contratos Não Competição  | Mínimo | R\$ 123,00        | TOTVS                 | 2014 |
|   | Máximo | R\$ 61.560,00     | LPS BRASIL            | 2011 |
| Provisões   | Mínimo | R\$ 10,00         | DURATEX               | 2014 |
|   | Máximo | R\$ 942.029,00    | KROTON                | 2014 |
| Ágio  | Mínimo | R\$ 159,00        | DURATEX               | 2015 |
|   | Máximo | R\$ 12.837.141,00 | TELEFÔNICA BRASIL     | 2017 |
| Deságio   | Mínimo | R\$ 89,00         | SMARTFIT              | 2016 |
|   | Máximo | R\$ 1.077.334,00  | BRASKEM               | 2010 |
| Mais Valia  | Mínimo | R\$ 8.342,00      | BRASKEM               | 2010 |
|   | Máximo | R\$ 417.461,00    | PDG REALTY            | 2010 |

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação aos ativos intangíveis identificáveis, foi feita uma análise de suas divulgações pelas empresas que realizaram Combinações de Negócios. Das 110 empresas que realizaram Combinações de Negócios e possuíam ativos intangíveis em seu Balanço Patrimonial, 46 empresas possuíam ativos intangíveis identificados. Desses, os que mais

apareceram foram “Marcas”, “Carteira de Clientes” e “Contratos de Não Competição”. Esse achado corrobora o estudo de Eloy e Souza (2018).

Os autores buscaram comparar a rentabilidade das empresas que realizaram Combinações de Negócios com aquelas que não realizaram, durante o período analisado, conforme a Tabela 7.

**Tabela 7 – Comparativo entre a rentabilidade das empresas**

| <b>Empresas que realizaram Combinação de Negócios</b>     |                      |               |              |               |
|---|----------------------|---------------|--------------|---------------|
|   | <b>Desvio Padrão</b> | <b>Mínimo</b> | <b>Média</b> | <b>Máximo</b> |
| ROA   | 0,107                | -0,700        | 0,027        | 0,338         |
| ROE   | 1,247                | -16,357       | -0,008       | 4,687         |
| Observações: 198  |                      |               |              |               |
| <b>Empresas que não realizaram Combinação de Negócios</b> |                      |               |              |               |
|   | <b>Desvio Padrão</b> | <b>Mínimo</b> | <b>Média</b> | <b>Máximo</b> |
| ROA   | 2,052                | -41,108       | -0,243       | 12,608        |
| ROE   | 2,722                | -44,846       | 0,051        | 63,444        |
| Observações: 1754   |                      |               |              |               |

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 7, percebe-se que as empresas que realizaram Combinações de Negócios entre os anos de 2010 e 2017 apresentam, em média, uma Rentabilidade sobre o Ativo maior do que aquelas empresas que não realizaram Combinações de Negócios. Esse resultado pode ser um indicador de que, em longo prazo, a Combinação esteja influenciando a rentabilidade das empresas de forma positiva, o que poderia ser escopo de uma análise futura.

Por meio da Matriz de Correlação descrita na Tabela 8, foi possível verificar que a maior correlação entre as variáveis de controle foi entre o ROA e o Tamanho de 0,307. Isso se deve ao fato de o ROA ser calculado com base no ativo das companhias, enquanto a variável Tamanho foi calculada com base no logaritmo do Ativo Médio das empresas.

**Tabela 8 – Matriz de Correlação entre as Variáveis**

|                    | <b>ROA</b> | <b>ROE</b> | <b>Tamanho</b> | <b>Crescimento</b> |
|--------------------|------------|------------|----------------|--------------------|
| <b>ROA</b>         | 1          |            |                |                    |
| <b>ROE</b>         | -0,03      | 1          |                |                    |
| <b>Tamanho</b>     | 0,307      | 0,0735     | 1              |                    |
| <b>Crescimento</b> | 0,018      | -0,0029    | 0,1537         | 1                  |

Fonte: Dados da pesquisa

Para permitir ter uma visão geral dos dados analisados, a Tabela 9 apresenta os principais dados que compõem as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas.

**Tabela 9 – Estatísticas das variáveis e decomposição de variância *within* e *between***

| Variável    | Decomposição   | Médias | Desvio Pad. | Mínima       | Máxima        | Observações    |
|-------------|----------------|--------|-------------|--------------|---------------|----------------|
| ROA         | <i>overall</i> | -      | 1,96105     | -41,10806    | 12,60792      | N = 1925       |
|             | <i>between</i> | 0.2197 | 0,07490     | -0,30695     | -0.08320      | n = 7          |
|             | <i>within</i>  | 1      | 1,95984     | -41,02952    | 12,47141      | T-bar = 275    |
| ROE         | <i>overall</i> | -      | 2,62726     | -44,84638    | 63,44457      | N = 1925       |
|             | <i>between</i> | 0.0445 | 0,24725     | -0,40295     | 0,41949       | n = 7          |
|             | <i>within</i>  | 39     | 2,61719     | -44,39889    | 63,06961      | T-bar = 274.57 |
| Tamanho     | <i>overall</i> | -      | 2,90679     | -0,69314     | 20,56373      | N = 1925       |
|             | <i>between</i> | 13.836 | 0,40537     | 13,18883     | 14,28376      | n = 7          |
|             | <i>within</i>  | 37     | 2,88252     | -0,49635     | 20,53333      | T-bar = 274    |
| Crescimento | <i>overall</i> | -      | 3006326     | 39.097.000,0 | 42.444.807,00 | N = 1925       |
|             | <i>between</i> | 387612 | 329614.1    | -246.771,60  | 820.257,20    | n = 7          |
|             | <i>within</i>  | -      | 2990630     | 38.840.007,0 | 42500807      | T-bar = 275    |

Fonte: Dados da pesquisa

Foram realizados três testes para identificar qual modelo de dados em painel seria mais adequado para este estudo: Teste de Chow, Teste LM de Breusch Pagan e Teste de Hausman. Após realização dos testes, foi concluído que o modelo mais adequado seria o de efeitos aleatórios. A Tabela 10 evidencia o resultado obtido em cada um dos testes.

**Tabela 10 – Resultados de Testes Estatísticos para Adequação de Dados em Painel**

| Chow  | LM de Breusch Pagan  | Hausman  |
|---|--|--|
| F = 1,39<br>Prob > F = 0,2262   | chibar2(01) = 250,67<br>Prob > chibar2 = 0,0000  | chi2 = 3,69<br>Prob > chi2 = 0,7182  |
| <b>Rejeita H0 = (P-valor menor que 0,05).</b><br>Análise: Modelo Fixo é mais adequado que Modelo Pols     | <b>Rejeita H0 = (P-valor menor que 0,05).</b><br>Análise: Modelo Aleatório é mais adequado que Modelo Pols                 | <b>Rejeita H0 = (P-valor menor que 0,05).</b><br>Análise: Modelo Fixo é mais adequado que Modelo Aleatório     |
| <b>Não Rejeita H0 = (P-valor maior que 0,05).</b><br>Análise: Modelo Pols é mais adequado que Modelo Fixo | <b>Não Rejeita H0 = (P-valor maior que 0,05).</b><br>Análise: Modelo Pols é mais adequado que Modelo de Efeitos Aleatórios | <b>Não Rejeita H0 = (P-valor maior que 0,05).</b><br>Análise: Modelo Aleatório é mais adequado que Modelo Fixo |
| Conclusão: Modelo Pols  | Conclusão: Modelo Efeitos Aleatórios   | Conclusão: Modelo Efeitos Aleatórios   |

Fonte: Dados da pesquisa

Foi realizado teste de homocedasticidade BP em que se concluiu que a variância dos resíduos não era constante, e em seguida testou-se a multicolineariedade, em que se obteve um *Variance Inflation Factor* (VIF) inferior a 4 que, de acordo com Salvian (2016), seria um bom resultado. Também se observou problemas de heterocedasticidade, então, optou-se por realizar a regressão com erros padrões robustos, visando minimizar esses problemas encontrados. Diante disso, a Tabela 11 evidencia o resultado das equações de regressão com o propósito de atender ao objetivo principal do trabalho.

**Tabela 11 – Resultado da Regressão: Variável Dependente: ROA e ROE**

| ROA                      | Coef.     | Robust Std. Err. | P> Z  | ROE                     | Coef.     | Robust Std. Err. | P> Z  |
|--------------------------|-----------|------------------|-------|-------------------------|-----------|------------------|-------|
| COMBINAÇÃO               | -0,075    | 0,034            | 0,026 | COMBINAÇÃO              | -0,224    | 0,219            | 0,308 |
| TAMAN                    | 0,159     | 0,061            | 0,009 | TAMAN                   | 0,034     | 0,025            | 0,166 |
| CRESC                    | -1,05E-08 | 6,22E-09         | 0,092 | CRESC                   | -6,64e-09 | 2,04E-08         | 0,745 |
| CONSUMOCICL              | 0,221     | 0,025            | 0,375 | CONSUMOCICL             | -0,105    | 0,184            | 0,567 |
| CONS.N. CICL             | -0,081    | 0,059            | 0,17  | CONS. N. CICL           | -0,159    | 0,277            | 0,566 |
| FINANC                   | -0,018    | 0,032            | 0,578 | FINANC                  | -0,189    | 0,306            | 0,538 |
| MATBAS                   | -0,172    | 0,075            | 0,023 | MATBAS                  | -0,395    | 0,232            | 0,088 |
| PETROL                   | -1,64     | 0,814            | 0,044 | PETROL                  | 0,414     | 0,372            | 0,265 |
| SAUDE                    | 0,038     | 0,055            | 0,499 | SAUDE                   | -0,069    | 0,29             | 0,812 |
| TECNOL                   | 0,039     | 0,055            | 0,48  | TECNOL                  | -0,134    | 0,514            | 0,793 |
| TELECOM                  | -0,331    | 0,129            | 0,011 | TELECOM                 | -0,408    | 0,466            | 0,381 |
| UTILPUBL                 | -0,082    | 0,064            | 0,206 | UTILPUBL                | -0,284    | 0,202            | 0,159 |
| OUTR                     | -1,252    | 0,365            | 0,001 | OUTR                    | -1,018    | 0,284            | 0     |
| NAOCLASS                 | -0,019    | 0,032            | 0,547 | NAOCLASS                | -0,116    | 0,838            | 0,89  |
| Obs = 1.923/R-sq: 0,0830 |           |                  |       | Obs = 1.923/R-sq: 0,189 |           |                  |       |

Fonte: Dados da pesquisa

Percebe-se que as variáveis “Combinação”, “Tamanho”, “Crescimento”, “Setor - Materiais Básicos”, “Setor Telecomunicação” e “Setor Outros” apresentam coeficientes significantes, o que demonstra que impactam na rentabilidade do ativo das empresas analisadas.

Em relação à Combinação de Negócios, conclui-se que ela impacta a rentabilidade de forma negativa, ou seja, em um primeiro momento, a realização de uma Combinação de Negócios acaba por diminuir a rentabilidade da empresa. Isso vai em desacordo à pesquisa de Dinkinson, Wangerin e Wild (2016) que concluíram, ao analisar empresas norte-americanas que realizaram Combinações de Negócios, que o mercado não apresentaria efeitos negativos

sobre a rentabilidade em um período pós-aquisição. Uma justificativa para essa conclusão se dá pelo fato de as empresas norte-americanas possuírem características e peculiaridades que diferem das empresas listadas no Brasil na B3. Dessa forma, as características do mercado estrangeiro diferem do mercado brasileiro.

Uma segunda justificativa para o impacto negativo da Combinação de Negócios na rentabilidade das empresas pode ser pelo fato de a curto prazo a empresa ter tido esforços para arcar com a contraprestação transferida, muitas vezes assumindo passivos. Dessa forma, o risco em uma Combinações de Negócios pode ser fator determinante para a empresa não aumentar sua rentabilidade em um período pós-aquisição.

Uma terceira justificativa possível para o impacto negativo pode ser em relação ao objetivo da companhia controladora ao adquirir a companhia adquirida que, não necessariamente, pode ser visando à rentabilidade, e sim outros fatores, como posição no mercado, dominação de territórios comerciais, hegemonia da marca, entre outros que não foram analisados por esta pesquisa. De acordo com Pimenta e Porto (2018), o autointeresse gerencial é um dos motivos pelos quais as empresas realizam aquisições com frequência, estando sempre em busca de maior poder de mercado.

A Tabela 12 evidencia os resultados da segunda regressão, que utilizou o ROE como variável dependente. Nela, pode-se observar que as únicas variáveis que se mostraram significantes no modelo foram “Setor Materiais Básicos” e “Setor Outros” e ambas já haviam se mostrado significantes na regressão que utilizou o ROA como variável dependente. Dessa forma, as demais variáveis não se mostraram significantes, inclusive a Combinação de Negócios.

O fato da Combinação de Negócios e das demais variáveis não terem sido significantes no modelo pode ocorrer pelo fato de muitas empresas possuírem Passivos a Descoberto. Assim, como o ROE calcula o retorno sobre o Patrimônio Líquido, o índice acaba apresentando problemas nesse modelo. Estudos como o de Cardoso *et al.* (2011) já relatam que passivos a descoberto em controladas influenciam, por exemplo, na consolidação e seus impactos na análise das demonstrações. Dessa forma, essa pode ser uma justificativa para o ROE não ter tido as demais variáveis como significantes.

A terceira regressão realizada, teve como objetivo analisar o comportamento das variáveis explicativas da combinação de negócios em relação à rentabilidade. Dessa forma, substituiu-se a variável Combinação de Negócios pelas variáveis “Estoques”, “Imobilizado”, “Intangíveis” e “*Goodwill*”. A Tabela 12 evidencia os resultados da regressão.

**Tabela 12 – Dados da Regressão- Variáveis Explicativas da Combinação**

| ROA         | Coef.     | Robust Std. Err. | P>  Z |
|-------------|-----------|------------------|-------|
| ESTOQUES    | 1,15e-08  | 7,76e-09         | 0,137 |
| IMOBILIZADO | -1,19e-08 | 6,56e-09         | 0,070 |
| INTANGÍVEL  | -1,39e-09 | 2,32e-09         | 0,550 |
| GOODWILL    | 8,58e-09  | 3,56e-09         | 0,016 |
| CRESC       | 2,04e-10  | 5,23e-10         | 0,697 |
| TAMAN       | -0,0079   | 0,004            | 0,070 |

Obs = 100/R-sq: 0,3295

Fonte: Dados da pesquisa

Com base nos dados da Tabela 12, percebe-se que as variáveis “Imobilizado”, “Goodwill” e “Tamanho” se mostraram significativas em relação à variável dependente “ROA”. A variável “Tamanho” já havia se demonstrado significativa em regressões anteriores, conforme a Tabela 8. A variável “Imobilizado” demonstrou impactar, embora em uma magnitude mínima, de forma negativa na rentabilidade das empresas que realizaram Combinações de Negócios. A variável “Goodwill” também demonstrou ser impactante na rentabilidade das empresas que realizaram Combinações de Negócios, possuindo, embora pequeno, um incremento mínimo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi verificar os impactos das Combinações de Negócios na rentabilidade das empresas em um período pós-aquisição, durante o período de 2010 a 2017.

Diante disso, os resultados demonstram que a Combinação de Negócio impacta a rentabilidade de forma negativa, ou seja, em um primeiro momento, a realização de uma Combinação de Negócios acaba por diminuir a rentabilidade da empresa. Isso se demonstra relevante, uma vez que evidencia o fato de que talvez a rentabilidade não seja o determinante almejado pelas empresas adquirentes em curto prazo. O achado também difere de literaturas estrangeiras sobre o tema, o que se justifica pelas características do mercado estrangeiro diferirem do mercado brasileiro. Outra justificativa se dá em relação ao risco de uma Combinação de Negócios, que pode ser fator determinante para a empresa não aumentar sua rentabilidade em um período pós-aquisição.

As empresas que realizaram Combinação de Negócios apresentaram, em média, rentabilidade sobre o ativo superior àquelas que não realizaram Combinações de Negócios.

A variável “Goodwill” demonstrou impactar, embora em uma magnitude mínima, de forma positiva na rentabilidade das empresas que realizaram Combinações de Negócios.

Este estudo realizado com as companhias brasileiras de capital aberto listadas na B3 se contrapõe ao estudo de Dinkinson, Wangerin e Wild (2016), realizado com empresas norte-americanas, que concluiu que o mercado não demonstra efeitos negativos em relação à rentabilidade em um período pós-aquisição. O estudo também pode divergir, em partes, com Bouças (2017) que divulgou uma pesquisa do *The Boston Consulting Group* apontando que empresas de capital aberto que realizaram fusões e aquisições nos últimos 20 anos apresentaram, em média, um retorno positivo aos acionistas. Como este estudo analisou apenas os impactos em um período pós-aquisição, não se pode generalizar seus achados.

As limitações deste estudo se justificam pelo fato de não terem sido analisados os impactos das combinações de negócios a longo prazo na rentabilidade das companhias brasileiras de capital aberto. Uma segunda limitação deste estudo se dá pelo fato de não se ter investigado outros fatores que possam levar as empresas a realizarem Combinações de Negócios além da lucratividade.

Baseado neste estudo, é sugerido para futuras pesquisas analisarem os impactos das combinações de negócios a longo prazo na rentabilidade das companhias e observar variações nos preços das ações após a divulgação da Combinação de Negócios.

## REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. (2008). **Curso de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas.
- BRUNNER, ROBERT F. (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. **Journal of Applied Finance**. Springs/Summer.
- BOUÇAS, C. (2017). **Empresas que fazem fusões tem resultados melhores**. Valor Econômico. São Paulo. Recuperado de: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2017/09/08/empresas-que-fazem-fusao-tem-resultados-melhores.ghtml>.
- CARDOSO, R. L *et al.* (2011) **Contabilização de Ativos Financeiros em Participações Societárias**. 1. Ed. Rio de Janeiro: FGV.
- CILO, H. O que a Natura viu na Avon? (2019). **Revista Isto É Dinheiro**. Edição n° 1122. São Paulo. Recuperado de: <https://www.istoedinheiro.com.br/o-que-a-natura-viu-na-avon/>
- CROCETTA, B. B *et al.* (2016). **Proteção da Propriedade Intelectual Por Meio de Pacto de Não Concorrência à Luz da Legislação e Jurisprudência nas Relações de Emprego**. III Workshop de Comércio Exterior: Perspectivas para a Internacionalização de PME's – Oportunidades e Desafios.

DINKINSON, V; WANGERIN, D. D; WILD, J. J. (2016). **Accounting Rules and Post-Acquisition Profitability in Business Combination**. Accounting Horizons; Vol. 30, No. 4, p. 427-447.

ELOY, J. C. C; SOUZA, M. M. (2018). Reconhecimento Dos Ativos Intangíveis Nas Combinações De Negócios: Uma Análise Nas Características Das Companhias De Capital Aberto Brasileiras no período entre 2012 e 2014. **Revista de Contabilidade da UFBA, Salvador-Bahia**. V. 12, N. 1, Pág. 116-136.

FÁVERO, L. P. (2015). **Análise de dados, Modelos de Regressão com Exel, Stata e SPSS**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier.

FERRER, R. C. (2012). Financial Performance, Liquidity, Financial Leverage and the extent of their compliance with IFRS3 business combination between 2006-2010: A test ross signaling theory. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 20(2), 74-92.

GROSH, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? **Journal of Corporate Finance**. 7 ,151–178.

IUDÍCIBUS, S. (2012). **Análise de Balanços** – 10. ed. – São Paulo: Atlas.

KING, Z; LINSMEIER, T; WANGERIN, D. (2020) Differences in the value relevance of identifiable intangible assets acquired in business combinations. **Social Science Research Network**, 3438250, 2020.

Lei n. 9.279, de 14 de maio de 1996. **Regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial**. Recuperado de: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L9279.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9279.htm)

Lei n 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Institui o Código Civil**. Recuperado de: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)

LUZ, J. R. M *et al.* (2016). Análise dos Processos de Combinações de Negócios Sob a Ótica do CPC 15: Um Estudo nas Instituições Financeiras do Brasil no período de 2008 a 2012. **ConTexto, Porto Alegre**, v. 16, n. 34, p. 98-118.

MARTINS, E; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. IUDÍCIBUS, S., (2018). **Manual de Contabilidade Societária**. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuariais e Financeiras. 3. Ed, Editora Atlas.

MARTINS, E; MIRANDA, G. J; DINIZ, J. A. (2014). **Análise didática das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas.

MARTINS, E; MIRANDA, G. J; DINIZ, J. A. (2018). **Análise didática das demonstrações contábeis**. 2 ed. São Paulo: Atlas.

MELO, A. (2019). América Móvil fecha em alta em NY após compra da Nextel Brasil. **Revista Valor Econômico**. Recuperado de: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/03/18/america-movil-fecha-em-alta-em-ny-apos-compra-da-nextel-brasil.ghtml>

MOISESCU, F; GOLOMOZ, A. M. (2018). Effects of business combinations on the competitive. **Multidisciplinary Journal for Education**, Social and Technological Sciences, 05, 1-72.

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 - USP**, vol. 25, n. 66, septiembere-diciembre, pp. 267-280, Universidade de São Paulo. São Paulo.

PIMENTA, D. P; PORTO, R. B. (2018). Por que as empresas realizam aquisições com frequência? **Revista de Contabilidade e Organizações**. V.12. e.143279. Goiânia.

Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) de 02 de dezembro de 2010 – Ativo Intangível. Recuperado de: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/>  
Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) de 03 de junho de 2011- Combinação de Negócios.

Recuperado de: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/>  
Pronunciamento Técnico CPC 36 (R3) de 20 de dezembro de 2012 – Demonstr. Consolidadas. Recuperado de: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/>

SALVIAN, M. (2016). **Multicolinearidade**. 22p. Universidade de São Paulo. Piracicaba.

SHALEV, R. (2009). The Information Content of Business Combination Disclosure Level. **The Accounting Review**, 84, 239-270.

SOUZA, M. M. (2015). **Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do goodwill reconhecido nas empresas brasileiras**. 183p. Tese (Doutorado) – Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Administração, Florianópolis.

SOUZA, M. M; ROVER, S; BORBA, J. A. (2016). Determinantes do nível de disclosure das combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras de capital aberto. **Race, Joaçaba**, 15(3), 945-968.

SUNDER, S. (2014). **Teoria da Contabilidade e do Controle**. (1a Ed). São Paulo: Atlas, Vieira, C. B. H. A., Verde, I. de O. L., Bezerra, R. L., Rodrigues, P. N., Ismel, V. S. (2011).

Índices de Rentabilidade: um estudo sobre os indicadores ROA, ROI e ROE de empresas do subsetor de tecidos, calçados e vestuários listadas na Bovespa. VIII Convibra Administração – Congresso Virtual Brasileiro de Administração

**Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:**

I. P. SILVA, S. ROVER Os Impactos Pós-Combinação de Negócios na Rentabilidade das Empresas Brasileiras. **Rev. FSA**, Teresina, v.19, n. 10, art. 5, p. 88-116, out. 2022.

| <b>Contribuição dos Autores</b>                              | <b>I. P. Silva</b> | <b>S. Rover</b> |
|--|--------------------|-----------------|
| 1) concepção e planejamento.                                 | X                  | X               |
| 2) análise e interpretação dos dados.                        | X                  | X               |
| 3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo. |                    | X               |
| 4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.  | X                  | X               |