

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

ISAAC PACHECO SILVA

**OS IMPACTOS PÓS-COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS NA
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**FLORIANÓPOLIS
2019**

ISAAC PACHECO SILVA

**OS IMPACTOS PÓS-COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS NA RENTABILIDADE
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS.**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina como um dos pré-requisitos para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Dra. Suliani Rover.

**FLORIANÓPOLIS
2019**

ISAAC PACHECO SILVA

**OS IMPACTOS PÓS-COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS NA RENTABILIDADE DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS.**

Esta monografia foi julgada adequada para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pelo Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina.

Prof.^a Dr.^a Suliani Rover
Orientadora

Professores que compuseram a banca:

Prof.^a Dra. Maíra Melo de Souza

MSc. Alessandro Jacó de Carvalho

FLORIANÓPOLIS
2019

Ao meu avô Luzenir (*in
memoriam*), pelo exemplo de
vida, caráter e amor à família.

AGRADECIMENTOS

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

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

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

À minha avó Delza e minha avó Tomazia pelo amor e carinho.

À toda minha família, pelo apoio e companheirismo de sempre.

Agradeço a minha orientadora, professora Suliani, pela amizade, dedicação e aprendizado compartilhado durante o curso e, em especial, durante este trabalho.

Aos professores Vladmir Arthur Fey, Máira Melo de Souza, Suliani Rover e Orion Augusto Platt Neto que, com dedicação, me proporcionaram a base necessária para entender a contabilidade.

A professora Maria Denize Henrique Casagrande por todo apoio e companheirismo dentro da Universidade.

A professora Denize Demarche Minatti Ferreira pelas conversas e risadas ao longo do curso.

Aos demais professores do curso de Ciências Contábeis que, de alguma forma, contribuíram para minha formação.

Aos amigos Cleber Bernardo do Nascimento, Leonardo Flores Silveira e Pedro Guilherme Niehues por toda a parceria e amizade ao longo do curso.

Aos amigos do Centro Acadêmico de Ciências Contábeis (CACiC) por terem colaborado a, juntos, escrevermos história como representação discente na UFSC.

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

Agradecimento especial à Marília Ferreira e a Janaina da Silva Ferreira pelo apoio na parte estatística e com o Stata.

Aos amigos da Ortecont Contabilidade pelo companheirismo e confiança.

À Universidade Federal de Santa Catarina pela estrutura e condições para realização de minha graduação.

À todos que, de alguma forma, colaboraram para a construção deste trabalho.

“Apenas pare por um minuto, e sorria!”

- *Jessie J.*

SILVA, Isaac Pacheco. **Os Impactos Pós-Combinação de Negócios na Rentabilidade das Empresas Brasileiras**. 2019. 67p. Monografia (Curso de Graduação em Ciências Contábeis) - Departamento de Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis - SC.

RESUMO

Em busca de cenários de hegemonia, a Combinação de Negócios tem se demonstrado um interessante método de se posicionar no mercado. O objetivo deste estudo foi verificar possíveis impactos das Combinações de Negócios na rentabilidade de empresas de capital aberto. Para isto, selecionou-se 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. Também foi analisado o nível de evidenciação (*disclosure*) das Combinações de Negócios estabelecendo uma métrica com base na análise descritiva das informações das Combinações de Negócios em notas explicativas. 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 a 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 com dados 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. *Disclosure*. *Goodwill*.

SILVA, Isaac Pacheco. **The Profitability Impacts of Post Business Combination in Brazilian Companies.** 2019. 67p. Monografia (Curso de Graduação em Ciências Contábeis) - Departamento de Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis - SC.

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. It was also analyzed the business combination disclosure index with a metric based on the analysis of business combination information in explanatory notes. 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. Disclosure. Goodwill.*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Determinações do CPC 15 (R1) em relação ao Método de Aquisição	19
Quadro 2 – Pesquisas Relacionadas	21
Quadro 3 - Nível de Evidenciação (<i>disclosure</i>) das Combinações de Negócios.....	25
Quadro 4 - Exemplo de evidenciação “Completa” de Combinação de Negócios em Notas Explicativas	26
Quadro 5 - Exemplo de evidenciação “Completa” de Combinação de Negócios em Notas Explicativas	27
Quadro 6 - Exemplo de evidenciação “Incompleta” de Combinação de Negócios	28
Quadro 7 - Exemplo de “Não Evidenciação” (Caso 1) de Combinação de Negócios	29
Quadro 8 - Exemplo de “Não Evidenciação” (Caso 2) de Combinação de Negócios	30

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Seleção da Amostra	23
Tabela 2 - Número de Empresas que realizaram Combinações de Negócios 2010 e 2017	38
Tabela 3 - Número de Combinações de Negócios realizadas entre os anos de 2010 e 2017 ...	39
Tabela 4 - Quantidade Combinações de Negócios por Setor da B3 de 2010 e 2017	42
Tabela 5 - Resumo do Total de Combinações por ano e por setor da B3	46
Tabela 6 - Resumo do Total de Evidenciação “completa” de Combinações de Negócios por ano e por setor da B3	47
Tabela 7 - Quantidade Empresas que realizaram Combinações de Negócios por Setor da B3 entre os anos de 2010 e 2017	48
Tabela 8 - Empresas com maiores números de combinações por ano	50
Tabela 9 - Maiores Contraprestações em Combinações de Negócios– milhares R\$	51
Tabela 10 - Estatística descritiva dos das contas contábeis a valor justo nas Combinações de Negócios durante 2010 a 2017	52
Tabela 11 - Matriz de Correlação entre as Variáveis	53
Tabela 12 – Estatísticas das variáveis e decomposição de variância within e between	53
Tabela 13 – Resultados de Testes Estatísticos para Adequação de Dados em Painel	54
Tabela 14 - Resultado da Regressão – Variável Dependente: ROA	55
Tabela 15 - Dados da Regressão - Variável Dependente: ROE	56
Tabela 16 – Dados da Regressão- Variáveis Explicativas da Combinação	57
Tabela 17- Comparativo da rentabilidade das empresas que realizaram Combinações de Negócios daquelas que não realizaram entre o período de 2010 a 2017	58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução do número de Combinações de Negócios entre os anos de 2010 a 2017	40
Gráfico 2 - Evolução do Nível de Evidenciação de Combinações de Negócios entre os anos de 2010 a 2017	41

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCG – *The Boston Consulting Group*

B3 – Brasil Bolsa Balcão

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

ROA – Retorno sobre Ativos

ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido

VIF - *Variance Inflation Factor*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	14
1.2 TEMA E PROBLEMA	15
1.3 OBJETIVOS	16
1.3.1 Objetivo Geral	16
1.3.2 Objetivos Específicos	16
1.4 JUSTIFICATIVA	16
1.5 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO	17
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	18
2.1 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS	18
2.2 RENTABILIDADE	20
2.3 ESTUDOS RELACIONADOS	20
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	23
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	23
3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	23
3.2.1 Seleção da Amostra	23
3.2.2 Nível de Evidenciação das Combinações de Negócios	25
3.2.3 Variáveis Analisadas	31
3.2.4 Método Estatístico	35
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES	38
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	38
4.2 ANÁLISE DOS DADOS EM PAINEL	53
5 CONCLUSÕES	59
REFERÊNCIAS	61
APÊNDICE A – QUANTIDADE COMBINAÇÕES ANALISADAS NA PESQUISA	63

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A disputa pelos diversos cenários de hegemonia no mercado, assim como a redução de custos para poder se manter nele, ocasionou que as empresas buscassem novos métodos de se manter no mercado por meio de processos como fusão, incorporação, cisão e aquisição de empresas. Estes processos são denominados combinações 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 assim, conseqüentemente, geram riqueza e crescimento ao 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 esperar obter qualquer retorno. Sobre esta 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. Desta 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 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 este retorno. Entretanto, o desempenho negativo está relacionado ao conceito de criação de valor, pois este pressupõe retornos financeiros aos acionistas, e, nos casos analisados apenas houve uma equiparação entre o valor investido e o retorno obtido.

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.

Dinkinson, Wangerin e Wild (2016) abordaram esta problemática ao analisar se os métodos de aquisição de uma combinação de negócios afetam, de fato, a participação da companhia no mercado. De acordo com os autores supracitados, o mercado não apresenta efeitos negativos nas combinações de negócio, embora analistas superestimem os ganhos nessas operações.

1.2 TEMA E PROBLEMA

A rentabilidade de uma empresa é essencial para esta se manter no mercado, uma vez que sem lucros seria difícil para ela captar investimentos externos. De acordo com Ferraz *et al.* (2017, p. 03) “uma empresa é rentável, no sentido econômico, somente quando a rentabilidade é superior àquela que os investidores poderiam conseguir em outros investimentos”. Desta forma, é interessante que a empresa dê retorno ao seu investidor para evitar que ele busque por investir em outras empresas.

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 manter 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.

Com base na temática abordada, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **Quais os impactos pós-combinações de negócios na rentabilidade das empresas brasileiras de capital aberto?**

1.3 OBJETIVOS

Baseado na temática abordada, tem-se os seguintes objetivos:

1.3.1 Objetivo Geral

Verificar quais os impactos que a combinação de negócios pode ter na rentabilidade das empresas brasileiras em um período pós-aquisição.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a) Identificar as empresas brasileiras de capital de aberto que realizaram combinações de negócios no período de 2010 a 2017;
- b) Analisar o nível de evidenciação das combinações de negócios nas empresas brasileiras de capital de aberto; e
- c) Comparar a rentabilidade das empresas brasileiras de capital de aberto que realizaram combinações de negócios daquelas que não realizaram.

1.4 JUSTIFICATIVA

No Brasil, existe uma lacuna por não ter 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.

Conforme Cilo (2019), em uma operação de Combinação de Negócios entre a brasileira Natura e a americana Avon, espera-se, de acordo com a companhia adquirente, um retorno esperado de cerca de até US\$ 250 milhões anuais que será reinvestido para garantir,

entre outros, pesquisa e desenvolvimento na área de cosméticos e garantir presença geográfica da marca por todo o mundo.

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 pesquisas que relacionem as combinações de negócios a rentabilidade das empresas, o tema já foi abordado por pesquisas estrangeiras, como no estudo Dinkinson, Wangerin e Wild (2016), que analisou os efeitos da combinações de negócio sobre a participação das empresas no mercado, concluindo que o mercado não apresentou nenhum efeito negativo sobre estas empresas. Desta forma, entre os estudos relacionados, este é o que mais se assemelha a esta pesquisa e, considera-se interessante fazer uma análise semelhante no Brasil.

1.5 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos, sendo eles: (1) Introdução, (2) Referencial Teórico, (3) Metodologia, (4) Resultados e Discussões e (5) Conclusões.

Neste primeiro capítulo, introdução, foi explanado uma contextualização do tema e detalhou-se o problema de pesquisa assim como os objetivos gerais e específicos e a justificativa deste estudo.

No segundo capítulo, é apresentado o Referencial Teórico que serviu como suporte para esta pesquisa, explanando-se sobre Combinações de Negócios e Rentabilidade relacionando estudos anteriores relacionados a esta área assim como suas contribuições para o tema.

No terceiro capítulo, são descritos os procedimentos metodológicos da pesquisa, em que são apresentadas a amostra e o período analisado. Neste capítulo, também é desenvolvido pelo autor uma métrica para apurar o nível de evidenciação (*disclosure*) das Combinações de Negócios além de um detalhamento das variáveis analisadas na pesquisa e o método estatístico utilizado.

A partir deste ponto, no capítulo quatro, são explanados os principais resultados e discussões sobre os achados da pesquisa, relacionando-os com a metodologia de pesquisa e com observações pertinentes sobre o tema de Combinações de Negócios.

Por fim, no capítulo cinco, são apresentadas as principais conclusões empíricas advindas deste estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

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

O CPC 15 (R1, 2011, p.02) dispõe sobre como o adquirente:

- (a) reconhece e mensura, em suas demonstrações contábeis, os ativos identificáveis adquiridos, os passivos assumidos e as participações societárias de não controladores na adquirida;
- (b) reconhece e mensura o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill* adquirido) advindo da combinação de negócios ou o ganho proveniente de compra vantajosa; e
- (c) determina quais as informações que devem ser divulgadas para possibilitar que os usuários das demonstrações contábeis avaliem a natureza e os efeitos financeiros da combinação de negócios. (CPC 15 – R1 – item 01)

Para atender a definição de uma Combinação de Negócios, é necessário que a companhia adquirente obtenha controle sobre a adquirida. Este 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) que trata de Demonstrações Consolidadas, estabelece que como é detectado o controle do investidor sobre a investida. Desta forma, a norma estabelece que o investidor controla sua investida quando possui poderes capazes de afetar os retornos da empresa, por este motivo, tem direitos e está exposto a esses direitos. Em relação a este controle, o CPC 36 (R3, 2011, p. 09) ainda estabelece situações 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.

Desta forma, 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 o ganho de compra vantajosa.

Em uma Combinação de Negócios, o método de aquisição exige alguns requisitos conforme demonstrado no **Quadro 1**.

Quadro 1 - Determinações do CPC 15 (R1) em relação ao Método de Aquisição

Método de Aquisição
a) Identificação do Adquirente;
b) Determinação da Data de Aquisição;
c) Reconhecimento e mensuração dos ativos identificáveis adquiridos, dos passivos assumidos e das participações societárias de não controladores na adquirida.
d) Reconhecimento e mensuração do Ágio por Rentabilidade Futura (Goodwill) ou do Ganho proveniente em Compra Vantajosa.

Fonte: elaborado e adaptado pelo autor 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, 2011) 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 esta é a data em que se é obtido o controle da adquirida e que este, 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: “é 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.

2.2 RENTABILIDADE

A rentabilidade é essencial para a continuidade de uma empresa, desta 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 mereçam ser analisadas.

De acordo com Vieira *et. al* (2011), “os índices de Rentabilidade medem o quanto uma empresa está sendo lucrativa ou não, através dos capitais investidos, o quanto renderam os investimentos e, qual o resultado 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.

2.3 ESTUDOS RELACIONADOS

Foram identificados alguns estudos relacionados à Combinações de Negócios que trataram de evidencição, rentabilidade, entre outros. O Quadro 2 demonstra os principais estudos relacionando seus autores, datas de publicação, assim como seus objetivos e conclusões.

Quadro 2 - Pesquisas Relacionadas

Autor	Título	Objetivo	Conclusões
Brunner (2002)	<i>Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker.</i>	Investigar se as combinações de negócios realizadas pelas empresas estão apresentando retornos financeiros aos seus acionistas.	O estudo concluiu que cerca de 60 a 70% das empresas que realizaram combinações de negócios não apresentam retorno de capital aos acionistas.
Nakayama e Salloti (2014)	Fatores Determinantes do Nível de Divulgação de Informações sobre Combinações de Negócios com a Entrada em Vigor do CPC 15.	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 divulgação das informações relacionadas com ele.	Verificou-se que o índice de <i>disclosure</i> foi baixo embora tenha sido o primeiro ano após a divulgação da norma.
Souza (2015)	Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill reconhecido nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras	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)	Determinantes do nível de <i>disclosure</i> das combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras de capital aberto	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” 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.
Dinkinson; Wangerin; Wild (2016)	<i>Accounting Rules and Post-Acquisition Profitability in Business Combination</i>	Examinar como os métodos contábeis de compra e aquisição afetam a participação da empresa no mercado. /	O mercado não apresenta efeitos negativos sobre a rentabilidade em relação 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)	Reconhecimento dos Ativos Intangíveis nas Combinações de Negócios: uma análise nas características das companhias de capital aberto brasileiras no período de 2012 e 2014.	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.

Fonte: elaborado e adaptado pelo autor com base em estudos anteriores

Em relação aos estudos citados no Quadro 2, 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 acabou por concluir que as empresas possuem um nível de evidênciação 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. Estes concluíram que as empresas brasileiras de capital aberto apresentam, em média baixo nível de evidênciação 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. Desta forma, 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 característica fundamental de uma 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 analisar 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”.

Este 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. Estudos estrangeiros como o de Dinkinson, Wangerin e Wild (2016), buscaram analisar os efeitos das combinações de negócio sobre a participação das empresas no mercado.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

O 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 obrigatoriamente pelas companhias abertas e, quantitativa, já que empregou métodos quantitativos para a análise dos dados.

3.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

3.2.1 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 destas, 106 realizaram um total de 386 combinações de negócios entre o período de 2010 e 2017. A amostra deste estudo pode ser evidenciada conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Seleção da Amostra

Empresas Listadas na B3 durante período analisado	375
(-) 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)
Total da Amostra de Empresas Analisadas	289

Fonte: Dados da pesquisa

Do total de 375 empresas listadas durante o período analisado, foi optado por se retirar as empresas que integravam os subsetores de *Holdings*, Intermediadoras Financeiras, Previdência e Seguros, Securitizadoras e Serviços Financeiros Diversos uma vez que as empresas que os compõem apresentam características próprias que poderiam comprometer ou enviesar este estudo.

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 destas empresas é que, pelo fato delas não terem suas ações negociadas na bolsa, poderiam afetar a pesquisa, uma vez 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 diferiam do ano civil, uma vez que seus resultados não poderiam ser analisados como as demais empresas. Desta forma, 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. Destas, nem todas realizaram combinações de negócios, entretanto, todas as empresas foram analisadas a fim de comparar os impactos na rentabilidade das empresas que efetuaram Combinações de Negócios com aquelas que não efetuaram durante o período analisado.

3.2.2 Nível de Evidenciação das Combinações de Negócios

Além dos impactos das Combinações de Negócios na rentabilidade das empresas, também foi analisado o nível de evidenciação (*disclosure*) das empresas que realizaram Combinações de Negócios e a maneira como estas informações foram divulgadas. Para isto, as empresas foram divididas em três grupos conforme Quadro 3.

Quadro 3 – Nível de Evidenciação (*disclosure*) das Combinações de Negócios

Grupo	Evidenciação	Descrição
1	Completa	<ul style="list-style-type: none"> Empresas que divulgaram todas as contas que compõem os ativos adquiridos e passivos assumidos a valor justo das empresas adquiridas e a contraprestação transferida em Combinações de Negócios.
2	Incompleta	<ul style="list-style-type: none"> Empresas que divulgaram apenas o valor justo total dos ativos líquidos adquiridos, assim como a contraprestação transferida em Combinações de Negócios.
3	Não Evidenciado	<ul style="list-style-type: none"> Empresas que durante o período analisado, realizaram Combinações de Negócios, entretanto, não divulgaram em notas explicativas os valores referentes aos ativos líquidos, assim como a contraprestação transferida em Combinações de Negócios. Empresas que apenas informaram a obtenção de controle apenas na tabela de participação em controladas e/ou em base de consolidação das demonstrações contábeis.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Para facilitar o entendimento, apresenta-se através de um exemplo, cada um dos grupos que compõem o Quadro 3, com base em notas explicativas, cada uma das situações descritas. Desta forma, a métrica de nível de evidenciação das Combinações de Negócios deste estudo pode ser entendida por meio dos Quadros 4, 5, 6, 7 e 8.

Quadro 4 - Exemplo de evidenciação “Completa” de Combinação de Negócios em Notas Explicativas

c) Educação Inovação e Tecnologia S.A. (“APP Prova”)

Em 10 de março de 2017, por meio da controlada Somos Educação e Participações S.A. (“SEP”) foi celebrado o Compromisso de Compra e Venda de Quotas e Outras Avenças tendo por objeto a aquisição de 100% do capital social (“Aquisição”) da Educação Inovação e Tecnologia S.A. (“AppProva”). O valor total da aquisição foi de R\$ 19,9 milhões, sendo R\$ 9,9 milhões em moeda corrente e R\$ 10 milhões em ações da Companhia.

Em 30 de junho de 2017 foi reconhecido parcela adicional ao preço de aquisição no valor de R\$ 2,5 milhões.

A AppProva desenvolve atividades com foco em ensino e educação, relacionadas a gestão, assessoria, orientação e assistência na área de inovação tecnológica educacional, planejamento, organização, desenvolvimento de sistemas de avaliação de ensino e educação, e elaboração de programas de computadores, jogos eletrônicos, aplicativos para tablets, entre outros.

(...)

Segue abaixo os saldos contábeis reconhecidos na combinação de em 28 de fevereiro de 2017:

Posição em 28 de fevereiro de 2017:	Saldos Contábeis Preliminares	Ajustes de Valor Justo	Valores Justos
Caixa e equivalentes de caixa	115	-	115
Contas a receber de clientes	24	-	24
Impostos a recuperar	176	-	176
Demais ativos	199	-	199
Ativo imobilizado	497	-	497
Ativo intangível	616	-	616
Ativo intangível - carteira de clientes	-	95	95
Ativo intangível - cláusula de não competição	-	435	435
Fornecedores e demais contas a pagar	(1.250)	-	(1.250)
Impostos e contribuições a pagar	(75)	-	(75)
TOTAL DE ATIVOS LÍQUIDOS (PL)	302	530	832
<i>Goodwill</i>			21.633
Valor pago em moeda corrente			12.446
Valor pago em ações			10.019
Caixa adquirido			(115)
DESEMBOLSO, LÍQUIDO DO CAIXA ADQUIRIDO			12.331
VALOR À PAGAR A PRAZO			-

Fonte: Notas explicativas da empresa Somos Educação e Participação S.A. referentes ao exercício social de 2017

A empresa Somos Educação e Participação S.A. realizou e divulgou a aquisição da empresa Educação Inovação e Tecnologia S.A. de forma “completa”, evidenciando todas as contas que compõem os ativos adquiridos e passivos assumidos a valor justo (R\$ 832), assim como o valor contábil (R\$ 302) da empresas adquiridas e a contraprestação transferida (R\$ 22.465) em Combinações de Negócios. A empresa também registrou uma diferença entre o valor da contraprestação e o valor justo dos ativos líquidos da adquirida (*Goodwill*) no montante de R\$21.633.

Outra empresa que pode ser usada como um exemplo de evidenciação “Completa” de Combinações de Negócios é a BRAZIL PHARMA conforme demonstrado no Quadro 5.

Quadro 5 - Exemplo de evidenciação “Completa” de Combinação de Negócios em Notas Explicativas

4.1 Aquisição de participação com a obtenção de controle societário em 2011

Em 31 de março de 2011, a Companhia celebrou contrato de aquisição de 60% da Mais Econômica. A Mais Econômica é uma sociedade de capital fechado, que tem como atividade básica o comércio varejista de medicamentos, perfumarias, produtos de higiene pessoal e beleza, cosméticos e dermocosméticos.

A Companhia optou por mensurar a participação de não controladores na adquirida pela parte que lhes cabem no valor justo dos ativos identificáveis líquidos da adquirida.

O valor justo dos ativos e passivos identificáveis da Mais Econômica na data da aquisição é apresentado a seguir:

	Valor justo reconhecido na aquisição
Ativos	
Caixa e equivalentes de caixa	1.764
Contas a receber de clientes	19.932
Estoques	54.117
Imobilizado	15.491
Intangível	2.064
Outros ativos	4.925
	<u>98.293</u>
Passivos	
Contas a pagar a fornecedores	51.326
Empréstimos	55.636
Outros passivos	27.763
	<u>134.725</u>
Total dos ativos identificáveis líquidos	(36.432)
Participação de não controladores mensurada a valor justo	6.573
Subscrição de novas ações	120.000
Agio na aquisição	179.859
Total da contraprestação	<u>270.000</u>

Ativos adquiridos e passivos assumidos

Fonte: Notas explicativas da empresa Brazil Pharma S.A., referentes ao exercício social de 2011.

A empresa Brazil Pharma S.A. também realizou e divulgou a aquisição da empresa Mais Econômica de forma “completa”, evidenciando todas as contas que compõem os ativos adquiridos e passivos assumidos a valor justo assim como a contraprestação transferida em Combinações de Negócios. A empresa também registrou e divulgou uma diferença entre o valor da contraprestação e o valor justo dos ativos líquidos da adquirida (*Goodwill*), além também evidenciar a participação de não controladores a valor justo assim como a subscrição de novas ações na operação.

O segundo grupo de tipo de evidenciação de Combinação de Negócios são os “Incompletas”. Neste grupo, se classificam aquelas empresas que divulgaram apenas o valor

justo total dos ativos líquidos adquiridos, assim como a contraprestação transferida em Combinações de Negócios sem detalhar as contas que compõem os ativos adquiridos e passivos assumidos a valor justo, assim como o valor contábil adquirido. O Quadro 6 demonstra esta situação com uma Combinação de Negócios efetuada pela empresa Estácio Participações S.A. durante o exercício social de 2011.

Quadro 6 - Exemplo de evidenciação “Incompleta” de Combinação de Negócios

2.3. Combinação de negócios--Continuação

a) Controladas indiretas--Continuação

Em 22 de fevereiro de 2011 a Companhia adquiriu por meio de sua subsidiária IREP a totalidade das quotas do capital social da ANEC - Sociedade Natalense de Educação e Cultura Ltda., sociedade limitada, com sede na cidade de Natal, Estado do Rio Grande do Norte. A Sociedade é a mantenedora da Faculdade de Natal ("FAL"). O valor da transação foi de R\$ 12.400 parte em pagamento aos sócios e parte em assunção de obrigações da empresa, sendo que em 31 de dezembro de 2011 a Companhia possui um saldo de R\$ 1.322 a pagar referente a esta aquisição.

Em dezembro de 2010, a FAL possuía 2.400 alunos matriculados em seus cursos presenciais de graduação e pós-graduação. Considerando que a Estácio já está presente na cidade, através da Faculdade Estácio de Natal - FEN, com 1.600 alunos, a transação representa um crescimento importante em Natal, uma das principais capitais da região Nordeste, com maior aproveitamento de sinergias e ganhos de escala (informações não auditadas).

Em 31 de dezembro de 2011, foram contabilizados os ajustes decorrentes da alocação do preço de compra com base em laudo de avaliação emitido por empresa especializada. Nessa ocasião foram atribuídos ao intangível R\$ 2.056 relativos à base de alunos. O valor (goodwill) após a alocação mencionada monta a R\$ 8.087 e permanecerá registrado como ágio decorrente de expectativa de rentabilidade futura, para fins contábeis, não amortizável e sujeito ao teste anual de impairment.

Em 12 de abril de 2011 a Companhia adquiriu por meio de sua subsidiária IREP a totalidade das quotas do capital social da FATERN - Sociedade Universitária de Excelência Educacional do Rio Grande do Norte Ltda., sociedade limitada, com sede na cidade de Natal Estado do Rio Grande do Norte. O valor da transação foi de R\$ 22.000 parte em pagamento aos sócios e parte em assunção de obrigações da empresa, sendo que em 31 de dezembro de 2011 a Companhia possui um saldo de R\$ 1.267 a pagar referente a esta aquisição.

Fonte: Notas explicativas da empresa Estácio Participações S.A. referentes ao exercício social de 2011

De acordo com o Quadro 3 apresentado anteriormente, havia duas situações que compunham o terceiro grupo de tipo de evidenciação de Combinação de Negócios, os “Não Evidenciados”. A seguir, nos Quadros 7 e 8 são demonstrados exemplos destas situações:

Quadro 7 - Exemplo de “Não Evidenciação” (Caso 1) de Combinação de Negócios

c) Investimentos, novas aquisições e reestruturações societárias

As demonstrações financeiras consolidadas em IFRS são compostas pelas demonstrações financeiras da controladora WEG S.A. e de suas controladas que estão apresentadas na nota 11.

Em 1 de setembro de 2010, ocorreu a alteração da denominação social da controlada WEG Indústrias S.A. para RF Reflorestadora S.A., e posteriormente a cisão do segmento tintas para a empresa WEG Tintas Ltda.

Em 25 de maio de 2010, o Grupo WEG adquiriu o controle do Zest Group, companhia com sede na África do Sul formada pela distribuidora líder em motores elétricos naquele mercado e por companhias especializadas na montagem de painéis elétricos industriais, na integração de produtos para a montagem de grupos geradores e na prestação de serviços. Em 30 de junho de 2010, foram consolidados os ativos e passivos dessa controlada. As receitas, custos e despesas foram consolidados a partir de 01 de julho de 2010.

Em 1 de junho de 2010, adquiriu as empresas Sensores Eletrônicos Instrutech Ltda e Logotech Sensores Eletrônicos Ind. e Com. Ltda, com objetivo de complementar a linha de produtos WEG através de produtos e sistemas integrados de sensores eletrônicos.

Em 11 de junho de 2010, a WEG adquiriu o controle da Voltran S.A. de C.V., companhia mexicana fabricante de transformadores, elevando sua participação de 30% para 60% do capital, passando de coligada à controlada. Em 30 de junho de 2010, foram consolidados os ativos e passivos dessa controlada. As receitas, custos e despesas foram consolidados a partir de 01 de julho de 2010.

A mais valia paga nas aquisições do controle das controladas Instrutech, Logotech, Voltran e Zest, foram atribuídas como goodwill até que os estudos para alocação do ágio estejam concluídos. A expectativa da Administração é de concluir esses estudos no prazo máximo de um ano após a aquisição do controle dessas controladas.

Fonte: Notas explicativas da empresa WEG S.A. referentes ao exercício social de 2010.

Conforme demonstrado no Quadro 7, a empresa WEG S.A. adquiriu o controle do Zest Group e da Voltran S.A., entretanto, não demonstrou em suas notas explicativas os detalhes da combinação, não evidenciando os valores referentes aos ativos líquidos, assim como a contraprestação transferida nestas Combinações de Negócios. Desta forma, considerou-se este o primeiro exemplo do grupo considerado como “Não Evidenciado” no que tange o nível de *disclosure* da Combinação.

O segundo exemplo considerado no grupo como “Não Evidenciado” são os casos em que a companhia apenas informa a obtenção de controle por meio de tabela participação em controladas e/ou em base de consolidação das demonstrações contábeis. Assim, o Quadro 8 demonstra esta situação nas notas explicativas da empresa Aliance Shopping Centers S.A.

Quadro 8 - Exemplo de “Não Evidenciação” (Caso 2) de Combinação de Negócios

11 Investimentos	(a) Sociedades controladas/coligadas	Participação acionária - %	
		31 de dezembro 2017	31 de dezembro 2016
Sociedades controladas e coligadas, com as respectivas participações			
Controladas			
Administradora Carioca de Shopping Centers Ltda.		100,00	100,00
. Administradora do Estacionamento Carioca Shopping		100,00	100,00
Aliansce Assessoria Comercial Ltda.		99,99	99,99
Aliansce Estacionamentos Ltda.		99,99	99,99
Aliansce Mall e Mídia Inter. Loc. e Merchandising Ltda.		99,99	99,99
Aliansce Services - Serv de Adm. em Geral Ltda.		99,99	99,99
Alsupra Participações Ltda. (3)			99,99
. BSC Shopping Centers S.A.			30,00
Altar Empreendimentos e Participações S.A.		100,00	100,00
Shopping Leblon		24,62	24,62
Ararajuba Empreendimentos e Participações Ltda. (8)		99,99	
. Boulevard Belém S.A.		39,99	
. Matisse Participações S.A.		40,00	

Fonte: Notas explicativas da Aliansce Shopping Centers S.A. referentes ao exercício social de 2017

De acordo com o Quadro 8, a controladora Aliansce Shopping Centers S.A. obteve o controle da empresa Ararajuba Empreendimentos e Participações Ltda no exercício social de 2017. No ano anterior, 2016, a companhia não detinha o controle da Ararajuba Empreendimentos e Participações.

3.2.3 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 isto, foram analisadas às variáveis Estoques, Ativo Imobilizado, Ativos Intangíveis Identificados e demais ativos intangíveis de vida útil definida. Desta forma, buscou-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.

3.2.3.1 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 deste 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. Desta forma, ele permite identificar se o desempenho operacional da empresa está sendo capaz de remunerar os seus acionistas. Para o cálculo deste índice foi realizado o quociente entre o lucro operacional antes dos impostos e o seu patrimônio líquido.

3.2.3.2 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.* (2013) “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 os principais valores nas contas estoques comparando variações de seu valor contábil com o seu valor justo no momento da combinação de negócios, a fim de analisar se no período seguinte esta 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”. Desta 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.

Desta forma, neste estudo, os valores da variável Imobilizado foram analisadas ao 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 (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 possíveis impactos destas variáveis na rentabilidade.

- Marcas

A lei da propriedade indústria, nº 9279/96 regula direitos e obrigações relativos a 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; (LEI Nº 9279/96).

O Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1, 2010, p. 06) ao tratar de Ativos Intangíveis 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. Desta forma, a capacidade da empresa de se relacionar com estes clientes sem que hajam relações contratuais, fornecem

evidências de que a entidade é capaz de controlar os benefícios econômicos futuros desta 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”. Desta 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.* (2013) ressalta que mesmo os intangíveis com vida útil definidas devem estar propícios aos testes de recuperação quando houve indícios de desvalorização. Desta forma, buscou-se analisar os impactos da amortização destes ativos após a realização da combinação de negócios.

3.2.3.3 Variáveis de controle

As variáveis independentes de controle utilizadas neste estudo também buscam explicar as possíveis variações na rentabilidade. Para isto, foram utilizadas as variáveis: atividade econômica (setores da B3), tamanho (ativo médio das companhias) e crescimento nas vendas (variações das receitas do ano t para o ano t-1).

3.2.4 Método Estatístico

3.2.4.1 Regressão para dados em painel curto

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

A estimação de modelos lineares de regressão para dados em painel são divididas em “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 este 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 seriam precisos os dados do período pós-aquisição (2018) para atender ao objetivo do estudo.

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

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

Em que:

β : parâmetros da regressão

i : refere-se à empresa

t : refere-se ao tempo

COMBINA: realização de combinação de negócios (sim ou não) 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 $(t - (t-1))$ i no tempo t .

CONSUMOCICL: *Dummy* do Setor Consumo Cíclico da empresa i no tempo t .

CONSUMONCICL: Dummy do Setor Consumo Não Cíclico da empresa *i* no tempo *t*.

FINANC: Dummy do Setor Financeiro da empresa *i* no tempo *t*.

MATBAS Dummy do Setor Materiais Básicos da empresa *i* no tempo *t*.

PETROL: Dummy do Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis da empresa *i* no tempo *t*.

SAÚDE: Dummy do Setor Saúde da empresa *i* no tempo *t*.

TECNOL: Dummy do Setor Telecomunicações da empresa *i* no tempo *t*.

TELECOM: Dummy do Setor Telecomunicação da empresa *i* no tempo *t*.

UTILPUBL: Dummy do Setor Utilidade Pública da empresa *i* no tempo *t*.

OUTR: Dummy do Setor Outros da empresa *i* no tempo *t*.

NAOCLASS: Dummy do Setor Não Classificados

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)

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

Em que:

β : parâmetros da regressão

i: refere-se à empresa

t: refere-se ao tempo

COMBINA: realização de combinação de negócios (sim ou não) 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*.

CONSUMOCICL: Dummy do Setor Consumo Cíclico da empresa *i* no tempo *t*.

CONSUMONCICL: Dummy do Setor Consumo Não Cíclico da empresa *i* no tempo *t*.

FINANC: Dummy do Setor Financeiro da empresa *i* no tempo *t*.

MATBAS Dummy do Setor Materiais Básicos da empresa *i* no tempo *t*.

PETROL: Dummy do Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis da empresa *i* no tempo *t*.

SAÚDE: Dummy do Setor Saúde da empresa *i* no tempo *t*.

TECNOL: Dummy do Setor Telecomunicações da empresa *i* no tempo *t*.

TELECOM: Dummy do Setor Telecomunicação da empresa *i* no tempo *t*.

UTILPUBL: Dummy do Setor Utilidade Pública da empresa *i* no tempo *t*.

OUTR: Dummy do Setor Outros da empresa *i* no tempo *t*.

NAOCLASS: Dummy do Setor Não Classificados da empresa *i* no tempo *t*.

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).

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

Em que:

β : 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*.

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)

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 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

A Tabela 2 evidencia o número de empresas que realizaram Combinações de Negócios por ano assim como o seu nível de evidenciação em notas explicativas.

Tabela 2 - Número de Empresas que realizaram Combinações de Negócios 2010 e 2017

Empresas que realizaram Combinações de Negócios entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	12	6	4	22
2011	23	3	1	27
2012	21	4	2	27
2013	16	2	1	19
2014	22	1	4	27
2015	16	3	8	27
2016	12	3	6	21
2017	13	4	8	25
TOTAL	135	26	34	195
			Média	26

Fonte: Dados da pesquisa

Diante disso, por meio da Tabela 2 percebe-se que o ano em que houve mais empresas que realizaram combinações de negócios foram os anos de 2011, 2012, 2014 e 2015 com 27 empresas em cada. O ano em que houve menos empresas realizando combinações foi o ano de 2013 com apenas 19 combinações de negócios.

Houve empresas que realizaram mais de uma combinação de negócios em cada ano e, por este motivo, foi elaborada a Tabela 03 evidenciando o total de Combinações de Negócios realizadas entre o período analisado.

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

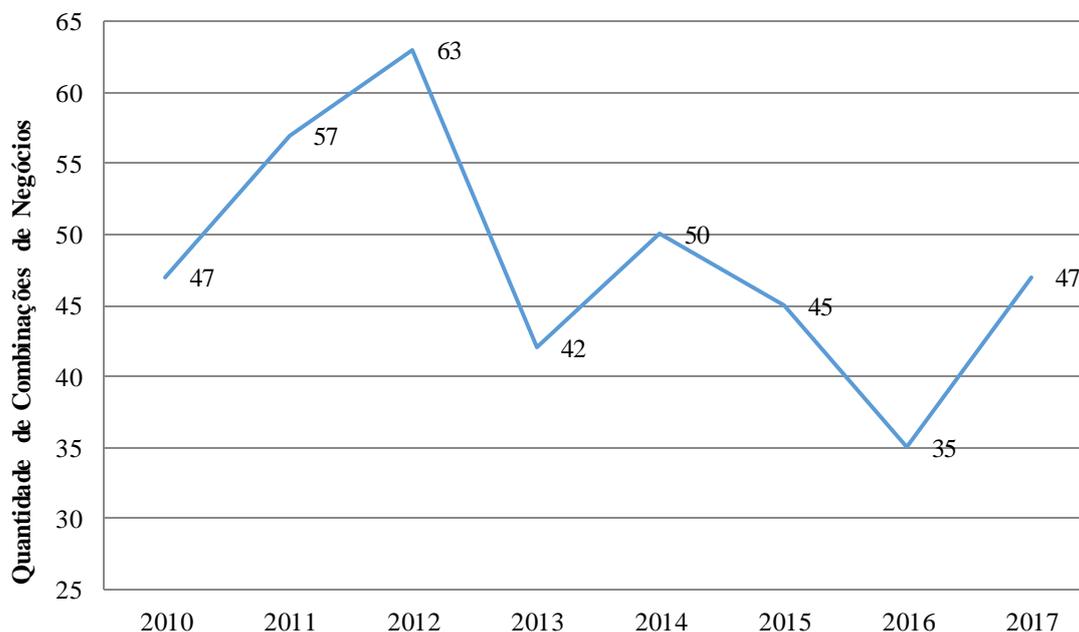
Combinações de Negócios realizadas entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
2010	27	15	5	47
2011	43	12	2	57
2012	52	6	5	63
2013	37	3	2	42
2014	42	3	5	50
2015	27	3	15	45
2016	24	3	8	35
2017	22	6	19	47
TOTAL	274	51	61	386
%	70,98	13,21	15,80	100,00
			Média	47

Fonte: Dados da pesquisa

Durante os anos de 2010 a 2017 foram realizadas 386 Combinações de Negócios. O ano em que ocorreram um maior número de combinações foi o ano de 2012 com um total de 63 combinações enquanto o ano que menos apresentou Combinações de Negócios 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.

No que tange o nível de evidenciação (*disclosure*) das Combinações de Negócios, é possível perceber que do total de evidenciações durante o período analisado, 70,98% foram evidenciadas de forma “Completa”, enquanto 13,21% e 15,80% foram evidenciadas de forma “Incompleta” e “Não Evidenciada” respectivamente. Isto demonstra um bom nível de evidenciação (*disclosure*) das Combinações de Negócios realizadas, o que vai não corrobora com o estudo de Souza, Rover e Borba (2016) que concluíram que o nível médio de *disclosure* das combinações de negócios no Brasil é baixo. Entretanto, vale ressaltar que as pesquisas possuem períodos distintos de análise e métricas diferentes em relação à Evidenciação das Combinações de Negócios.

A evolução no número de Combinações de Negócios durante os anos analisados pode ser exemplificada no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Evolução do número de Combinações de Negócios entre 2010 e 2017

Fonte: Dados da pesquisa

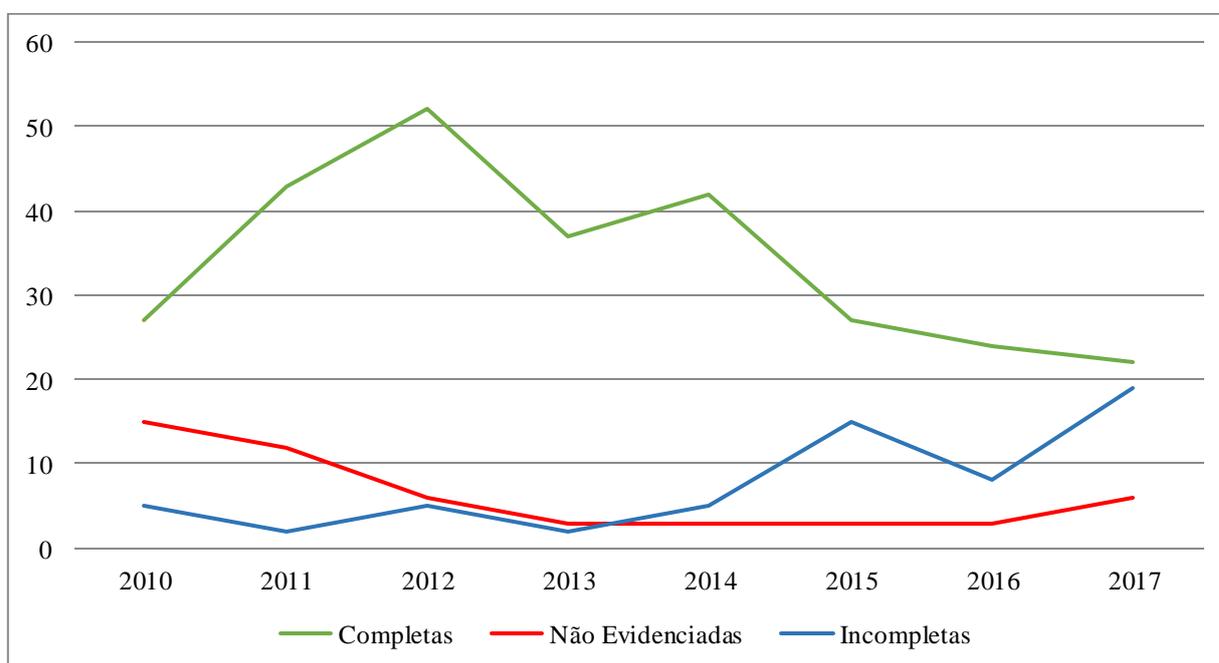
No primeiro ano da vigência do Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) sobre Combinações de Negócios, ano de 2010, houve um registro de 47 combinações e a partir desse período é possível perceber que houve um aumento nos anos seguintes de 2011 e 2012. No ano de 2013 houve uma queda do número de Combinações evidenciadas, sendo de apenas 42. No ano seguinte, 2014, o índice aumentou para 50 combinações, caindo nos anos seguintes. O ano de 2016 registrou o menor número de combinações de negócios com apenas 35 combinações. Por fim, o ano de 2017 registrou o mesmo número de combinações do primeiro ano de análise e vigência do CPC 15 (R1) com um número de 47 combinações.

Em relação a evolução do nível de evidenciação (*disclosure*) das Combinações de Negócios realizadas durante os anos de 2010 a 2017, é possível perceber com base nos dados analisados que o tipo de evidenciação “Completa” aumentou nos primeiros anos de vigência do CPC 15, tendo seu ápice de evidenciação no ano de 2012 com 82,5% de suas combinações totalmente evidenciadas. No ano de 2013 é possível inferir uma queda no número de combinações completamente evidenciadas que voltou a crescer em 2014 e desde então vêm decaindo, registrando em 2017 o menor número de evidenciação, sendo apenas 46,8% do total de combinações daquele ano totalmente evidenciados.

O número de combinações de negócios realizadas e não evidenciadas diminuiu ao longo do período 2010/2016, aumentando apenas no ano de 2017. Em contrapartida, as

combinações classificadas como “Incompletas” oscilaram de forma sazonal ao longo do período, aumentando significativamente no ano de 2017. Desta forma, é possível perceber uma tendência das empresas de deixarem de divulgar todas as contas que compõem os ativos adquiridos e passivos assumidos a valor justo, assim como o valor contábil das empresas adquiridas e a contraprestação transferida em Combinações de Negócios para divulgarem apenas o valor total dos ativos líquidos adquiridos. Desta forma, o Gráfico 2 exemplifica o exposto:

Gráfico 2 - Evolução do Nível de Evidenciação de Combinações de Negócios entre os anos de 2010 a 2017



Fonte: Dados da pesquisa

A seguir, foi elaborado a Tabela 4, que apresenta os dados referentes a quantidade de Combinações de Negócios por Setor da B3 entre os anos de 2010 e 2017:

Tabela 4 - Quantidade Combinações de Negócios por Setor da B3 de 2010 e 2017

Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
2010	2	0	3	5
2011	5	0	0	5
2012	5	1	1	7
2013	2	0	0	2
2014	1	0	0	1
2015	0	0	0	0
2016	0	0	0	0
2017	2	0	2	4
TOTAL	17	1	6	24
%	70,83	4,17	25	100

Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
2010	5	0	0	5
2011	11	4	0	15
2012	16	0	0	16
2013	15	0	0	15
2014	12	0	1	13
2015	8	2	1	11
2016	5	0	1	6
2017	3	2	1	6
TOTAL	75	8	4	87
%	86,21	9,20	4,60	100,00

Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
2010	1	5	1	7
2011	8	0	0	8
2012	5	0	0	5
2013	10	0	0	10
2014	14	0	0	14
2015	11	0	1	12
2016	4	0	3	7
2017	3	3	0	6
TOTAL	56	8	5	69
%	81,16	11,59	7,25	100,00

Continua

Tabela 4 - Quantidade Combinações de Negócios por Setor da B3 de 2010 e 2017 - continuação

Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
2010	7	0	0	7
2011	5	6	0	11
2012	7	5	0	12
2013	0	0	0	0
2014	0	0	2	2
2015	0	0	11	11
2016	0	0	3	3
2017	0	0	9	9
TOTAL	19	11	25	55
%	34,55	20,00	45,45	100,00

FINANCEIRO

Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
2010	4	3	0	7
2011	1	2	0	3
2012	1	0	0	1
2013	1	1	0	2
2014	3	0	1	4
2015	1	0	2	3
2016	2	0	1	3
2017	1	0	4	5
TOTAL	14	6	8	28
%	50,00	21,43	28,57	100,00

MATERIAIS BÁSICOS

Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
2010	1	0	1	2
2011	3	0	2	5
2012	7	0	4	11
2013	0	0	2	2
2014	1	0	0	1
2015	0	0	0	0
2016	0	0	0	0
2017	1	0	1	2
TOTAL	13	0	10	23
%	56,52	0,00	43,48	100,00

PETROLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEL

Continua

Tabela 4 - Quantidade Combinações de Negócios por Setor da B3 de 2010 e 2017 – (continuação)

		Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017			
	ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
SAÚDE	2010	7	7	0	14
	2011	5	0	0	5
	2012	6	0	0	6
	2013	2	0	0	2
	2014	1	0	1	2
	2015	1	1	0	2
	2016	10	0	0	10
	2017	5	0	2	7
	TOTAL	37	8	3	48
	%	77,08	16,67	6,25	100,00
		Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017			
	ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	2010	0	0	0	0
	2011	0	0	0	0
	2012	0	0	0	0
	2013	6	2	0	8
	2014	8	0	0	8
	2015	4	0	0	4
	2016	2	2	0	4
	2017	3	1	0	4
	TOTAL	23	5	0	28
	%	82,14	17,86	0,00	100,00
		Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017			
	ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
TELECOMUNICAÇÕES	2010	0	0	0	0
	2011	2	0	0	2
	2012	0	0	0	0
	2013	0	0	0	0
	2014	0	3	0	3
	2015	2	0	0	2
	2016	0	1	0	1
	2017	1	0	0	1
	TOTAL	5	4	0	9
	%	55,56	44,44	0,00	100,00

Continua

Tabela 4 - Quantidade Combinações de Negócios por Setor da B3 de 2010 e 2017 – (conclusão)

Número de Combinações realizadas entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Combinações
2010	0	0	0	0
2011	3	0	0	3
2012	5	0	0	5
2013	1	0	0	1
2014	2	0	0	2
2015	0	0	0	0
2016	1	0	0	1
2017	3	0	0	3
TOTAL	15	0	0	15
%	100,00	0,00	0,00	100,00

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 4, 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 existe 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. Ressalta-se que alguns subsetores membros do Setor “Financeiro” da B3 foram retirados da amostra desta pesquisa.

Ainda com base na Tabela 4, percebe-se que o Setor “Telecomunicações” foi o que menos realizou Combinações de Negócios durante o período analisado, realizando apenas 9 combinações no período, sendo que nos anos de 2010, 2012 e 2013 não realizou nenhuma aquisição.

Outra análise importante em relação à distribuição setorial de combinação de negócios por setor da B3 é que as empresas classificadas nos setores “Outros” e “Não Identificados” que, ao todo, totalizaram 43 empresas, não realizaram nenhuma operação de Combinações de Negócios durante os anos de 2010 a 2017.

A seguir, na Tabela 5, foi apresentado um resumo das Combinações de Negócios por setor da B3 assim como o destaque dos setores que mais realizaram combinações por ano analisado.

Tabela 5 - Resumo do Total de Combinações por ano e por setor da B3

Quantidade de Combinações por Setor e por Ano										
SETOR	Combinações	%	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bens Industriais	24	6,22	5	5	7	2	1	0	0	4
Consumo Cíclico	87	22,54	5	15	16	15	13	11	6	6
Consumo Não Cíclico	69	17,88	7	8	5	10	14	12	7	6
Financeiro	55	14,25	7	11	12	0	2	11	3	9
Materiais Básicos	28	7,25	7	3	1	2	4	3	3	5
Petróleo/Gás/Biocombustível	23	5,96	2	5	11	2	1	0	0	2
Saúde	48	12,44	14	5	6	2	2	2	10	7
Tecnologia Informação	28	7,25	0	0	0	8	8	4	4	4
Telecomunicações	9	2,33	0	2	0	0	3	2	1	1
Utilidade Pública	15	3,89	0	3	5	1	2	0	1	3
Total	386	100,00	47	57	63	42	50	45	35	47

Legenda: ■ - Maior número de Combinações de Negócios em cada ano analisado.

Fonte: Dados da pesquisa

Em relação ao nível de evidenciação (*disclosure*) das Combinações de Negócios ocorridas durante os anos de 2010 e 2017 e de acordo com a métrica criada pelo autor é possível concluir que o setor “Utilidade Pública”, embora tenha realizado apenas 3,89% das combinações do período foi o único setor que obteve 100% de suas Combinações de Negócios com evidenciação “Completa” estando suas 15 combinações de negócios completamente evidenciadas em notas explicativas.

Dentre as empresas que possuíram evidenciação “Completa”, é possível ver uma similaridade com o total de combinações uma vez que os setores “Consumo Cíclico” e “Consumo Não Cíclico” foram os setores que tiveram o maior percentual de divulgação “Completa” entre suas combinações com um percentual de 86,21% e 81,16% respectivamente. Em relação à terceira posição existe uma diferença entre o total de combinações e o nível de evidenciação uma vez que o setor “Saúde” que anteriormente ocupava a quarta posição no número de combinações agora representa a terceira posição em nível de evidenciação, tendo 77,08% de suas combinações classificadas como “Completa”.

O setor “Utilidade Pública, embora tenha realizado apenas 15 combinações entre os anos de 2010 a 2017, acabou por ter um índice de 100% de evidenciação “completa” de suas combinações. A Tabela 6 faz um resumo setorial da evidenciação “completa”.

Tabela 6 - Resumo do Total de Evidenciação “completa” de Combinações de Negócios por ano e por setor da B3

Evidenciação Completa das Combinações de Negócios por Setor										
SETOR	Completas	%	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bens Industriais	17	70,83	2	5	5	2	1	0	0	2
Consumo Cíclico	75	86,21	5	11	16	15	12	8	5	3
Consumo Não Cíclico	56	81,16	1	8	5	10	14	11	4	3
Financeiro	19	34,55	7	5	7	0	0	0	0	0
Materiais Básicos	14	50,00	4	1	1	1	3	1	2	1
Petróleo/Gás/Biocombustível	13	56,52	1	3	7	0	1	0	0	1
Saúde	37	77,08	7	5	6	2	1	1	10	5
Tecnologia Informação	23	82,14	0	0	0	6	8	4	2	3
Telecomunicações	5	55,56	0	2	0	0	0	2	0	1
Utilidade Pública	15	100,00	0	3	5	1	2	0	1	3
Total	274	70,98	27	43	52	37	42	27	24	22

Legenda: ■ - Maior número de Combinações de Negócios em cada ano analisado.

Fonte: Dados da pesquisa

Também foi elaborada uma tabela com a quantidade de empresas que realizaram Combinações de Negócios por Setor da B3 entre os anos de 2010 e 2017 uma vez que houve empresas que realizaram mais de uma combinação de negócios, o que poderia apresentar diferenças em relação à tabela anterior que relatava o total de combinações por setor. Desta forma, a Tabela 07 evidencia estas informações.

Tabela 7 - Quantidade Empresas que realizaram Combinações de Negócios por Setor da B3 entre os anos de 2010 e 2017

Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	2	0	2	4
2011	4	0	0	4
2012	2	1	1	4
2013	1	0	0	1
2014	1	0	0	1
2015	0	0	0	0
2016	0	0	0	0
2017	2	0	10	3

BENS INDUSTRIAIS

Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	5	0	0	5
2011	4	1	0	5
2012	5	0	0	5
2013	6	0	0	6
2014	9	0	1	10
2015	6	2	1	9
2016	3	0	1	4
2017	2	2	1	5

CONSUMO CÍCLICO

Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	1	2	1	4
2011	4	0	0	4
2012	3	0	0	3
2013	4	0	0	4
2014	4	0	0	4
2015	5	0	1	6
2016	2	0	2	4
2017	2	1	0	3

CONSUMO NÃO CÍCLICO

Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	1	0	0	1
2011	1	1	0	2
2012	1	2	0	3
2013	0	0	0	0
2014	0	0	1	1
2015	0	0	11	4
2016	0	0	2	2
2017	0	0	2	2

FINANCEIRO

Continua

Tabela 7 - Quantidade Empresas que realizaram Combinações de Negócios por Setor da B3 entre os anos de 2010 e 2017 – (continuação)

Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	1	2	0	3
2011	1	1	0	2
2012	1	0	0	1
2013	1	1	0	2
2014	2	0	1	3
2015	1	0	2	3
2016	2	0	1	3
2017	1	0	2	3

MATERIAIS BÁSICOS

Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	1	0	1	2
2011	2	0	1	3
2012	3	0	1	4
2013	0	0	1	1
2014	1	0	0	1
2015	0	0	0	0
2016	0	0	0	0
2017	1	0	1	2

PETRÓLEO, GÁS E BIOCOC.

Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	1	2	0	3
2011	5	0	0	5
2012	3	0	0	3
2013	2	0	0	2
2014	1	0	1	2
2015	1	1	0	2
2016	3	0	0	3
2017	2	0	1	3

SAÚDE

Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017				
ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
2010	0	0	0	0
2011	0	0	0	0
2012	0	0	0	0
2013	1	1	0	2
2014	2	0	0	2
2015	2	0	0	2
2016	1	2	0	3
2017	1	1	0	2

TEC. DA INFORMAÇÃO

Continua

Tabela 7 - Quantidade Empresas que realizaram Combinações de Negócios por Setor da B3 entre os anos de 2010 e 2017 – (continuação)

		Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017			
TELECOMUNICAÇÕES	ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
	2010	1	0	0	1
	2011	0	0	0	0
	2012	0	0	0	0
	2013	0	0	0	0
	2014	0	1	0	1
	2015	1	0	0	1
	2016	0	1	0	1
	2017	1	0	0	1

		Número de Empresas que realizaram Combinações entre os anos de 2010 e 2017			
UTILIDADE PÚBLICA	ANO	Completas	Incompletas	Não Evidenciadas	Total Empresas
	2010	0	0	0	0
	2011	1	0	0	1
	2012	2	0	0	2
	2013	1	0	0	0
	2014	2	0	0	2
	2015	0	0	0	0
	2016	1	0	0	1
	2017	3	0	0	3

Fonte: elaborado pelo autor com dados da pesquisa

Conforme evidenciado na Tabela 7, o setor “Consumo Cíclico” foi o que apresentou em todos os anos o maior número de empresas de um mesmo setor a realizar Combinações de Negócios tendo o seu máximo em 2014 com 10 combinações. Os setores “Consumo Não Cíclico”, “Financeiro”, “Saúde” e “Materiais Básicos” também apresentaram número significantes de empresas que realizaram Combinações de Negócios.

A seguir, por meio da Tabela 8, foram apresentadas as empresas que realizaram a maior quantidade de Combinações de Negócios por ano.

Tabela 8 - 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: elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

Conforme evidenciado na Tabela 8, 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. Com base na referida tabela, é possível perceber que as empresas citadas costumam realizar Combinações de Negócios uma vez que aparecem mais de uma vez na tabela.

Também foi analisado quais empresas transferiram as maiores contraprestações em Combinações de Negócios, por ano, conforme evidenciado na Tabela 9.

Tabela 9 - 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: elaborado pelo autor com 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 JBS S.A. e Kroton Educacional se destacaram por realizar 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 8, também foi a empresa que transferiu as maiores contraprestações conforme Tabela 9.

Para incrementar a análise descritiva dos dados, elaborou-se a Tabela 10 com a estatística descritiva das principais contas contábeis evidenciadas a valor justo nas operações de Combinações de Negócios.

Tabela 10 - Estatística descritiva dos das contas contábeis a valor justo nas Combinações de Negócios durante 2010 a 2017

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

Fonte: elaborado pelo autor com 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. Destes, os que mais apareceram foram “Marcas”, “Carteira de Clientes” e “Contratos de Não Competição”. Este achado corrobora com o estudo de Eloy e Souza (2018).

4.2 ANÁLISE DOS DADOS EM PAINEL

Por meio da Matriz de Correlação descrita na Tabela 11, foi possível verificar que a maior correlação encontrada entre as variáveis de controle foi entre o ROA e o Tamanho de 0,307. Isto se explica pelo 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 11 - Matriz de Correlação entre as Variáveis

	ROA	ROE	Tamanho	Crescimento
ROA	1			
ROE	-0,03	1		
Tamanho	0,307	0,0735	1	
Crescimento	0,018	-0,0029	0,1537	1

Fonte: elaborado pelo autor com dados da pesquisa

Para permitir ter uma visão geral dos dados analisados, a Tabela 12 apresenta os principais dados que compõe as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas.

Tabela 12 – Estatísticas das variáveis e decomposição de variância within e between

Variável	Decomposição	Médias	Desvio Padrão	Mínima	Máxima	Observações
ROA	overall	-0.21971	1,96105	-41,10806	12,60792	N = 1925
	between		0,07490	-0,30695	-0.08320	n = 7
	within		1,95984	-41,02952	12,47141	T-bar = 275
ROE	overall	0.044539	2,62726	-44,84638	63,44457	N = 1925
	between		0,24725	-0,40295	0,41949	n = 7
	within		2,61719	-44,39889	63,06961	T-bar = 274.57
Tamanho	overall	13.83637	2,90679	-0,69314	20,56373	N = 1925
	between		0,40537	13,18883	14,28376	n = 7
	within		2,88252	-0,49635	20,53333	T-bar = 274.71
Crescimento	overall	387612	3006326	39.097.000,0 0	42.444.807,00	N = 1925
	between		329614.1	-246.771,60	820.257,20	n = 7
	within		2990630	-38.840.007,00	42500807	T-bar = 275

Fonte: elaborado pelo autor com 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 realizar os testes, foi concluído que o modelo mais adequado seria o de efeitos aleatórios pois obteve o melhor “p-valor”. A Tabela 13 evidencia o resultado obtido em cada um dos testes:

Tabela 13 – Resultados de Testes Estatísticos para Adequação de Dados em Painel

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

Fonte: elaborado pelo autor com dados da pesquisa

Foi realizado teste de homocedasticidade BP em que concluiu-se que a variância dos resíduos não era constante e em seguida testou-se a multicolineariedade, em que obteve-se um *Variance Inflation Factor* (VIF) inferior a 4 que, de acordo com Salvian (2016), seria um bom resultado.

Após realizar a regressão observou-se problemas de heterocedasticidade e então, optou-se por realizar a regressão com erros padrões robustos visando minimizar estes problemas encontrados. Diante disso, a Tabela 14 evidencia o resultado da primeira equação de regressão com o propósito de atender ao objetivo principal do trabalho.

Tabela 14 - Resultado da Regressão – Variável Dependente: ROA

ROA	Coef.	Robust Std. Err.	P> Z
COMBINAÇÃO	-0,075	0,034	0,026
TAMANANHO	0,159	0,061	0,009
CRESCIMENTO	-1,05E-08	6,22E-09	0,092
SETOR CONSUMO CICLICO	0,221	0,025	0,375
SETOR CONSUMO NÃO CICLICO	-0,081	0,059	0,170
SETOR FINANCEIRO	-0,018	0,032	0,578
SETOR MATERIAIS BASICOS	-0,172	0,075	0,023
SETOR PETROLEO	-1,640	0,814	0,044
SETOR SAUDE	0,038	0,055	0,499
SETOR TECNOLOGIA	0,039	0,055	0,480
SETOR TELECOMUNICAÇÃO	-0,331	0,129	0,011
SETOR UTILIDADE PUBLICA	-0,082	0,064	0,206
SETOR OUTROS	-1,252	0,365	0,001
NÃO CLASSIFICADOS	-0,019	0,032	0,547
Obs = 1.923			
R-sq: 0.0830			

Fonte: elaborado pelo autor com 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. Isto vai em desacordo a 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 esta conclusão se dá pelo fato das empresas norte-americanas possuem características e peculiaridades que diferem das empresas listadas no Brasil na B3. Desta 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 explicado, talvez, pelo fato de a curto prazo a empresa ter tido esforços para arcar com a contraprestação transferida, muitas vezes assumindo passivos.

Desta 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 a 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 auto interesse gerencial é um dos motivos pelos quais as empresas realizam aquisições com frequência, estando sempre em busca de maior poder de mercado.

A Tabela 15 evidencia análise semelhante à Tabela 14, entretanto utilizando a variável dependente ROE.

Tabela 15 - Dados da Regressão - Variável Dependente: ROE

ROE	Coef.	Robust Std. Err.	P> Z
COMBINAÇÃO	-0,224	0,219	0,308
TAMANANHO	0,034	0,025	0,166
CRESCIMENTO	-6,64E-09	2,04E-08	0,745
SETOR CONSUMO CICLICO	-0,105	0,184	0,567
SETOR CONSUMO NAO CICLICO	-0,159	0,277	0,566
SETOR FINANCEIRO	-0,189	0,306	0,538
SETOR MATERIAIS BASICOS	-0,395	0,232	0,088
SETOR PETROLEO	0,414	0,372	0,265
SETOR SAUDE	-0,069	0,290	0,812
SETOR TECNOLOGIA	-0,134	0,514	0,793
SETOR TELECOMUNICAÇÃO	-0,408	0,466	0,381
SETOR UTILIDADE PUBLICA	-0,284	0,202	0,159
SETOR OUTROS	-1,018	0,284	0,000
NÃO CLASSIFICADOS	-0,116	0,838	0,890

Obs = 1.923

R-sq: 0.0189

Fonte: elaborado pelo autor com dados da pesquisa

A Tabela 15 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. Desta

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 se tornado 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 não apresentando problemas neste 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. Desta forma, esta 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. Desta forma, substituiu-se a variável Combinação de Negócios pelas variáveis “Estoques”, “Imobilizado”, “Intangíveis” e “Goodwill”. A Tabela 16, evidencia os resultados da regressão:

Tabela 16 – 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
CRESCIMENTO	2,04e-10	5,23e-10	0,697
TAMANHO	-0,0079	0,004	0,070

Obs = 100
R-sq: 0.3295

Fonte: elaborado pelo autor com dados da pesquisa

Com base nos dados da Tabela 16, percebe-se que as variáveis “Imobilizado”, “Goodwill” e “Tamanho” mostraram-se significativas em relação a variável dependente “ROA”. A variável “Tamanho” já havia se demonstrado significativa em regressões anteriores, conforme a Tabela 14. 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-se impactante na rentabilidade das empresas que realizaram Combinações de Negócios, possuindo, embora pequeno, um incremento mínimo.

Por fim, para atender o terceiro objetivo específico deste estudo que visava comparar a rentabilidade das empresas que realizaram Combinações de Negócios daquelas que não realizaram durante o período analisado foi elaborado a Tabela 17.

Tabela 17- Comparativo da rentabilidade das empresas que realizaram Combinações de Negócios daquelas que não realizaram entre o período de 2010 a 2017

Empresas que realizaram Combinação de Negócios				
	Desvio Padrão	Mínimo	Média	Máximo
ROA	0,107	-0,700	0,027	0,338
ROE	1,247	-16,357	-0,008	4,687
Observações: 198				
Empresas que não realizaram Combinação de Negócios				
	Desvio Padrão	Mínimo	Média	Máximo
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 17, 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 àquelas empresas que não realizaram Combinações de Negócios. Este 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.

5 CONCLUSÕES

O objetivo deste estudo foi verificar os possíveis impactos das Combinações de Negócios na rentabilidade das empresas em um período pós-aquisição. O período analisado foi entre 2010 a 2017. Diante disto, os resultados deste trabalho demonstram:

- A Combinação de Negócio impacta a rentabilidade do ativo de forma negativa, ou seja, em um primeiro momento, a realização de uma Combinação de Negócios acaba por diminuir a rentabilidade da empresa. Isto 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 das 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.
- 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.
- Dentre as empresas que possuíram evidenciação “Completa”, os setores “Consumo Cíclico” e “Consumo Não Cíclico” foram os setores que tiveram o maior percentual de divulgação “Completa” entre suas combinações, com um percentual de 86,21% e 81,16% respectivamente.
- Os ativos intangíveis identificados a valor justo nos balanços patrimoniais das companhias adquiridas que mais foram identificados foram “Marcas”, “Carteiras de Clientes” e “Contratos de Não Competição”.

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* que aponta 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 afirmar com certeza que os estudos se contrapõem.

Os achados deste estudo sobre ativos intangíveis identificados corroboram com Eloy e Souza (2018) ao concluir que os ativos “Marcas”, “Carteiras de Clientes” e “Contratos de Não Competição” são os mais identificados em operações de Combinações de Negócios.

As limitações deste estudo se encontram pelo fato de não ter sido analisado 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 às empresas a realizarem Combinações de Negócios além da lucratividade.

Baseado neste estudo, é sugerido para futuras pesquisas analisar 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 Negócio.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Curso de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2008.
- BRUNNER, Robert F; *Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker*. **Journal od Aplied Finance**. Springs/Summer. 2002.
- Bolsa de Mercadorias e Futuros da Bovespa - BM&FBOVESPA. **Empresas listadas**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm Acesso em: novembro de 2017.
- CARDOSO, Ricardo Lopes; VIEIRA, Carlos; MACHADO, Paulo Sérgio; SANTOS, Waldir Jorge Ladeira dos. **Contabilização de Ativos Financeiros em Participações Societárias**. 1. ed. Rio de Janeiro: FGV, 2011.
- CILO, Hugo. **O que a Natura viu na Avon?** Revista Isto É Dinheiro. Edição nº 1122. São Paulo, 24 de Maio de 2019. Disponível em: < <https://www.istoedinheiro.com.br/o-que-a-natura-viu-na-avon/>>. Acesso em: 27 de mai. 2019.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) – **Ativo Intangível**. Brasília, 02 de Dezembro de 2010. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=35>. Acesso em: 17 de mai. 2019.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) - **Combinação de Negócios**. Brasília, 03 de junho de 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=46>. Acesso em: 19 de abr. 2019.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 36 (R3) – **Demonstrações Consolidadas**. Brasília, 20 de dezembro de 2012. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=67> . Acesso em: 11 de mai. 2019.
- CROCETTA, Bruna Baggio; VALENTINI, Melissa Chanaziz; VIREIRA, Adriana Carvalho Pinto; YAMAGUCHI, Cristina Keiko. 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**. maio, 2016.
- DINKINSON, Victoria; WANGERIN, Daniel D.; WILD, John J.; Accounting Rules and Post-Acquisition Profitability in Business Combination. **Accounting Horizons**; v. 30, n. 4, December: 2016, p. 427-447.
- ELOY, Juliana Cordeiro Campodonio; SOUZA, Maíra Melo de; 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, p. 116-136, jan-abr 2018
- FÁVERO, Luiz Paulo. **Análise de dados, Modelos de Regressão com Exel, Stata e SPSS**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

FERRAZ, Pricyla Smazaro; SOUSA, Erivelto Fioresi de; NOVAES, Paulo Victor Gomes. Relação Entre Liquizes e Rentabilidade das Empresas Listadas na BM&FBovespa. **ConTexto**. Porto Alegre, v. 17, n. 35, p. 55-67, jan./abr. 2017.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

LUZ, Janayna Rodrigues de Moraes; COSTA, Ingrid Laís de Sena; CARVALHO, José Ribamar Marques De; MELO, Lucia Silva Albuquerque de; MARTINS, Talyta, Taise de Aquino. 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, set./dez. 2016

MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio. **Manual de Contabilidade Societária**. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuariais e Financeiras. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

MARTINS, Eliseu; MIRANDA, Gilberto José; DINIZ, Josedilton Alves. **Análise didática das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2014.

MARTINS, Eliseu; MIRANDA, Gilberto José; DINIZ, Josedilton Alves. **Análise didática das demonstrações contábeis**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2018.

NAKAYAMA, Wilson Kazum; SALOTTI, Bruno Meirelles. 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, septiembre-diciembre, 2014, pp. 267-280, Universidade de São Paulo. São Paulo.

PIMENTA, Daiana Paula; PORTO, Rafael Barreiros. Por que as empresas realizam aquisições com frequência? **Revista de Contabilidade e Organizações**. V.12. e.143279. Goiania, 2018.

SALVIAN, Mayara. **Multicolinearidade**. 22p. Universidade de São Paulo. Piracicaba, 2016.

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

SOUZA, Maíra Melo; ROVER, Suliani; BORBA, José Alonso. Determinantes do nível de *disclosure* das combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras de capital aberto. **Race**, Joaçaba, v. 15, n. 3, p. 945-968, set./dez. 2016

VIEIRA, Camille Barroso Holanda Asp; VERDE, Izair de Oliveira Lima; BEZERRA, Rafaella Leão; ROGRIGUES, Patricia Nascimento; ISMAEL, Vilma Souza. 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**, 2011.

APÊNDICE A – QUANTIDADE COMBINAÇÕES ANALISADAS NA PESQUISA

Apêndice A – Quantidade de Combinações de Negócios analisadas na pesquisa

Empresa	Ano	Quantidade	Evidenciação
AES TIETE ENERGIA S.A.	2017	1	COMPLETA
ALGAR TELECOM	2014	3	INCOMPLETA
ALGAR TELECOM	2015	2	COMPLETA
ALIANSCÉ SHOPPING	2012	1	COMPLETA
ALIANSCÉ SHOPPING	2015	1	NÃO EVIDENCIADA
ALIANSCÉ SHOPPING	2016	1	NÃO EVIDENCIADA
ALIANSCÉ SHOPPING	2017	5	NÃO EVIDENCIADA
ALPARGATAS	2014	1	COMPLETA
AMBEV S.A.	2015	1	NÃO EVIDENCIADA
AMBEV S.A.	2016	2	NÃO EVIDENCIADA
B2W	2014	1	COMPLETA
B2W	2015	1	INCOMPLETA
BR PROPERTIES	2012	1	INCOMPLETA
BR PROPERTIES	2015	3	NÃO EVIDENCIADA
BRASIL BROKERS	2011	6	INCOMPLETA
BRASIL BROKERS	2012	3	INCOMPLETA
BRASIL PHARMA	2010	7	COMPLETA
BRASIL PHARMA	2011	1	COMPLETA
BRASIL PHARMA	2012	3	COMPLETA
BRASKEM	2010	4	COMPLETA
BRF S.A.	2011	2	COMPLETA
BRF S.A.	2012	3	COMPLETA
BRF S.A.	2013	1	COMPLETA
BRF S.A.	2014	1	COMPLETA
BRF S.A.	2015	1	COMPLETA
BRF S.A.	2016	3	COMPLETA
CCR S.A.	2012	4	COMPLETA
CCR S.A.	2017	1	COMPLETA
CIA BRASILEIRA DISTRIBUIÇÃO	2014	9	COMPLETA
CIA BRASILEIRA DISTRIBUIÇÃO	2015	2	COMPLETA
CIA BRASILEIRA DISTRIBUIÇÃO	2016	1	COMPLETA
COSAN	2011	2	COMPLETA
COSAN	2012	4	COMPLETA
CREMER	2011	1	COMPLETA
CPFL ENERGIA	2011	3	COMPLETA
CPFL ENERGIA	2012	3	COMPLETA
CPFL ENERGIA	2013	1	COMPLETA
CPFL ENERGIA	2014	1	COMPLETA
CPFL ENERGIA	2016	1	COMPLETA
DIAGNOSTICOS	2016	6	COMPLETA

Continua

Apêndice A – Quantidade de Combinações de Negócios analisadas na pesquisa (continuação)

DIAGNOSTICOS	2017	4	COMPLETA
DUFRY A.G.	2014	1	COMPLETA
DUFRY A.G.	2015	1	COMPLETA
DURATEX	2011	1	COMPLETA
DURATEX	2012	1	COMPLETA
DURATEX	2013	1	COMPLETA
DURATEX	2014	1	COMPLETA
DURATEX	2015	1	COMPLETA
DURATEX	2017	1	COMPLETA
ETERNIT S.A.	2010	1	COMPLETA
EQUATORIAL ENERGIA	2012	2	COMPLETA
ESTACIO PARTICIPAÇÕES	2011	4	INCOMPLETA
ESTACIO PARTICIPAÇÕES	2012	5	COMPLETA
ESTACIO PARTICIPAÇÕES	2013	3	COMPLETA
ESTACIO PARTICIPAÇÕES	2014	4	COMPLETA
ESTACIO PARTICIPAÇÕES	2015	2	COMPLETA
ESTACIO PARTICIPAÇÕES	2016	1	COMPLETA
FIBRIA	2014	1	NÃO EVIDENCIADA
FIBRIA	2015	1	NÃO EVIDENCIADA
FIBRIA	2016	1	NÃO EVIDENCIADA
FLEURY	2010	1	INCOMPLETA
FLEURY	2013	1	COMPLETA
FLEURY	2014	1	NÃO EVIDENCIADA
GENERALSHOPP	2012	1	INCOMPLETA
GENERALSHOPP	2017	4	NÃO EVIDENCIADA
GOL	2011	1	COMPLETA
HYPERA S.A.	2010	6	INCOMPLETA
IGUATEMI	2014	2	NÃO EVIDENCIADA
IGUATEMI	2015	3	NÃO EVIDENCIADA
INDUSTRIAS ROMI S.A.	2012	1	COMPLETA
INSTITUTO HERMES PARDINI	2016	2	COMPLETA
IMC S/A	2014	1	COMPLETA
IMC S/A	2015	1	COMPLETA
IMC S/A	2016	1	COMPLETA
INVEPAR	2012	1	NÃO EVIDENCIADA
IOCHPE MAXION S.A.	2017	1	NÃO EVIDENCIADA
JBS S.A.	2013	7	COMPLETA
JBS S.A.	2014	2	COMPLETA
JBS S.A.	2015	6	COMPLETA
JBS S.A.	2017	2	COMPLETA
JSL S.A.	2011	1	COMPLETA

Continua

Apêndice A – Quantidade de Combinações de Negócios analisadas na pesquisa (continuação)

JSL S.A.	2013	2	COMPLETA
KARSTEN S.A.	2010	1	COMPLETA
KLABIN S.A.	2016	1	COMPLETA
KROTON EDUCACIONAL	2010	1	COMPLETA
KROTON EDUCACIONAL	2011	5	COMPLETA
KROTON EDUCACIONAL	2012	2	COMPLETA
KROTON EDUCACIONAL	2014	1	COMPLETA
LINX S.A.	2013	2	INCOMPLETA
LINX S.A.	2014	6	COMPLETA
LINX S.A.	2015	2	COMPLETA
LINX S.A.	2016	1	INCOMPLETA
LINX S.A.	2017	3	COMPLETA
LIQ PARTICIPAÇÕES S.A.	2010	1	COMPLETA
LIQ PARTICIPAÇÕES S.A.	2011	2	COMPLETA
LOCALIZA RENT A CAR	2017	1	COMPLETA
LOJAS AMERICANAS S.A.	2014	1	COMPLETA
LOJAS AMERICANAS S.A.	2015	1	INCOMPLETA
LOJAS RENNER S.A.	2011	1	COMPLETA
LPS BRASIL	2010	7	COMPLETA
LPS BRASIL	2011	5	COMPLETA
LPS BRASIL	2012	6	COMPLETA
LPS BRASIL	2015	4	NÃO EVIDENCIADA
LPS BRASIL	2016	2	NÃO EVIDENCIADA
LUPATECH S.A.	2012	1	COMPLETA
M.DIAS BRANCO S.A.	2011	3	COMPLETA
M.DIAS BRANCO S.A.	2012	1	COMPLETA
MAGAZINE LUIZA S.A.	2017	1	INCOMPLETA
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	2010	2	INCOMPLETA
MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA	2016	1	NÃO EVIDENCIADA
MARCOPOLO S.A.	2012	1	INCOMPLETA
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	2010	4	INCOMPLETA
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	2015	1	COMPLETA
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	2016	1	NÃO EVIDENCIADA
METALURGICA GERDAU S.A.	2015	1	NÃO EVIDENCIADA
MINERVA S.A.	2010	1	INCOMPLETA
MINERVA S.A.	2011	2	COMPLETA
MINERVA S.A.	2012	1	COMPLETA
MINERVA S.A.	2014	2	COMPLETA
MINERVA S.A.	2015	1	COMPLETA
MINERVA S.A.	2017	3	INCOMPLETA
NATURA COSMETICOS S.A.	2013	1	COMPLETA

Continua

Apêndice A – Quantidade de Combinações de Negócios analisadas na pesquisa (continuação)

NATURA COSMETICOS S.A.	2017	1	COMPLETA
NEOENERGIA S.A.	2017	1	COMPLETA
NOTRE DAME	2017	1	COMPLETA
OI S.A.	2016	1	INCOMPLETA
OMEGA GERAÇÃO S.A.	2017	1	COMPLETA
PDG REALITY	2010	1	COMPLETA
PETRO RIO S.A.	2014	1	COMPLETA
PETRO RIO S.A.	2017	1	COMPLETA
PETROBRAS	2010	1	NÃO EVIDENCIADA
PETROBRAS	2011	2	NÃO EVIDENCIADA
PETROBRAS	2012	4	NÃO EVIDENCIADA
PETROBRAS	2013	2	NÃO EVIDENCIADA
PETROBRAS	2017	1	NÃO EVIDENCIADA
POMIFRUTAS S/A	2010	1	NÃO EVIDENCIADA
POSITIVO TECNOLOGIA S.A.	2016	1	INCOMPLETA
PROFARMA	2011	1	COMPLETA
PROFARMA	2012	1	COMPLETA
PROFARMA	2013	1	COMPLETA
PROFARMA	2015	1	INCOMPLETA
PROFARMA	2016	2	COMPLETA
QUALICORP CONSULTORIA	2011	1	COMPLETA
QUALICORP CONSULTORIA	2012	2	COMPLETA
QUALICORP CONSULTORIA	2014	1	COMPLETA
QUALICORP CONSULTORIA	2017	2	NÃO EVIDENCIADA
QUALITY SOFTWARE S.A.	2017	1	INCOMPLETA
RAIA DROGASIL S.A.	2011	1	COMPLETA
RAIA DROGASIL S.A.	2015	1	COMPLETA
RANDON S.A.	2014	1	COMPLETA
RANDON S.A.	2017	1	COMPLETA
RENOVA ENERGIA S.A.	2014	1	COMPLETA
RESTOQUE COMÉRCIO	2011	1	COMPLETA
RESTOQUE COMÉRCIO	2014	1	COMPLETA
RUMO S.A.	2011	1	COMPLETA
SARAIVA LIVREIROS S.A.	2013	1	COMPLETA
SER EDUCACIONAL S.A.	2010	1	COMPLETA
SER EDUCACIONAL S.A.	2012	2	COMPLETA
SER EDUCACIONAL S.A.	2013	6	COMPLETA
SER EDUCACIONAL S.A.	2014	1	COMPLETA
SER EDUCACIONAL S.A.	2015	1	COMPLETA
SMARTFIT	2015	1	COMPLETA
SMARTFIT	2016	1	COMPLETA

Continua

Apêndice A – Quantidade de Combinações de Negócios analisadas na pesquisa (conclusão)

SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	2010	1	COMPLETA
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	2011	4	COMPLETA
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	2012	4	COMPLETA
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	2013	3	COMPLETA
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	2015	2	COMPLETA
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	2016	2	COMPLETA
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	2017	2	COMPLETA
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	2014	1	NÃO EVIDENCIADA
SUZANO HOLDING S.A.	2017	2	NÃO EVIDENCIADA
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	2010	1	INCOMPLETA
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	2011	2	INCOMPLETA
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	2014	2	COMPLETA
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	2017	2	NÃO EVIDENCIADA
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	2015	1	NÃO EVIDENCIADA
TECHNOS S.A.	2012	3	COMPLETA
TECHNOS S.A.	2013	1	COMPLETA
TECNISA S.A.	2017	1	INCOMPLETA
TELEFÔNICA BRASIL S.A.	2017	1	COMPLETA
TERRA SANTA AGRO S.A.	2010	1	COMPLETA
TERRA SANTA AGRO S.A.	2011	1	COMPLETA
TIM PARTICIPACOES S.A.	2011	2	COMPLETA
TOTVS S.A.	2013	6	COMPLETA
TOTVS S.A.	2014	2	COMPLETA
TOTVS S.A.	2015	2	COMPLETA
TOTVS S.A.	2016	2	COMPLETA
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	2010	1	COMPLETA
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	2011	1	COMPLETA
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	2012	2	COMPLETA
UNIDAS S.A.	2013	1	COMPLETA
UNIPAR CARBOCLORO S.A.	2013	1	INCOMPLETA
UNIPAR CARBOCLORO S.A.	2016	1	COMPLETA
VALID SOLUÇÕES S.A.	2010	1	NÃO EVIDENCIADA
VIGOR ALIMENTOS	2013	1	COMPLETA
WEG S.A.	2010	2	NÃO EVIDENCIADA
WEG S.A.	2017	2	NÃO EVIDENCIADA

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa