



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

JULIANE PACHECO

Efeito da sinalização da combinação de negócios no retorno anormal e na suavização de resultados no mercado acionário brasileiro

Florianópolis

2023

JULIANE PACHECO

Efeito da sinalização da combinação de negócios no retorno anormal e na suavização de resultados no mercado acionário brasileiro

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

Orientadora: Profa. Dra. Suliani Rover

Florianópolis

2023

Pacheco, Juliane

Efeito da sinalização da combinação de negócios no retorno anormal e na suavização de resultados no mercado acionário brasileiro / Juliane Pacheco ; orientadora, Suliani Rover, 2023. 133 p.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Florianópolis, 2023.

Inclui referências.

1. Contabilidade. 2. Combinação de negócios. 3. Retorno anormal. 4. Gerenciamento de resultados. 5. Goodwill. I. Rover, Suliani. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

Juliane Pacheco

Efeito da sinalização da combinação de negócios no retorno anormal e na suavização de resultados no mercado acionário brasileiro

O presente trabalho em nível de Doutorado foi avaliado e aprovado, em 03 de julho de 2023, pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Profa. Alessandra Carvalho de Vasconcelos, Dra.
Universidade Federal do Ceará

Profa. Bruno Meirelles Salotti, Dr.
Universidade de São Paulo

Profa. Ilse Maria Beuren, Dra.
Universidade Federal de Santa Catarina

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

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

Insira neste espaço a
assinatura digital

Coordenação do Programa de Pós-Graduação

Insira neste espaço a
assinatura digital

Profa. Suliani Rover, Dra.
Orientadora

Florianópolis, 2023.

Dedicado aos meus queridos e amados pais.

AGRADECIMENTOS

Agradecer é relembrar aqueles que ajudaram de alguma forma a tornar isso realidade. Então, começo agradecendo a Ele, por me proporcionar saúde e iluminar-me nessa jornada.

Agradeço aos meus pais Hélio da Silva Pacheco e Marilei Assing Pacheco, por sempre apoiar, educar, amar e guiar pelo caminho certo. Amo vocês. À minha afilhada Isabela Pacheco, por ser minha dose diária de amor e estresse. Pelas inúmeras vezes que veio até mim perguntando “se tinha terminado de estudar” para brincarmos e me lembrar que nem tudo se resume a trabalho. E à minha família pelos jogos, risadas e momentos de descontração.

Agradeço às minhas amigas Gabriela Santos, Francieli Machado, Maria Eduarda Garcia, Marina Lamin, Natália Pflieger e Vanessa Martins, por se fazerem presentes, mesmo ausentes fisicamente. Pelas risadas, saídas, abraços, encontros e comidinhas ao longo desses últimos 15 anos. Que venham mais 15, 30, 45 anos de amizade.

Agradeço às “Batutinhas das Opções”, um grupo de mulheres investidoras que tive a sorte de conhecer. Com vocês aprendi a operar derivativos de ações, mas também a rir dos *loss*, que a “morena” é perversa, e que podemos, sim, falar de casa, comida, gatos, namoros, viagens e, ao mesmo tempo, dar uma leve analisada na bolsa de valores.

Agradeço ao Núcleo de Estudos em Contabilidade e Controladoria e aos colegas de pós-graduação. Em especial, agradeço à Emanuelle Frasson Guimarães, à Janaína da Silva Ferreira e ao Alessandro Jacó de Carvalho pela parceria, risadas, cafezinhos, discussões. Saíram bons trabalhos desse grupo, e, com certeza, o sucesso perpetuará no caminho.

Agradeço à minha orientadora Suliani Rover, por escolher me guiar tanto no mestrado como no doutorado. Por aceitar as ideias de exercícios no estágio de docência e por dizer da forma mais sutil possível quando algo não é executável. Sinto orgulho em dizer que fui a primeira aluna ouvinte (ainda na graduação), e, se um dia eu for professora, quero ser pelo menos 1/3 do que você é para os alunos e os orientandos. Você é maravilhosa, conte sempre comigo!

Agradeço ao PPGC pela oportunidade, aos professores Alonso, Ilse, Bruno Salotti e Alessandra Vasconcelos pelas contribuições, e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) pelo apoio (Código de Financiamento 001).

Por último, mas não menos importante, agradeço imensamente à Juliane por não desistir e aguentar firme. Por todas as vezes que parecia que não tinha uma saída, respirar fundo e pensar “você consegue, garota!”. Por dar sentido a uma das suas músicas preferidas: “*You shoot me down, but I won't fall. I am Titanium*”.

*“Ando devagar porque já tive pressa
E levo esse sorriso
Porque já chorei demais
Hoje me sinto mais forte
Mais feliz, quem sabe
Só levo a certeza
De que muito pouco sei
Ou nada sei”*
(Almir Sater e Renato Teixeira, 1992)

RESUMO

Esta tese analisa o efeito da sinalização da combinação de negócios no retorno anormal e na suavização de resultados das companhias de capital aberto brasileiras. Assim, com base na Teoria da Sinalização, três objetivos específicos foram desenvolvidos: (i) examinar o efeito da divulgação do fato relevante da combinação de negócios no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira; (ii) examinar o efeito da sinalização das características da combinação de negócios por meio do fato relevante no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira; e (iii) examinar o efeito da sinalização da amortização e da perda por *impairment* do *goodwill* no período pré e pós-adoção da IFRS na suavização de resultado em empresas brasileiras. Para o primeiro e segundo objetivos específicos, foram utilizados como amostra os fatos relevantes de combinação de negócios em que a adquirente era listada na bolsa de valores brasileira durante o período de 2010 a 2021, e o retorno anormal foi verificado por meio do estudo de eventos. Já para o terceiro objetivo, explorou-se o período de 2001 a 2008 como pré-IFRS e 2014 a 2021 como pós-IFRS, compondo a amostra as empresas listadas na bolsa de valores brasileira que continham saldo na rubrica *goodwill* e o gerenciamento de resultados foi verificado pela metodologia da suavização de resultados. Os resultados indicaram que a sinalização do fato relevante da intenção de combinação de negócios e desmentindo intenções de aquisição proporcionam retorno anormal positivo, enquanto o fato relevante da conclusão da combinação de negócios não foi significativo. Quando se compara o retorno anormal do fato relevante da intenção com o da conclusão, observa-se que há pouca continuidade em informar aos usuários e não houve diferença entre as amostras. Nos fatos relevantes de intenção, quando analisadas as características (*goodwill*, método de pagamento, tipo de transação e por meio de subsidiária), pode-se perceber que o fato de sinalizarem a informação foi motivo para um retorno anormal positivo. Fatos relevantes de combinação de negócios que sinalizam o *goodwill* têm um retorno anormal superior àqueles que não informam. A subsidiária da controladora realizar combinações de negócios também proporcionou um retorno anormal positivo. As transações do tipo conglomerado, quando comparadas às transações verticais e horizontais não apresentaram distinção no retorno anormal. O mesmo ocorreu com o método de pagamento, em que não houve diferença entre a contraprestação ser em dinheiro ou outros métodos, de modo que os investidores consideram o ato de informar o método em si. Sobre o gerenciamento de resultados, os achados apontaram que a amortização, por ser sistemática, não está relacionada à suavização de resultados. Por outro lado, o *impairment* do *goodwill* está positivamente relacionado à suavização de resultados, de modo que, após a adoção das normas internacionais, o *goodwill* passou a ser um instrumento para gerenciar o resultado. Concluiu-se, portanto, que as combinações de negócios propiciam sinais aos usuários externos. Dessa forma, quando sinalizados pelos gestores, são vistos como benéficos pelos investidores.

Palavras-chave: Combinação de negócios, Retorno anormal, Gerenciamento de resultados, *Goodwill*, Amortização.

ABSTRACT

This dissertation analyzes the effect of signaling related to business combinations on abnormal returns and income smoothing practices among listed Brazilian companies. The study draws upon signaling theory and focuses on three specific objectives: (i) to examine the effect of the disclosure of material facts related to business combinations on the abnormal returns of companies listed on the Brazilian stock exchange; (ii) to investigate the effect of signaling the characteristics of business combinations through the disclosure of material facts on the abnormal returns of these companies; and (iii) to scrutinize the effect of signaling associated with the amortization and recognition of losses from goodwill impairment, both before and after the adoption of IFRS, on income smoothing practices in Brazilian companies. For the first and second objectives, the sample comprised material facts related to business combinations where the acquirer was listed on the Brazilian stock exchange from 2010 to 2021. Abnormal returns were analyzed using event study methodology. For the third objective, the study encompassed two periods: from 2001 to 2008 (pre-IFRS adoption) and from 2014 to 2021 (post-IFRS adoption), incorporating a sample of companies listed on the Brazilian stock exchange that reported balances in the goodwill account. For this objective, an income smoothing methodology was used to assess earnings management. The results indicated that signaling via the disclosure of material facts concerning intentions for a business combination and refuting acquisition intentions yielded positive abnormal returns. However, disclosing material facts concerning the finalization of a business combination did not significantly impact abnormal returns. Moreover, when comparing abnormal returns linked to the disclosure of material facts concerning intentions versus completion of business combinations, there was a lack of consistency in the information relayed to users, and no significant differences were observed between the samples. The analysis of various characteristics of business combinations (such as goodwill, payment method, transaction type, and subsidiary involvement), showed disclosures related to intentions for business combinations led to positive abnormal returns. Material facts signaling goodwill in business combinations were associated with higher abnormal returns than those without such disclosures. Also, business combinations executed by a subsidiary of the parent company were associated with positive abnormal returns. Nonetheless, Conglomerate-type transactions showed no differences in abnormal returns compared to vertical and horizontal transactions. Similar observations were made regarding payment methods, with no significant differences between cash payments and other methods, which means that investors consider the act of disclosure as the method itself. Regarding earnings management, the results indicate that systematic amortization is not associated with income smoothing. Conversely, goodwill impairment was positively related to income smoothing, suggesting that post-IFRS adoption, goodwill has been employed as an instrument for earnings management. In conclusion, business combinations act as signals to external users; therefore, investors find them beneficial when they are signaled by managers.

Keywords: Business combination. Abnormal return. Earnings management. Goodwill. Amortization.

RESUMEN

Esta tesis analiza el efecto de la señalización de combinación de negocios en los rendimientos anormales y en la suavización de los resultados en las empresas brasileñas que cotizan en bolsa en Brasil. En este sentido, con base en la Teoría de la Señalización, se desarrollaron tres objetivos específicos: (i) examinar el efecto de la divulgación de los hechos relevantes de la combinación de negocios en el rendimiento anormal de las empresas cotizadas en la bolsa de valores brasileña; (ii) examinar el efecto de la señalización de las características de la combinación de negocios por medio de los hechos relevantes en el rendimiento anormal de las empresas cotizadas en la bolsa de valores brasileña; y (iii) examinar el efecto de la señalización de la amortización y la pérdida por deterioro del *goodwill* en el período previo y posterior a la adopción de las NIIF en empresas brasileñas para suavizar los resultados. Para los dos primeros objetivos específicos, se utilizaron como muestra los hechos relevantes de combinación de negocios en los que la adquirente estaba cotizada en la bolsa de valores brasileña durante el período de 2010 a 2021, y el rendimiento anormal se verificó mediante un estudio de eventos. Para el tercer objetivo, se exploró el período de 2001 a 2008 como pre-NIIF, y de 2014 a 2021 como post-NIIF. La muestra incluyó empresas cotizadas en la bolsa de valores brasileña que tenían un saldo en la cuenta de *goodwill* y se verificó la gestión de resultados utilizando la metodología de suavización de los resultados. Los resultados indicaron que la señalización del hecho relevante de la intención de combinación de negocios y la negación de las intenciones de adquisición generan un rendimiento anormal positivo, mientras que el hecho relevante de la conclusión de la combinación de negocios no fue significativo. Al comparar el rendimiento anormal del hecho relevante de la intención con el de la conclusión, se observa poca continuidad en la información proporcionada a los usuarios y no hubo diferencias entre las muestras. Cuando se analizan las características (*goodwill*, método de pago, tipo de transacción y realizado por una subsidiaria), los hechos relevantes de la intención muestran que la señalización de la información fue motivo de un rendimiento anormal positivo. Los hechos relevantes de combinación de negocios que señalan el *goodwill* tienen un rendimiento superior a los que no lo hacen. Además, las combinaciones de negocios realizadas por subsidiarias de la controladora también generan un rendimiento anormal positivo. En cuanto a las transacciones de tipo conglomerado, no se observa diferencia en el rendimiento anormal en comparación con las transacciones verticales y horizontales. Lo mismo ocurre con el método de pago, en que no hubo diferencias entre el pago en efectivo u otros métodos, de modo que los inversores consideran el acto de informar el método en sí mismo. En cuanto a la gestión de resultados, los hallazgos indican que la amortización, al ser sistemática, no está relacionada con la suavización de los resultados. Por otro lado, el deterioro del *goodwill* está positivamente relacionado con la suavización de resultados; de manera que después de la adopción de las normas internacionales, el *goodwill* se convirtió en un instrumento para gestionar los resultados. En conclusión, las combinaciones de negocios proporcionan señales a los usuarios externos, de modo que cuando son señaladas por los gestores, son vistas como algo beneficioso por los inversores.

Palabras clave: Combinación de negocios. Rendimiento anormal. Gestión de resultados. *Goodwill*. Amortización.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Modelo Teórico da Tese.....	22
Figura 2. Desenho da pesquisa – Objetivo (i)	36
Figura 3. Retorno anormal médio diário do fato relevante do boato de combinação de negócios	42
Figura 4. Retorno anormal médio diário do fato relevante da intenção de combinação de negócios.....	43
Figura 5. Retorno anormal médio diário do fato relevante da conclusão de combinação de negócios.....	45
Figura 6. Retorno anormal médio diário do fato relevante da intenção e conclusão de combinação de negócios.....	47
Figura 7. Desenho da pesquisa – Objetivo (ii)	65
Figura 8. Retorno anormal médio diário da característica <i>goodwill</i>	70
Figura 9. Retorno anormal médio diário da característica tipo de aquisição	72
Figura 10. Retorno anormal médio diário da característica contraprestação	75
Figura 11. Retorno anormal médio diário da característica subsidiária	78
Figura 12. Desenho da pesquisa – Objetivo (iii)	98
Figura 13. Linha do tempo amostral.....	99

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Amostra inicial e final dos dados	37
Tabela 2 - Distribuição dos fatos relevantes por ano e categoria	38
Tabela 3 - Estatísticas Descritivas por Fato Relevante.....	41
Tabela 4 - Retorno anormal médio diário do fato relevante do boato de combinação de negócios	41
Tabela 5 - Retorno anormal médio diário do fato relevante da intenção de combinação de negócios.....	43
Tabela 6 - Retorno anormal médio diário do fato relevante da conclusão de combinação de negócios.....	44
Tabela 7 - Retorno anormal diário do fato relevante da intenção e conclusão de combinação de negócios.....	46
Tabela 8 – Normalidade dos dados (teste Shapiro-Wilk).....	47
Tabela 9 – Teste de média de Mann-Whitney.....	48
Tabela 10 - Amostra da pesquisa conforme característica da combinação de negócios	66
Tabela 11 – Variáveis da relação do retorno anormal e as características da combinação de negócios.....	67
Tabela 12 - Estatísticas descritivas conforme a característica <i>Goodwill</i>	69
Tabela 13 - Teste de média de Mann-Whitney para a característica <i>goodwill</i>	71
Tabela 14 - Estatísticas descritivas conforme a característica tipo de aquisição.....	71
Tabela 15 – Teste de média de Mann-Whitney para a característica tipo de aquisição	73
Tabela 16 – Estatísticas descritivas conforme a característica contraprestação	74
Tabela 17 – Teste de média de Mann-Whitney para a característica contraprestação	76
Tabela 18 – Estatísticas descritivas conforme a característica subsidiária.....	77
Tabela 19 – Amostra da pesquisa – empresas com <i>goodwill</i>	99
Tabela 20 - Constructo das variáveis do estudo	100
Tabela 21 – Estatísticas descritivas pré-adoção das normas internacionais.....	103
Tabela 22 – Estatísticas descritivas pós-adoção das normas internacionais	104
Tabela 23 – Nota explicativa das empresas que com amortização do <i>goodwill</i> pós adoção normas internacionais.....	104
Tabela 24 - Teste de modelo das regressões e pressupostos (hipóteses 9 e 10).....	106
Tabela 25 - Matriz de correlação de Pearson e Spearman (hipóteses 9 e 10)	107
Tabela 26 – Regressão da suavização de resultados da amortização do <i>goodwill</i>	107

Tabela 27 – Regressão da suavização de resultados do <i>impairment</i> do <i>goodwill</i>	109
Tabela 28 – Teste de modelo das regressões e pressupostos (hipótese 11).....	109
Tabela 29 - Matriz de correlação de Pearson e Spearman (hipótese 11).....	110
Tabela 30 – Regressão da suavização de resultados nos períodos pré e pós-adoção da IFRS	111
Tabela 31 – Síntese dos resultados	121

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CAPM	Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos
CAR	Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EFRAG	<i>European Financial Reporting Advisory Group</i>
FIES	Financiamento Estudantil
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
IS	<i>Income Smoothing</i>
NECC	Núcleo de Estudos em Contabilidade e Controladoria
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFAS	<i>Statements of Financial Accounting Standards</i>
UFSC	Universidade Federal de Santa Catarina
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	17
2	SINALIZAÇÃO DA COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS E O RETORNO ANORMAL DAS AÇÕES	27
2.1	INTRODUÇÃO.....	27
2.2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	29
2.2.1	Teoria da Sinalização	29
2.2.2	Combinação de Negócios e Retorno Anormal	31
2.3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	36
2.3.1	População e Amostra.....	36
2.3.2	Variáveis da Pesquisa e Estudos de Eventos	38
2.4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	40
2.5	CONCLUSÃO.....	49
	REFERÊNCIAS.....	50
3	SINALIZAÇÃO DAS CARACTERÍSTICAS DAS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E O RETORNO ANORMAL DAS AÇÕES.....	54
3.1	INTRODUÇÃO.....	54
3.2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	56
3.2.1	Teoria da Sinalização	56
3.2.2	Características das Combinações de Negócios e o Retorno Anormal.....	58
3.3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	65
3.3.1	Amostra da pesquisa	65
3.3.2	Variáveis da Pesquisa e Estudos de Eventos	66
3.4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	68
3.5	CONCLUSÃO.....	78
	REFERÊNCIAS.....	80

4	SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS DA BAIXA DO <i>GOODWILL</i> ANTES E DEPOIS DA ADOÇÃO DAS NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE	84
4.1	INTRODUÇÃO.....	84
4.2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	87
4.2.1	Teoria da Sinalização	87
4.2.2	Gerenciamento de Resultados da Baixa do <i>Goodwill</i>	89
4.3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	99
4.3.1	População, Amostra e Período.....	99
4.3.2	Variáveis da Pesquisa e Suavização do Resultado.....	100
4.4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	103
4.5	CONCLUSÃO.....	113
	REFERÊNCIAS.....	114
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	119
	REFERÊNCIAS DA TESE.....	125

1 INTRODUÇÃO

No mercado acionário, há uma gama de possíveis investidores que buscam, por meio de informações, reduzir as incertezas e tomar a melhor decisão de investimento. Desse modo, as políticas contábeis escolhidas podem indicar empresas de alta qualidade. Quando essa qualidade é superior às demais empresas do setor, isso permite à empresa escolher o que revelar ao mercado, de forma que lhe garanta um posicionamento favorável perante seus pares (Morris, 1987).

Tendo em vista que os gestores têm informações sobre a empresa que os demais participantes desse mercado não possuem, a tomada de decisão tende a favorecer as ações que sinalizam transações em que sua qualidade seja exaltada. Com isso, as empresas sinalizarão para o mercado informações que garantam aos investidores confiança, favorecendo-as, e que reduzam a assimetria de informações entre usuário e gestor (Morris, 1987; Spence, 1973), além da incerteza implícita na tomada de decisão do investidor (Dalmácio et al., 2013).

Esses sinais funcionam como mecanismos discricionários em um ambiente de assimetria informacional, capaz de alterar crenças e transmitir informações a outros indivíduos (Spence, 1973). Se esses sinais não fossem emitidos, a decisão seria tomada em um ambiente de maior incerteza (Spence, 1973). Dessa forma, como auxílio para a decisão, “as empresas tendem a sinalizar para o mercado informações que propiciem uma capacidade de diferenciação” (Dalmácio, 2009, p. 28).

Dentre várias formas de se diferenciar das demais empresas do setor, está a sinalização do fato relevante de uma combinação de negócios, em que a empresa decide adquirir parte ou a totalidade de outra empresa que lhe trará benefícios, tais como: redução de custos, aumento da rentabilidade, criação de valor para o acionista, mecanismo de defesa e dispersão do risco (Brouthers et al., 1998). Esses sinais estão previstos na Teoria da Sinalização (Spence, 1973), que preconiza que as empresas informarão ao mercado acionário suas intenções de adquirir outra empresa, tornando o ambiente favorável para os investidores adquirirem suas ações, e, assim, obterem um retorno acima do esperado, conhecido como retorno anormal.

Além dos motivos destacados por Brouthers et al. (1998), uma combinação de negócios pode gerar uma sinergia operacional, financeira ou colusória, que representam, respectivamente, recursos escassos que levam à produção e/ou eficiência administrativa, redução no custo de capital e poder de mercado (Chatterjee, 1986). Conforme Chatterjee (1986), essas sinergias estão interligadas entre si e criam valor econômico para as empresas.

Segundo Eloy e Souza (2018), as empresas costumam relacionar essa sinergia ao *goodwill*. *Goodwill* “é um ativo que representa benefícios econômicos futuros resultantes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos” (Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC] 15 R1, 2011, p. 22). As empresas que realizam combinações de negócios podem, inclusive, sinalizar ao mercado a sinergia esperada ou o montante previsto para ser alocado ao *goodwill* no momento que divulgam ao mercado a intenção de adquirir uma empresa, já fornecendo indicativos de que essa combinação é favorável para a criação de valor.

O valor do *goodwill* está atrelado ao valor da contraprestação da combinação de negócios pelo excesso da soma da contraprestação com o montante dos não controladores pelo valor líquido na data da aquisição dos ativos identificáveis adquiridos e dos passivos assumidos (CPC 15 R1, 2011). Paugam et al. (2015) afirmam que o pagamento em excesso pode gerar um *goodwill* anormal (diferença positiva entre o *goodwill* estimado e o *goodwill* final) e com isso ter maiores chances de, nos anos seguintes, ter uma perda reconhecida. Os autores afirmam ainda que a alocação da contraprestação ao *goodwill* pode ser utilizada para o gerenciamento de resultados, corroborando para ganhos maiores no futuro.

Isso porque o *goodwill*, antes da adoção das normas internacionais de contabilidade, era amortizado, e a vida útil variava entre cinco e 40 anos, dependendo do país (Baboukardos & Rimmel, 2014; Hamberg & Beisland, 2014). Com a adoção das normas internacionais de contabilidade, o *goodwill* passou a ser submetido ao teste do valor recuperável, no qual sua reversão não é permitida, de modo que os gestores podem vir a gerenciar o momento de reconhecer a perda de maneira que se torne favorável para eles.

Além do momento de reconhecer a perda, o registro do *goodwill* também é influenciado. Segundo Shalev et al. (2013), se a remuneração variável do *Chief Executive Officer* (CEO) estiver atrelada ao lucro da empresa, a probabilidade de alocar a contraprestação ao *goodwill* é maior, justamente por não haver impacto no resultado anualmente. Conforme Schatt et al. (2016), ao sinalizar ao mercado a realização do *impairment test*, o gestor está divulgando informações privadas, visto que ajudará os investidores a atualizarem suas premissas sobre os fluxos de caixa futuros, podendo tornar-lhes a sinalização útil.

Essa sinalização que auxilia os investidores é destacada por Hamberg e Beisland (2014) como a principal razão para a legislação adotar apenas o teste de recuperabilidade para deterioração do *goodwill*. Como o teste de *impairment* pode ser gerenciado, os investidores podem considerar o valor da perda não confiável (Schatt et al., 2016), entretanto, se vier

acompanhado de uma evidenciação adequada, torna-se mais confiável (Auger, 2014), uma vez que abarcará os valores envolvidos, além das motivações para as premissas utilizadas.

Dessa maneira, os números contábeis podem ser entendidos como sinais que visam à redução da assimetria informacional (Morris, 1987), criando confiança e reputação que reduzem a prática oportunista de gerenciar resultados (Góis & Soares, 2019). Com isso, os sinais de perda podem ser manipulados de maneira que seja favorável para a empresa. Ou seja, a empresa pode baixar o *goodwill* em um momento que seja favorável, visto que os sinais que emite ao mercado reduzem a incerteza de investir nela, demonstrando que o reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill* foi contabilizado em momento oportuno, não por interesse do gestor, aumentando a qualidade de informação contábil.

Os sinais relacionados às combinações de negócios podem ser emitidos com o intuito de desmentirem informações postas pela mídia sobre aquisições que não estão sendo realizadas pela companhia. Esse tipo de informação pode proporcionar um retorno anormal significativo antes mesmo do anúncio pela empresa (Mohil et al., 2019). Isso, porque, a reação do mercado acontece nos primeiros rumores de aquisição (Palmucci & Caruso, 2011).

Do mesmo modo, a sinalização acarreta informações confiáveis e torna desejável uma diversidade de relatórios, podendo indicar uma informação privilegiada (Scott, 2015). Além disso, a divulgação de informações favoráveis para os investidores visa valorizar as ações (Tucildas, 2018). Essa valorização das ações pode estar atrelada também ao tipo de combinação de negócios, sendo classificadas em horizontais, verticais e conglomerados (Brealey et al., 2018; Ross et al., 2002).

O tipo de combinação afeta também o mercado onde está inserido, já que pode ser de alguma maneira limitante para as outras empresas continuar a concorrência quando ocorre uma fusão/aquisição horizontal (Avdasheva & Tsytulina, 2015). Já as operações verticais acabam suprindo ineficiências e trazem preocupações quanto ao fornecimento de produtos para os concorrentes (Avdasheva & Tsytulina, 2015).

Com o intuito de diversificar o risco e com a possibilidade de garantir lucros futuros caso passe por uma crise, as combinações de negócios do tipo conglomerado se dão entre empresas com atividades principais (e setores) diferentes (Brealey et al., 2018; Ross et al., 2002). Amihud e Lev (1981) relatam que o perfil do gestor avesso ao risco está ligado a esse tipo de fusão e aquisição, já que é uma maneira de dissipar o risco do mercado, diversificando o portfólio de investimentos. Ainda, mesmo que Martínez e López (2003) tenham encontrado que, independentemente do tipo de combinação de negócio, há criação de valor para a empresa

adquirente, estudos como de Chatterjee (1986) evidenciam que, quando se trata de aquisições do tipo conglomerado, o retorno anormal percebido é superior às aquisições do tipo vertical.

Um ponto que também interfere no retorno anormal é o *status* da empresa adquirida, visto que quando é uma empresa pública tende a divulgar informações e assim diminuir a assimetria informacional para os usuários externos sobre a transação (Jaffe et al., 2015; Tanna & Yousef, 2019). Quando se adquire uma empresa privada ou subsidiária, não há tantas informações, o que acarreta maior simetria informacional (Tanna & Yousef, 2019).

A assimetria de informação está presente na combinação de negócios, visto que nem todas as informações atreladas a elas estão disponíveis aos interessados. A sinergia envolvida numa transação aumenta os retornos das ações nos anúncios e é um meio de divulgação voluntária de informações, de modo que as empresas devem informá-la aos interessados para que se reduza a assimetria informacional (Fraunhoffer & Schiereck, 2012). O comportamento do gestor em manter ou comprar mais ações da empresa que anuncia uma fusão ou aquisição sinaliza ao mercado possíveis expectativas futuras dessas transações (Hossain et al., 2016).

Conforme d'Arcy e Tarca (2018), o oportunismo dos gestores ou as divulgações incompletas podem resultar em uma qualidade inferior das informações contábeis, não alcançando o objetivo das normas internacionais de contabilidade, e afetam o reconhecimento, a mensuração, a divulgação e a qualidade dos resultados contábeis. O reconhecimento da perda por redução ao valor recuperável dos ativos pode estar vinculado ao gerenciamento de resultados (Andrews, 2012), inclusive o gerenciamento de resultados está positivamente relacionado ao *impairment* do *goodwill* (Alves, 2013) e à proporção do seu reconhecimento (Cappellesso et al., 2017).

Alves (2020) argumenta que a pesquisa sobre o teste de *impairment* se concentra no *goodwill* devido à preocupação da mudança da norma, pois o número de combinações de negócios vem crescendo, assim como o montante da contraprestação alocado ao *goodwill*, porém, não reflete a real expectativa do fluxo de caixa futuro. Segundo d'Arcy e Tarca (2018), o *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), em 2017, listou questões que preocupam sobre o *goodwill*, entre elas a sua superestimação com o possível reconhecimento tardio da perda por redução ao valor recuperável, e a complexidade e julgamentos envolvidos no teste de *impairment*.

Em 2014, iniciou-se uma discussão com órgãos reguladores, gestores, auditores, entre outros participantes, sobre melhorias quanto à combinação de negócios e, principalmente, sobre o *goodwill* (*International Financial Reporting Standards* [IFRS], 2023). Dentre as discussões,

estava a mensuração subsequente do *goodwill*, com uma possível volta da amortização, em razão da complexidade do *impairment test*. Conforme Schatt et al. (2016), os órgãos reguladores devem obter respostas sobre o *impairment test*, principalmente se a volta da amortização do *goodwill* é a melhor solução, indicando a importância de pesquisas nessa área. A decisão em manter o teste de recuperabilidade como método de baixa foi sustentado por não haver outro projeto mais eficaz e com menor custo para as empresas (IFRS, 2023).

Os métodos de baixa do *goodwill* divergem entre si: um possui a baixa sistemática, o outro tem o reflexo da realidade econômica (Choi & Nam, 2019). A relevância do método de amortização mostrou-se positiva (Hamberg & Beisland, 2014) ou irrelevante para os investidores (Amel-Zadeh et al., 2013), justamente pelas informações privadas (ou a falta delas) que transmite ao mercado. Informações essas que, pelo teste de *impairment*, tendem a serem mais relevantes (Amel-Zadeh et al., 2020; Hamberg & Beisland, 2014), pois os usuários da informação podem ter respaldos sobre as estimativas futuras do *goodwill*.

Considerando que as normas contábeis mudaram para melhorar a qualidade da informação financeira, e que alguns estudos apontaram que houve perda da qualidade de informação (Amel-Zadeh et al., 2013; Carvalho et al., 2016), questiona-se se o momento em que a perda do *goodwill* foi registrada está sendo sinalizada de maneira oportunista.

Sendo assim, considerando o retorno anormal da intenção e a conclusão de uma combinação de negócios, as características sinalizadas nos fatos relevantes de aquisições e a suavização do resultado para mensuração do *goodwill*, esta tese aborda a seguinte questão de pesquisa: **Qual o efeito da sinalização da combinação de negócios no retorno anormal e na suavização de resultados para o mercado acionário brasileiro?**

Para responder a esse questionamento, tem-se como objetivo geral analisar o efeito da sinalização da combinação de negócios no retorno anormal e na suavização de resultados das companhias de capital aberto brasileiras. A partir do objetivo geral, formularam-se os seguintes objetivos específicos: (i) examinar o efeito da divulgação do fato relevante da combinação de negócios no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira; (ii) examinar o efeito da sinalização das características da combinação de negócios por meio do fato relevante no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira; e (iii) examinar o efeito da sinalização da amortização e da perda por *impairment* do *goodwill* no período pré e pós-adoção da IFRS na suavização de resultado em empresas brasileiras. Na Figura 1, consta o modelo teórico da pesquisa em prol da evidenciação dos objetivos específicos que compõem a tese.

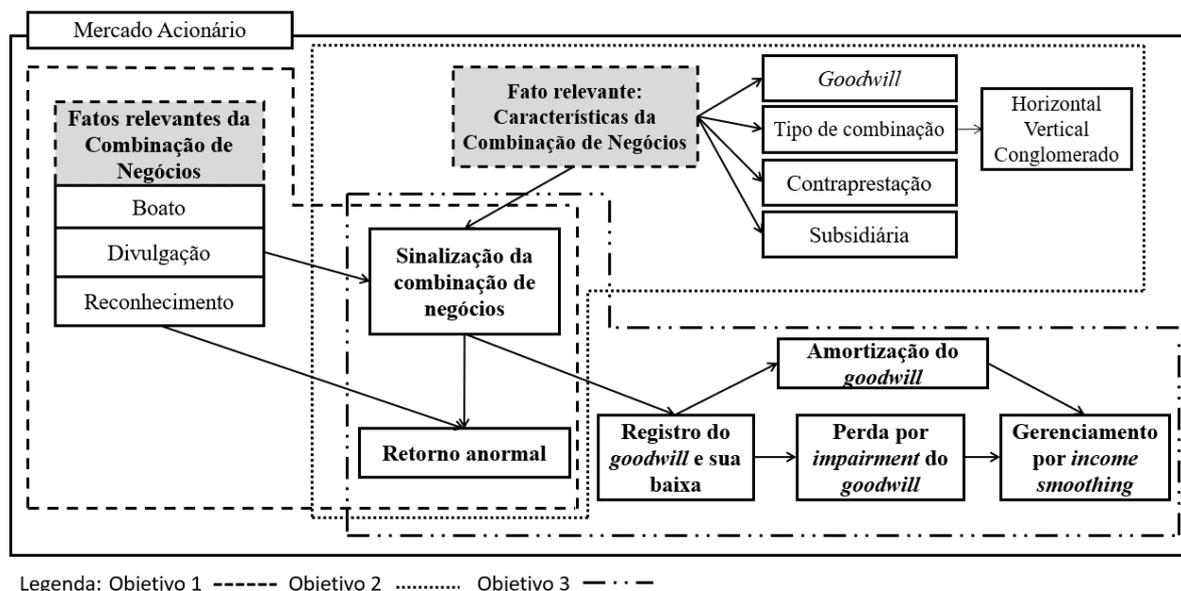


Figura 1. Modelo Teórico da Tese

As interfaces na presente tese decorrem do fato da combinação de negócios proporcionar diversos benefícios para a adquirente, como os elencados anteriormente com base em Brouters et al. (1998). Assim, ao sinalizar para o mercado a intenção de realizar uma combinação de negócios, a empresa está informando uma transação que envolve benefícios futuros (*goodwill*), de modo que o mercado reagirá a essa informação. Posteriormente, a empresa pode realizar a baixa desse *goodwill*, sinalizando-a desde que a perda seja benéfica, podendo utilizar a suavização de resultados para esse reconhecimento.

O exame do efeito da divulgação do fato relevante da combinação de negócios no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira, referente ao primeiro estudo, faz-se relevante em razão de estudos anteriores não abordarem a continuidade do fato relevante. Além disso, não há consenso quanto ao retorno anormal dessa operação, sendo que alguns encontraram retornos acumulados positivos (Cao et al., 2016; Chatterjee, 1986; Kos et al., 2017; Léger & Quach, 2009) e outros negativos ou não significantes (Chatterjee, 1986; Kos et al., 2017; Léger & Quach, 2009; Pessanha et al., 2014; Pimenta et al., 2015). Embora esses estudos tenham considerado, para fins de análise a operação finalizada, conforme Damascena et al. (2017), o mercado reage ao primeiro anúncio de combinação de negócios.

Isso reforça a relevância do primeiro objetivo, que analisa tanto o fato relevante de intenção de aquisição como o fato relevante de obtenção de controle, itens destacados na Figura 1 como divulgação e reconhecimento do fato relevante da combinação de negócios, respectivamente. Já o boato faz referência ao fato relevante que a empresa teve que sinalizar ao

mercado por se tratar de uma falsa combinação de negócios, objeto não explorado amplamente na literatura, mas observado por Palmucci e Caruso (2011) como primeiros rumores da aquisição de controle. Para análise do retorno anormal, foi utilizada a metodologia do estudo de eventos, e a amostra consiste em empresas que tiveram intenção ou realizaram uma combinação de negócios ou desmentiram um boato no período de 2010 a 2021, que corresponde ao período pós-adoção das normas internacionais de contabilidade.

Além de sinalizar o fato relevante da intenção de adquirir o controle de outra companhia, a empresa pode sinalizar características sobre essa transação. Com isso, o segundo objetivo examinou o efeito da sinalização das características da combinação de negócios por meio do fato relevante no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. O tipo de combinação de negócios pode influenciar o retorno anormal, de modo que as combinações de negócios em que as entidades envolvidas não estão relacionadas tendem a ter um retorno anormal positivo (Chatterjee, 1986).

As características analisadas são o tipo de transação (conglomerado e horizontal e vertical), o método de pagamento (dinheiro/caixa ou outros), registro do *goodwill* e se a adquirente foi uma subsidiária. Jaffe et al. (2015) e Tanna e Yousef (2019) exploraram as subsidiárias como adquiridas e não adquirentes, de modo a preencher uma lacuna na literatura. Quanto ao *goodwill*, segundo d'Arcy e Tarca (2018), a maioria dos estudos foca na relevância do seu reconhecimento ou da sua perda por *impairment*, com base no modelo de Ohlson. Entretanto, a presente pesquisa verificou a relevância da combinação de negócios pelo estudo de eventos, metodologia que possibilita ver como o valor da empresa é impactado por um evento (Léger & Quach, 2009), no caso, a sinalização da combinação de negócios. A amostra foi composta por empresas que, no lapso temporal de 2010 a 2021, divulgaram fatos relevantes de combinação de negócios.

Outro aspecto importante a ser salientado é que, após a combinação de negócios e de acordo com as normas internacionais, o *goodwill* não será amortizado e passará pelo teste de recuperabilidade. Tal fator evidencia a relevância do terceiro estudo, o qual examina o efeito da sinalização da amortização e perda por *impairment* do *goodwill* no período pré e pós-adoção da IFRS na suavização de resultados em empresas brasileiras. Pesquisas apontam que os gestores optam pelo momento mais favorável para reconhecer a perda por *impairment* do *goodwill* ou quando o resultado está pior que o esperado (Cappellessio et al., 2017; Gonçalves et al., 2019) ou quando o resultado está acima do esperado (Abughzaleh et al., 2011; Amaro et al., 2015; Choi & Nam, 2019).

O modelo vigente de baixa do *goodwill*, a perda por *impairment*, deve ser estudada, pois, com o passar dos anos, a relevância do teste de *impairment* decaiu (d'Arcy & Tarca, 2018). Entretanto, a relevância da amortização é conflitante (Amel-Zadeh et al., 2013; Amel-Zadeh et al., 2020; Hamberg & Beisland, 2014), e alguns estudos apontam que, após a adoção das normas internacionais de contabilidade, houve redução no gerenciamento de resultados (Hong et al., 2018; Silva et al., 2017) ou mudanças no comportamento predominante em gerenciar seus resultados (Andrews, 2012).

Contribuindo com esses estudos, a presente pesquisa visa analisar se, após a implementação das normas internacionais e a abolição da amortização do *goodwill*, houve incremento no gerenciamento dos resultados por meio da metodologia de suavização de resultados (*income smoothing*), dado que a baixa do *goodwill* passou a ser contabilizada como despesa no resultado quando o valor justo do *goodwill* é inferior ao valor contábil. Tal metodologia se deu pela perda do *goodwill* ser uma despesa e não poder ser revertida, como acontece com outros ativos, de modo que, sempre que o *impairment* for reconhecido, fará com que o lucro diminua. Por fim, a amostra consiste nas empresas não financeiras da bolsa de valores brasileira que tenham o *goodwill* registrado entre 1997 e 2021.

Nesse contexto, à luz da Teoria da Sinalização, a tese pretende demonstrar que as empresas do mercado acionário brasileiro sinalizam suas intenções e conclusões de combinações de negócios, sinalizam as características da transação de combinação de negócios, como o possível *goodwill*, o tipo de transação, o método de pagamento e se a aquisição foi por meio de uma subsidiária, e sinalizam que a perda do *goodwill* será reconhecida quando for favorável para o desempenho da empresa. Com isso, defende-se que o efeito da sinalização da combinação de negócios reflete positivamente no retorno anormal e provoca a suavização de resultados.

Como motivação para a pesquisa, pretende-se expandir o conhecimento e contribuir para a agenda de debate do Núcleo de Estudos em Contabilidade e Controladoria (NECC) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) em relação à qualidade da informação, em virtude de explorar dois modelos (relevância e gerenciamento de resultados), além de aprofundar o conhecimento sobre combinações de negócios.

A presente tese possui contribuições para a literatura, prática e social. Para a literatura, o estudo contribui com informações sobre a combinação de negócios. No momento em que informa ao mercado suas intenções de aquisição de controle e seu fechamento, ou, ainda, desmentindo boatos de aquisição, além de características como o tipo de transação (horizontal,

vertical e conglomerado), se há *goodwill*, a forma de pagamento e se realizado por subsidiária, buscando. Assim, analisa o comportamento do mercado desde o surgimento da intenção de aquisição e se as características podem ser um influenciador do retorno anormal. Conforme Ferreira et al. (2014), as empresas continuam realizando fusões e aquisições, assim, a academia precisa estudar essas transações para compreender melhor seu impacto.

Na sua mensuração subsequente, é realizado o teste do valor recuperável, de modo que, com base nas premissas do gestor, pode ser gerenciado o momento de reconhecimento. Assim, busca-se contribuir para a literatura sobre o gerenciamento de resultados do *goodwill* antes e depois da adoção das normas internacionais de contabilidade. Além disso, os estudos anteriores (Avdasheva & Tsytsulina, 2015; Chatterjee, 1986; Cortés et al., 2015; Ma et al., 2012; Léger & Quach, 2009; Lubatkin & O'Neill, 1988; Pessanha et al., 2014; Pimenta et al., 2015; Tampakoudis et al., 2019), que abordaram as fusões e aquisições, não analisaram o comportamento do retorno anormal quando evidenciado o *goodwill* ou verificaram se as empresas gerenciam seu resultado no momento da baixa do *goodwill* antes e depois da adoção das normas internacionais de contabilidade.

Nesse sentido, a contribuição para a literatura visa explicar como o mercado acionário brasileiro se comporta quanto à combinação de negócios e como afeta o retorno anormal, e como determinadas características são observadas pelo mercado. Explana o comportamento quanto ao tratamento do *goodwill* e ao gerenciamento de resultados, visto que ao registrar uma perda pode refletir uma falha do gestor no momento de realizar a combinação de negócios em razão dos resultados futuros não se consumarem (FILIP *et al.*, 2015).

As contribuições práticas focam o esforço de melhorar a sinalização de informações para que a assimetria de informações seja reduzida. Além disso, a pesquisa aborda o evento da combinação de negócios em diferentes momentos, na intenção da transação, no fechamento e, posteriormente, pela baixa do *goodwill*.

Sob o ponto de vista social, a tese traz contribuições quanto ao teste de recuperabilidade e sua utilização no gerenciamento de resultados, já que são realizados com base nos julgamentos, nas premissas e nas estimativas do gestor, podendo auxiliar os órgãos reguladores no policiamento desse comportamento. Além disso, contribui com a discussão sobre o método de baixa do *goodwill*, se a volta da amortização ou a continuação do teste de recuperabilidade permitem aos gestores gerenciarem seus resultados dentro da legalidade e de forma benéfica para eles. Por fim, traz contribuições aos gestores ao avaliar se as sinalizações

de informações privadas proporcionam maior retorno das ações e diminuem a incerteza produzida pelo mercado.

Sobre o enquadramento metodológico, segue-se a classificação proposta por Burrell e Morgan (1979), sendo a abordagem funcionalista e a epistemologia positivista, já que analisa fatos identificáveis e mensuráveis e que podem ser explicados de maneira racional. Quanto à natureza humana é determinista, visto que as ações estão baseadas no ambiente em que se situam. Por fim, a metodologia utilizada é a nomotética, por utilizar técnicas para testar hipóteses.

2 SINALIZAÇÃO DA COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS E O RETORNO ANORMAL DAS AÇÕES

RESUMO

As combinações de negócios ocorrem por motivos estratégicos, econômicos ou pessoais do gestor, cabendo a ele sinalizar ao mercado a intenção de adquirir o controle de determinada empresa. À luz da Teoria da Sinalização, o objetivo deste estudo é examinar o efeito da divulgação do fato relevante da combinação de negócios no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. O período analisado foi de 2010 a 2021, e as observações consistem em fatos relevantes coletados no *site* da CVM a partir dos anúncios identificados na base de dados Refinitiv, de modo que 8.552 anúncios constituíram a amostra inicial. Após as exclusões, foram analisadas 675 observações sobre a intenção de combinação de negócios, 73 sobre a conclusão da combinação de negócios, 50 sobre as combinações com fato relevante na intenção e na conclusão, e 68 sobre fatos relevantes de notícias equivocadas de combinação de negócios (boatos). Para verificar o retorno anormal dos fatos relevantes, foi utilizada a metodologia do estudo de eventos, em que se utilizou uma janela de eventos de 11 dias, sendo cinco antes e cinco depois do evento, e como modelo do retorno esperado utilizou-se o modelo de mercado e o modelo de precificação de ativos. Os resultados indicaram que os fatos relevantes em que as empresas desmentem notícias jornalísticas sobre as aquisições têm efeito positivo no mercado acionário, assim como os fatos relevantes que sinalizam a intenção de aquisição. Entretanto, os fatos relevantes da combinação de negócios concluída não foram significativos, assim como não houve diferença entre o retorno anormal da intenção e conclusão para as empresas que emitiram ambos os fatos da mesma combinação. Conclui-se pelos resultados da pesquisa que o mercado acionário brasileiro é semiforte, pois, mesmo apontando, em alguns casos, a não significância dos eventos, reagiu aos fatos relevantes sinalizados, incorporando novas informações disponíveis. A pesquisa contribuiu com os investidores por indicar quais fatos relevantes podem obter um retorno anormal positivo, com os gestores sobre a importância da sinalização ao mercado acionário e com a literatura ao abordar diferentes fatos relevantes sobre combinações de negócios.

Palavras-chaves: Combinação de negócios, Retorno anormal, Estudo de Eventos, Relevância.

2.1 INTRODUÇÃO

Com o intuito de fortalecer sua fatia de mercado, vantagens na produção, diversificação do mercado ou disseminação dos riscos (Brouthers et al., 1998), as empresas sinalizam a aquisição de outras companhias, muitas vezes, por meio de combinações de negócios, quando o controle da companhia passa a ser da adquirente. Entretanto, para que essa combinação ocorra, deve-se ter a garantia de que não trará prejuízos para a competitividade do mercado, ou seja, que essa aquisição não represente um monopólio.

Sinalizar um fato relevante de uma combinação de negócios, independentemente do motivo, tende a causar uma reação no mercado, principalmente se for considerado semiforte, em que todas as informações consideradas públicas são absorvidas pelo preço da ação (Fama, 1970), afetando o retorno anormal. Pela Teoria da Sinalização, os gestores informam ao

mercado acionário como fato relevante suas intenções de aquisição, desde que seja positiva e favorável para a empresa. Assim, a assimetria da informação reduz, garantindo maior qualidade das informações para os usuários externos (Morris, 1987; Spence 1973).

A literatura sobre o retorno anormal da aquisição é controversa. Estudos como de Kos et al. (2017) indicam que a combinação de negócios anunciada em eventos subsequentes afetou o retorno anormal de algumas empresas, enquanto para outras não foi significativa. Chatterjee (1986), Léger e Quach (2009), Pessanha et al. (2014) e Pimenta et al. (2015), constataram não significância do anúncio da aquisição no preço das ações. Quando analisadas as empresas abertas adquiridas, Cao et al. (2016), Chatterjee (1986) e Léger e Quach (2009) perceberam que a reação no momento da data da aquisição foi favorável, visto que os acionistas recebem parte da contraprestação, supervalorizando sua ação perante o mercado acionário, além de que o valor pago pelo adquirente já era conhecido (Léger & Quach, 2009). Os resultados inconclusivos entre as empresas adquirentes do setor de companhias aéreas levaram Cortés et al. (2015) a indagar o que torna algumas fusões e aquisições um sucesso enquanto outras falham.

Essa divergência da literatura traz o questionamento de Lubatkin (1983): se pelos estudos de eventos não foram detectados retornos anormais, por que as empresas continuam a adquirir outras companhias? E se existe esse ganho, por que esses estudos não conseguiram capturá-lo? Uma possível explicação está no estudo de Palmucci e Caruso (2011), que o mercado acionário reage antes da data da combinação de negócios concluída, devido aos boatos de uma possível aquisição.

Em maio de 2019, a Natura&CO sinalizou a intenção de adquirir a Avon Products Inc. (Natura, 2019), e a conclusão dessa aquisição ocorreu em novembro do mesmo ano (Melo, 2019). A exemplo da Natura, a intenção de aquisição pode ser informada anteriormente, indicando, então, que é esse o momento da reação do mercado acionário diante da sinalização de aquisição, desde que a adquirente possua retornos anormais positivos (Palmucci & Caruso, 2011). O estudo de Damascena et al. (2017) respalda isso, no que concerne à intenção de aquisição da Estácio Participações pela Kroton, que indicou um retorno anormal positivo, entretanto, essa combinação de negócios não se consolidou. O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) não autorizou o negócio, alegando que nenhum remédio antitruste resolveria a falta de competição no mercado (Almeida & Toledo, 2017).

Considerando que o fato relevante da intenção de realizar uma combinação de negócios é capaz de afetar o retorno anormal da adquirente, além de comparar com o fato relevante de fechamento, o objetivo deste estudo é examinar o efeito da divulgação do fato

relevante da combinação de negócios no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Por meio do retorno anormal, é possível verificar se o gestor, ao decidir sinalizar para o mercado uma combinação de negócios, diminuiu a assimetria informacional e, conseqüentemente, a incerteza do mercado, auxiliando o investidor na tomada de decisão.

Esta pesquisa se diferencia das anteriores. Primeiro porque visa analisar três fatos relevantes: a intenção da combinação de negócios, a conclusão da combinação de negócios e a contestação de combinações de negócios pela mídia jornalística. Segundo, analisa tanto o fato relevante da intenção de aquisição como o fato relevante da confirmação de aquisição, confrontando dois momentos distintos da combinação de negócios e como ela impacta o retorno das ações. Assim, a lacuna explorada foi sobre o retorno anormal da continuidade do fato relevante de combinação de negócios e o sobre o retorno anormal do fato relevante contestando a mídia jornalística.

As combinações de negócios são frequentes, porém, nem sempre o mercado percebe o valor criado pelas adquirentes como encontrado pela literatura (Chatterjee, 1986; Cortés et al., 2015; Ma et al., 2012; Léger & Quach, 2009; Pessanha et al., 2014; Pimenta et al., 2015; Tampakoudis et al., 2019). Isso fornece indicativos de que os investidores não estão percebendo o valor intrínseco e extrínseco das transações ou as expectativas e motivos das transações sugerem discrepâncias. Dito isso, o estudo pode auxiliar o investidor a operar no melhor momento, se quando a informação é uma promessa de combinação futura ou quando foi aprovada pelo CADE.

O estudo contribui para a literatura no que se refere à relevância de valor da combinação de negócio, e se a sinalização dela, seja na intenção, seja na conclusão da combinação de negócios, influencia o retorno anormal. Ainda, contribui para a literatura da Teoria da Sinalização ao explorar a relevância de valor por meio do retorno anormal ao sinalizar o fato relevante relacionado a combinação de negócios.

2.2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.2.1 Teoria da Sinalização

A assimetria informacional existe porque “pessoas diferentes sabem coisas diferentes” (Stiglitz, 2002, p. 469). Spence (1973) discorre sobre a assimetria presente no mercado de trabalho, na qual um candidato pode influenciar a decisão no momento da contratação devido ao fato do contratante não conhecer a veracidade das habilidades sinalizadas no currículo, o que deu origem à Teoria da Sinalização.

Segundo Spence (1973), o candidato sinaliza habilidades que pode ou não possuir, e isso gera a assimetria de informação entre ele e o contratante. Porém, se contratado, ao longo do tempo há o *feedback* informativo, em que as habilidades foram postas à prova e se eram verdadeiras ou não. Nesse sentido, contratar alguém pelos sinais que emite na entrevista é uma decisão de investimento sob incerteza (Spence, 1973).

Os sinais, segundo Morris (1987), podem ser planos de bônus, limites contratuais de dívida ou princípios contábeis escolhidos, que são indicativos de qualidade. Assim, eles podem ser encontrados em empresas do mercado acionário devido às informações que o gestor tem e que os investidores não conhecem. Dessa forma, reduz-se a assimetria quando mais informações são sinalizadas ao mercado (Dalmácio et al., 2013), além do que, quanto maior a qualidade da empresa, menor será o custo para sinalizar essas informações ao mercado (Connelly et al., 2011).

Ao sinalizar ao mercado um elemento importante, a empresa se diferencia das demais empresas do setor e auxilia as decisões no ambiente de incerteza que é comum no mercado acionário (Dalmácio et al., 2013).

Uma informação que pode reduzir a assimetria da informação refere-se às combinações de negócios, visto que, ao informar para o mercado a intenção de adquirir o controle de outra companhia, a empresa sinaliza possíveis benefícios futuros, como é o caso do *goodwill*. Segundo Fama (1970), o preço da ação reage às informações públicas. Assim, quando uma nova informação é sinalizada, o mercado tende a reagir. Consoante Ali et al. (2010), para que a hipótese de mercado eficiente seja confirmada, a sinalização de informações contábeis deve ser relevante.

A Teoria da Sinalização consiste em dois atores, os sinalizadores e os receptores, os quais consistem em usuários externos, que necessitam de informações, e os usuários internos/gestores, que detêm a informação (Connelly et al., 2011). Ou seja, o gestor (sinalizador) informa ao mercado a intenção de combinação de negócios (sinal) e os investidores e analistas (receptores) tomam decisões de acordo com o cenário.

O retorno do sinal enviado ao mercado consiste no *feedback* dos investidores, que é refletido no preço das ações. Como sugerido por Amran (2012), as empresas sinalizam suas informações a fim de se sobressaírem diante das demais, o que atrai os investidores e acarreta uma imagem favorável da empresa perante o mercado. Cabe ressaltar que a confiabilidade do sinal depende da qualidade desejada do sinalizador e da honestidade (Connelly et al., 2011). Caso o receptor acredite que haja fragilidade no sinal, o *feedback* tende a ser negativo. Isso

diferencia as empresas de baixa e alta qualidade na emissão dos sinais, pois o receptor acredita mais nos sinais de empresas com alta qualidade.

Em suma, o sinalizador emite o sinal ao mercado quando a informação que torna pública lhe garante algum benefício favorável, o que capta a atenção do receptor, e este fornece um *feedback* positivo ou negativo ao sinalizador pela volatilidade das ações. Na presente pesquisa, o sinalizador é o gestor ao informar ao mercado (receptor) a intenção de adquirir o controle de outra sociedade, a sua conclusão ou desmentindo possíveis aquisições, evidenciada por meio dos fatos relevantes emitidos ao mercado.

2.2.2 Combinação de Negócios e Retorno Anormal

Estratégicos, econômicos ou pessoais podem ser os motivos vinculados às combinações de negócios. Segundo Brouters et al. (1998), entre os motivos econômicos estão o aumento de lucratividade, a redução de custos, os mecanismos de defesa e criar valor para o acionista; já entre os motivos estratégicos estão a busca de poder de mercado, a aquisição de concorrente e a criação de barreiras de entrada; e entre os motivos pessoais estão o desafio gerencial, a aquisição de gestão ineficiente, aumentar as vendas e aumentar o prestígio gerencial. O resultado das fusões e aquisições, quando geram eficiência de economia de custos e sinergia, é positivo para o bem-estar social do mercado, entretanto, se geram poder de mercado, é negativo (Avdasheva & Tsytsulina, 2015). Os autores ainda argumentam que a redistribuição do poder após a fusão e a aquisição são refletidos nos preços das ações, mas não apenas dos participantes da transação, dos concorrentes também.

As informações acerca das combinações de negócios são importantes, pois podem revelar tanto sobre a criação como a destruição de valor (Malmendier et al., 2018). Isso porque, quando uma empresa adquire outra, os investidores podem perceber inúmeras vantagens, mas também, a perda de seus fundamentos.

Nem sempre a criação de valor está presente nessas transações. Segundo Clougherty e Duso (2011), em algumas fusões há perda do valor quando os rivais ganham com a transação ou quando tanto as empresas fundidas como as rivais perdem valor. A criação de valor dos bancos rivais mediante o mercado aquecido de fusão e aquisição foi encontrada por Souza e Gartner (2019) quando analisaram o retorno anormal dos concorrentes dos bancos brasileiros após realizarem fusões e aquisições.

Os investidores estão atentos às informações disponíveis no mercado, já que cada nova sinalização é incorporada ao preço das ações, conforme destacado por Fama (1970) para os

mercados semifortes, em que todas as informações do passado somadas às novas são refletidas no preço das ações. Ressalta-se que as informações contábeis quanto à divulgação do resultado líquido não são as únicas utilizadas pelos investidores em razão de existirem outras informações que são úteis e relevantes para eles (Ball & Brown, 1986), o que influencia a decisão de investir ou não em determinada empresa.

Assim, a sinalização de uma combinação de negócios pode ser determinante para o investidor decidir se investe na companhia, seja na adquirente, seja na adquirida. Como apontado por Cao et al. (2016), os investidores estão dispostos a pagar um valor maior do que o valor de mercado pelas ações de empresas que estão sendo adquiridas, uma vez que visam à contraprestação dessa combinação como algo favorável. Inclusive, o retorno anormal das adquiridas é superior ao retorno das adquirentes, tanto na fusão como na aquisição (Cortés et al., 2015; Léger & Quach, 2009; Palmucci & Caruso, 2011, Zaremba & Płotnicki, 2016).

Ao analisar a rentabilidade das ações dos bancos brasileiros envolvidos com fusões e aquisições, Pessanha et al. (2014) relataram que seis de 36 eventos foram significativos, porém, o aumento no preço das ações ocorreu antes do anúncio e decaiu posteriormente, indicando que as fusões e aquisições não trouxeram retorno anormal positivo para os acionistas.

Esse fato pode ser decorrente de duas situações: informação privilegiada ou anúncio da intenção de aquisição (Palmucci & Caruso, 2011). A informação privilegiada ocorre quando alguém de dentro da empresa passa a informação de que haveria, nos próximos dias, o anúncio do fechamento da fusão/aquisição. Já a intenção de aquisição diz respeito aos primeiros rumores de que pode haver uma fusão/aquisição entre as empresas.

A existência de informação privilegiada em fusões e aquisições indianas foi abordada por Mohil et al. (2019) entre 2004 e 2017. Com um valor médio de contraprestação de \$162 milhões de dólares, os autores encontraram que a negociação das ações aumenta significativamente antes dos anúncios pelas adquirentes.

Palmucci e Caruso (2011) relatam que é difícil determinar o momento exato em que o mercado reage, mas que uma reação positiva é notada nos primeiros rumores, conforme a análise em bancos italianos entre 1994 e 2008. Os autores classificaram as transações em aquisições e fusões por meio do método de pagamento, sendo dinheiro e ações, respectivamente. Os resultados apontaram que, quanto maior a janela estudada, mais evidente fica o momento que ocorre a reação, sendo que na data zero há uma reação do retorno anormal acumulado nas adquiridas, mas, nos dias seguintes, esse retorno diminui. Os autores concluíram que as aquisições criaram valor enquanto as fusões, não.

Apesar de a informação privilegiada ocorrer de dentro da empresa, pode acontecer de as mídias jornalísticas divulgarem informações sobre combinações de negócios. No caso, sinalizam conversas e intenções que nem sempre são verdadeiras. Quando ocorre esse tipo de sinalização equivocada, as empresas emitem um fato relevante ao mercado, explanando a realidade, que são apenas conversas e não há acordos preestabelecidos, que são boatos. Desse modo, informações foram difundidas junto aos investidores e a primeira hipótese busca verificar o efeito dessa sinalização no mercado acionário brasileiro.

H1: A sinalização de um fato relevante sobre boatos de combinação de negócios possui efeito no retorno anormal da empresa adquirente.

Assim como as empresas sinalizam por meio dos fatos relevantes que são boatos, podem indicar suas intenções iniciais ou a conclusão da combinação de negócios. Nesse momento, há acordos e propostas que foram ou serão aprovados pelo conselho administrativo da empresa e precisam da aprovação do CADE ou já foram autorizadas.

Considerando um mercado semiforte (Fama, 1970), os anúncios de combinações de negócios refletem no retorno anormal. Entretanto, os estudos anteriores são divergentes quanto à significância do retorno anormal das adquirentes. Alguns apontam um retorno anormal positivo (Basse-Mama et al., 2013; García-Canal & Sánchez-Lorda, 2007; Khansa, 2015; Léger & Quach, 2009; Ma et al., 2012; Zaremba & Płotnicki, 2016), enquanto outros não encontraram ganhos significativos (Chatterjee, 1986; Cortés et al., 2015; Ma et al., 2012; Tampakoudis et al., 2019).

Conforme Zaremba e Płotnicki (2016), o retorno anormal das adquirentes e adquiridas de países europeus aumenta no dia do anúncio, entretanto, após 20 dias, apenas as adquiridas continuam com um retorno anormal em torno de 3%. Resultado similar foi encontrado em empresas brasileiras analisadas por Krieck e Kayo (2013) em virtude de o anúncio de fusão e aquisição não gerar reação ao mercado instantaneamente, e os preços voltarem aos níveis históricos depois de certo período. Apesar de positivo, Basse-Mama et al. (2013) ressaltam que apenas no dia do evento o retorno das empresas de diversos países foi significativo, impedindo a acumulação de riquezas. Já Krieck e Kayo (2013) ressaltam que, após uma crise financeira, o mercado tem maior cautela ao anunciar fusões e aquisições.

Dentre as possíveis razões para a não significância está o tamanho superior das adquirentes ao compará-la com as adquiridas (Chatterjee, 1986). Cortés et al. (2015) ressaltam que, se a fusão entre empresas aéreas latinas não é estratégica, o retorno anormal é negativo e estatisticamente significativo. Tanna e Yousef (2019), ao analisarem países desenvolvidos e

subdesenvolvidos, declararam que, quando a adquirida é empresa pública (de capital aberto), o risco da transação reduz justamente pela redução na assimetria de informação entre o mercado acionário e a adquirida.

Em contrapartida, as alianças das empresas, quando envolvem países diferentes e concorrentes, aumentam a expectativa de desempenho futuro, o que não ocorre quando elas pertencem ao mesmo país, pois consideram as especificidades do setor (García-Canal & Sánchez-Lorda, 2007). Khansa (2015) afirma que a diversificação auxilia as empresas do setor de segurança da informação a sobreviver em meio a concorrência, alcançando outros pontos da tecnologia da informação, estando fusões e aquisições dessa natureza positivamente relacionadas ao retorno acumulado.

Basse-Mama et al. (2013) concluíram que o mercado reage de maneira diferente às transações do setor de energia limpa, tanto para o tipo de transação como para a ponta envolvida (adquirente e adquirida). Além disso, com o passar dos anos, essas transações foram gerando prêmios mais altos, e isso pode ser decorrente dos custos das tecnologias, que reduziram conforme os avanços do mercado de energia limpa.

Em âmbito nacional, o estudo de Pimenta et al. (2015) verificou que 64 de 157 anúncios de combinação de negócios entre 2010 e 2013 tiveram retornos anormais significativos, entretanto, apenas um apresentou diferença entre a janela de evento e de estimação, sendo decorrente da desconfiança do mercado devido ao *goodwill* alocado.

Essa desconfiança pode ser interpretada, segundo Léger e Quach (2009), como a não percepção dos benefícios de longo prazo das transações em um curto período, mas que, com o decorrer do tempo, são percebidos pelo mercado acionário. Esses benefícios são percebidos instantaneamente quando o mercado está aquecido, pois os investidores tendem a apreciar as transações que se complementam, pois podem elevar os retornos futuros (Khansa, 2015).

Ma et al. (2012) verificaram que a diversificação dos negócios de fusões e aquisições no setor bancário asiático são incentivadas, uma vez que incorrem em retornos anormais positivos mesmo que não haja significância estatística dois dias após o evento. Em contrapartida, Tampakoudis et al. (2019) constataram que, entre transações do setor bancário grego, não há nem criação de valor, nem destruição de valor, mas os bancos mais antigos e com maior liquidez obtiveram retornos anormais positivos, entretanto, os bancos com maior oportunidade de crescimento ou alto risco tiveram retornos anormais negativos.

Em âmbito nacional, o retorno anormal de eventos sistêmicos foi observado por Damascena et al. (2017). Ao analisar a Kroton S.A., foi observado que a crise nacional de 2015,

a emissão de portarias normativas que alteram as regras do Financiamento Estudantil (FIES) e uma reportagem de revista sobre o FIES não afetaram as ações da Kroton de forma estatisticamente significativa. Entretanto, a intenção de aquisição da Estácio Participações mostrou-se positiva e significativa, indicando a presença de um mercado semiforte, uma vez que ele reagiu à divulgação de uma nova informação.

Dessa maneira, a literatura demonstra que o mercado reage em alguns anúncios e, como destacado por Palmucci e Caruso (2011), o retorno anormal é capturado nos primeiros rumores da aquisição/fusão. Esse fato é sustentado por Damascena et al. (2017), indicando com isso que o mercado reage ao anúncio da intenção de combinação de negócios. Assim, analisa-se a intenção da combinação de negócios conforme a segunda hipótese da pesquisa.

H2: A sinalização do fato relevante da intenção de combinação de negócios possui efeito positivo no retorno anormal da empresa adquirente.

Como citado, os estudos têm divergências quanto à significância do retorno anormal desse tipo de transação (Basse-Mama et al., 2013; Chatterjee, 1986; Cortés et al., 2015; García-Canal & Sánchez-Lorda, 2007; Khansa, 2015; Léger & Quach, 2009; Ma et al., 2012; Tampakoudis et al., 2019; Zaremba & Płotnicki, 2016). Outra situação é que não fica evidente se os estudos analisaram as combinações de negócios após aprovadas pelos órgãos reguladores ou a intenção, fator que influencia a reação do mercado, visto que pode tanto ser uma nova sinalização ou a continuidade de fato anteriormente informado. Em razão disso, analisa-se o fato relevante da combinação de negócios após a aprovação na terceira hipótese.

H3: A sinalização do fato relevante da combinação de negócios concluída possui efeito positivo no retorno anormal da empresa adquirente.

Por combinação de negócios concluída, na presente pesquisa, entende-se o momento após a aprovação do CADE e do conselho de administração. Entretanto, o gestor é quem decide sinalizar ao mercado que tem a intenção de adquirir outra companhia ou de informar a decisão do CADE, de forma que pode ocultar essa informação para não criar expectativas no mercado. Além dos fatos relevantes, um meio de divulgar as combinações de negócios que ocorreram entre o fechamento do exercício e a divulgação das demonstrações contábeis é pelas notas explicativas, em evento subsequente.

Kos et al. (2017) analisaram o evento subsequente de 2010 a 2013 das ações do IBOVESPA e encontrou 28 tipos de eventos divulgados, entre eles a combinação de negócios. Um fato curioso é que, na janela explorada das aquisições relatadas nos eventos subsequentes,

algumas indicaram retorno anormal positivo, enquanto em outras foi negativo, ambas significantes, mas, na data do anúncio, nenhuma se mostrou significativa.

Assim, exploram-se os fatos relevantes de combinação de negócios em que as empresas divulgaram tanto a intenção como a conclusão da mesma transação, na hipótese quatro.

H4: A sinalização do fato relevante da intenção de combinação de negócios possui efeito positivo maior no retorno anormal da empresa adquirente do que o fato relevante da combinação de negócios concluída.

A Figura 2 apresenta o extrato do desenho da pesquisa.

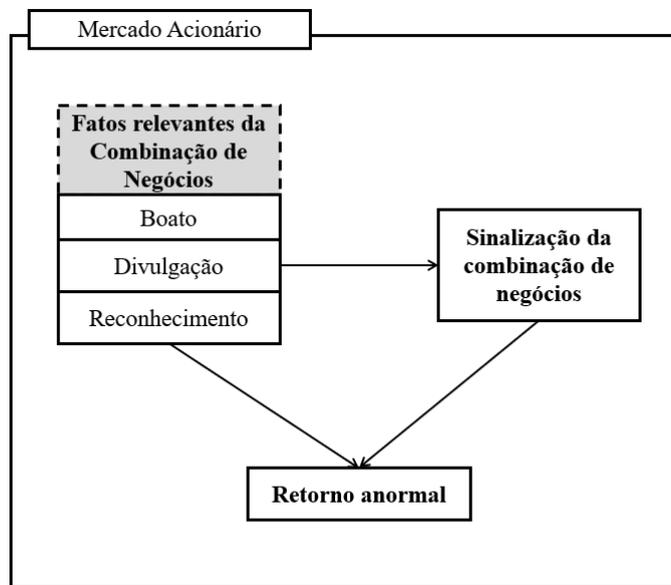


Figura 2. Desenho da pesquisa – Objetivo (i)

Os motivos para adquirir o controle de outras companhias são os mais diversos (Brouthers et al., 1998) e podem não refletir imediatamente no valor da companhia (Reddy et al., 2019), mas estão presentes no plano estratégico das empresas. Com isso, ressalta-se a importância de observar como os fatos relevantes das combinações de negócios estão sendo sinalizados ao mercado acionário brasileiro, além de explorar a reação do investidor ao tomar conhecimento desses fatos em três momentos: desmentindo os boatos de aquisição, intenções de aquisição de controle e conclusão dessa intenção com a aprovação dos órgãos reguladores.

2.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

2.3.1 População e Amostra

A população da pesquisa consiste das empresas listadas na bolsa de valores brasileira, Brasil, Bolsa, Balcão (B3), e a amostra compõe-se daquelas que emitiram um fato relevante

com a intenção e/ou conclusão de uma combinação de negócios de 2010 a 2021, período pós-adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil. Ressalta-se que compuseram a amostra empresas que durante o período estavam listadas na B3 e, posteriormente, fecharam o capital ou foram incorporadas por outras empresas.

A coleta dos fatos relevantes da combinação de negócios foi realizada em duas etapas. A primeira por meio da base de dados Refinitiv, em que se buscou os anúncios de fusões e aquisições, o que resultou na amostra inicial de 9.452 anúncios, conforme a Tabela 1. A segunda etapa constituiu coletar, com base na data desses anúncios, os respectivos fatos relevantes divulgados ao mercado no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Com base nos fatos relevantes encontrados e na listagem das empresas, foram excluídos da amostra 8.552 anúncios. Desses 7.595 foram excluídos em razão de a adquirente não ser listada na bolsa de valores brasileira; 225 por se tratar de recompra de ações; 300 pelo fato relevante não ter sido encontrado no *site* da CVM; 206 por terem a informação duplicada na base de dados Refinitiv, sem que houvesse alguma mudança no *status* da transação; e 226 por não se tratar de uma combinação de negócios. Dessa maneira, a amostra final foi composta por 900 observações.

Tabela 1 - Amostra inicial e final dos dados

Amostra inicial	9.452	100%
Exclusões	8.552	90,48%
Adquirente não listado na B3	7.595	80,36%
Recompra de ações	225	2,38%
Fato não encontrado	300	3,17%
Fato duplicado	206	2,18%
Não é combinação de negócios	226	2,39%
Amostra final	900	9,52%

Fonte: elaborada pela autora com base nos dados da Refinitiv (2022).

Dessas 900 observações, 731 referem-se apenas a intenção de adquirir outra companhia; 50 informam o momento da intenção e da conclusão dessa aquisição; 40 relatam o fato relevante da conclusão da combinação de negócios; e 79 fazem referência a fatos relevantes que desmentem boatos de uma possível aquisição, conforme a Tabela 2. Assim, foram coletados, no total, 950 fatos relevantes, sendo 50 analisados conjuntamente uma vez que se referem a intenção e conclusão da combinação de negócios, ou seja, foram informados ao mercado acionário em datas distintas como forma de continuidade do assunto sinalizado.

Tabela 2 - Distribuição dos fatos relevantes por ano e categoria

Ano / Categoria	Apenas intenção	Intenção e conclusão	Apenas conclusão	Boatos	Total
2010	56	7	4	4	71
2011	71	8	2	8	89
2012	49	4	7	5	65
2013	47	5	1	4	57
2014	22	1	1	7	31
2015	21	3	3	3	30
2016	26	1	1	3	31
2017	50	1	4	5	60
2018	56	8	2	11	77
2019	68	3	2	5	78
2020	87	4	6	12	109
2021	178	5	7	12	202
Total	731	50	40	79	900
Sem cotação	98	8	9	11	126
Total	633	42	31	68	774

Fonte: elaborada pela autora.

Das 900 observações, 126 foram excluídos em razão de não possuírem negociações durante o período analisado. Isso pode se dar em virtude de empresas aderirem à listagem na bolsa de valores, porém, realizarem o *Initial Public Offering* (IPO) em outro momento, ou, ainda, já terem o IPO, mas as negociações não preencheram o número de dias necessários para a realização do estudo de eventos, ou fecharam o capital.

2.3.2 Variáveis da Pesquisa e Estudos de Eventos

Para analisar o retorno anormal da combinação de negócios, utilizou-se a metodologia do estudo de eventos. Segundo Léger e Quach (2009), ela permite avaliar o impacto de um evento no valor da empresa, já que é uma abordagem metodológica que possibilita calcular o retorno anormal pela diferença entre o retorno real observado e o retorno esperado (normal) caso o evento não tivesse acontecido. Conforme MacKinlay (1997), os primeiros estudos foram publicados em 1933 por James Dolley, que examinou o evento do desdobramento de ações, e, Ball e Brown (1968) e Fama (1969) introduziram a metodologia usada atualmente.

A metodologia do estudo de eventos tem seis passos (MacKinlay, 1997). O primeiro é a definição do evento. No presente estudo, têm-se três eventos: o boato de combinação de negócios, a intenção de combinação de negócios e a conclusão da combinação de negócios. O intuito é verificar o comportamento no retorno anormal quando as empresas sinalizam um fato relevante desmentindo uma possível aquisição por combinação de negócios. Já o segundo consiste em examinar se a primeira menção da aquisição influencia o retorno das ações. O

terceiro evento visa verificar se o mercado acionário, tido como semiforte, produz retornos anormais positivos devido à sinalização da conclusão da combinação de negócios. O retorno anormal positivo é esperado posto que a empresa sinalizou para o mercado acionário uma transação que lhe agregou benefícios, tendo em vista os motivos diversos que beneficiam a adquirente, independentemente do tipo de transação, além de diminuir a incerteza do mercado sobre possível assimetria informacional. Os três eventos analisados derivam do fato relevante divulgado ao mercado, o qual foi coletado no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com base na data informada pelo *software* da Refinitiv.

O segundo passo foi a definição da janela do evento e da janela de estimação. Foi utilizada uma janela de estimação de 30 dias anteriores à janela do evento (-6 ao -35) (Pimenta et al., 2015). Essa janela foi proposta devido a algumas empresas realizarem mais de uma aquisição por ano, portanto, uma janela de estimação não terá mais de uma aquisição. Já a janela do evento foi determinada em cinco dias antes, o dia e cinco dias depois do fato relevante sinalizado ao mercado, sendo -5 a +5 (Avdasheva & Tsyysulina, 2015; Léger & Quach, 2009; Kos et al., 2017; Pimenta et al., 2015).

O terceiro passo foi a medição do retorno real, em que se utilizou o regime de capitalização contínua (Krieck & Kayo, 2013; MacKinlay, 1997), ou seja, pela fórmula logarítmica, o retorno tende a permanecer entre -1 e 1 em razão do logaritmo, aproximando-se da distribuição normal (Krieck & Kayo, 2013), além de que o mercado possui reações a todas as informações disponíveis, reagindo de maneira contínua.

$$r = \ln(P_t / P_{t-1}) \quad (1)$$

em que r: taxa de retorno real; P_t : preço no período t; P_{t-1} : preço no período $t-1$.

O quarto passo é a medição do retorno esperado. No presente estudo, foi mensurado pelo modelo de mercado (Cao et al., 2016; Chatterjee, 1986; Palmucci & Caruso, 2011), conforme a Equação 2.

$$E(R)_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

em que α_i e β_i : parâmetros do modelo de mercado; $E(R)_{it}$: retorno da empresa i no período t ; R_{mt} : retorno do mercado no período t ; ε_{it} : erro. O retorno do mercado terá como parâmetro o IBOVESPA, dado que é formado pelas ações mais negociáveis nos últimos meses, sendo o principal índice da bolsa de valores brasileira [B³].

Além do modelo de mercado, o estudo também utilizou o modelo de precificação dos ativos, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (Tanna & Yousef, 2019). Esse modelo foi inserido para confirmação dos resultados, de modo a servir como robustez.

$$E(R) = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad (3)$$

em que R_f : retorno do ativo sem risco; R_m : retorno esperado do portfólio do mercado. Como ativo sem risco foi utilizada foi a taxa Selic.

O quinto passo foi o cálculo do retorno anormal por meio da diferença entre o retorno esperado (modelo de mercado e modelo de precificação de ativos) e o retorno real.

$$AR_{it} = r_{it} - E(R) \quad (4)$$

em que AR_{it} : retorno anormal da empresa i no período t ; r_{it} : retorno real da empresa i no período t ; $E(R)_{it}$: retorno esperado da empresa i no período t .

Após verificar o retorno anormal, foi realizado o teste T para verificar a significância do retorno acumulado.

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (5)$$

em que CAR é o retorno anormal acumulado; t_1 é o primeiro dia da janela do evento (-5); t_2 é o último dia da janela do evento (+5). Para cada uma das 774 observações analisadas, obteve-se um retorno real, um retorno esperado, um retorno anormal e um retorno anormal acumulado.

Depois, foi segregada a amostra em geral e significativa em 10% para rejeitar ou não as hipóteses H1 a H3. Já para a hipótese H4 foi realizado um teste de normalidade dos dados Shapiro-Wilk, que resultou em dados não normais, e o teste não paramétrico de Mann-Whitney para verificar se o evento tem impacto sobre o preço das ações (Tampakoudis et al., 2019).

A pesquisa tem limitações quanto à divulgação das empresas e de suas aquisições devido a poderem realizar mais de uma aquisição ao longo do ano e, com isso, focarem sinalizar ao mercado aquelas que foram mais relevantes (Shalev et al., 2013). Além de estar limitada pelos dados extraídos da base de dados Refinitiv, podendo ter outras combinações de negócios não inseridas na amostra. A pesquisa limita-se também às negociações das ações, visto que nem todas as analisadas estão entre as mais negociadas da bolsa, tendo dias em que determinadas ações não obtiveram negociações no pregão.

2.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

As empresas de capital aberto tendem a emitir comunicado ao mercado por meio de fato relevante para informar aos acionistas e aos demais usuários externos sobre eventos que ocorrem na empresa e podem influenciar a percepção desses usuários sobre ela. Dentre os fatos relevantes emitidos ao mercado estão aqueles atrelados às aquisições e fusões, seja para

informar ao mercado sobre conversas ou fechamentos dessas operações, seja para desmentir boatos divulgados pela mídia sobre aquisições inexistentes.

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva dos fatos relevantes analisados, na qual se pode observar que a média do retorno anormal acumulado se mostrou positiva para todos os casos (boato, intenção e conclusão) e modelos (de mercado e de precificação de ativos).

Tabela 3 - Estatísticas Descritivas por Fato Relevante

	Variável	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
Boato	CAR0	68	0,006339	0,075793	0,012341	-0,278393	0,221834
	CAR5	68	0,020877	0,107932	0,003211	-0,333241	0,379108
	CAPM0	68	0,003329	0,073811	0,009390	-0,321545	0,242986
	CAPM5	68	0,015362	0,099782	-0,001148	-0,271593	0,291216
Intenção	CAR0	675	0,005713	0,070729	0,001878	-0,315965	0,412323
	CAR5	675	0,011322	0,101896	0,007507	-0,620576	0,409605
	CAPM0	675	0,008347	0,063999	0,001084	-0,251074	0,400375
	CAPM5	675	0,016152	0,088757	0,006835	-0,351784	0,389896
Conclusão	CAR0	73	0,004144	0,061997	0,002631	-0,178517	0,145704
	CAR5	73	0,017351	0,107683	0,002932	-0,231226	0,517638
	CAPM0	73	0,007717	0,056919	0,001798	-0,202031	0,174608
	CAPM5	73	0,023902	0,096774	0,006745	-0,212637	0,482548

Fonte: elaborada pela autora. Legenda: Obs.: observações. CAR0: retorno anormal acumulado, modelo de mercado na data zero. CAR5: retorno anormal acumulado, modelo de mercado na data +5. CAPM0: retorno anormal acumulado, modelo de precificação de ativos na data zero. CAPM5: retorno anormal acumulado, modelo de precificação de ativos na data +5.

Em todos os casos, o valor da média do retorno anormal acumulado ao final da janela de onze dias mostrou-se superior ao dia do evento (data zero). Pode-se observar também que no mínimo e no máximo da data zero e data +5 houve um comportamento congruente entre os modelos, assim como os desvios-padrão entre os modelos ficaram próximos. Por fim, na mediana ressalta-se o valor do retorno anormal do modelo de precificação de ativos ao final da janela de onze dias (CAPM5), pois se mostrou negativa, indicando que metade das observações teve um retorno negativo.

Na presente pesquisa, foram elencados 79 fatos relevantes cuja intenção era desmentir que a empresa estava em negociações para aquisição ou fusão de outra companhia, sendo que 11 fatos não foram abordados no estudo de eventos por não possuírem a cotação das ações. Na Tabela 4, observa-se o retorno anormal médio diário do fato relevante do boato de combinação de negócios

Tabela 4 - Retorno anormal médio diário do fato relevante do boato de combinação de negócios

Dia	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
AR	-0,009	-0,001	-0,003	0,007	0,004	0,009	0,006	0,001	0,002	0,001	0,005
CAPM	-0,009	-0,002	-0,004	0,007	0,003	0,008	0,005	0,001	0,001	0,000	0,005
AR sig	-0,009	0,000	-0,003	0,011	0,006	0,009	0,004	0,003	0,007	0,005	0,004
CAPM sig	-0,011	0,002	-0,005	0,008	0,005	0,010	0,005	-0,001	0,008	0,002	0,005

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: AR – Retorno anormal médio diário pelo modelo de mercado. CAPM – Retorno anormal médio diário pelo modelo de precificação de ativos. AR sig – Retorno anormal médio diário

pelo modelo de mercado significativo (*p-value* até 0,10). CAPM sig – Retorno anormal médio diário pelo modelo de precificação de ativos significativo (*p-value* até 0,10).

Entre os 68 eventos analisados para o modelo de mercado, 31 apresentaram significância estatística do retorno anormal acumulado na data zero (0), enquanto para o modelo de precificação de ativos (CAPM) 33 foram significativos. Já para o último dia da janela analisada (+5), os eventos significativos com o *p-value* de até 0,10 foram 43 para o modelo de mercado e 42 para o modelo CAPM. A diferença entre os retornos anormais médios diários significativos e geral constam na Figura 3.

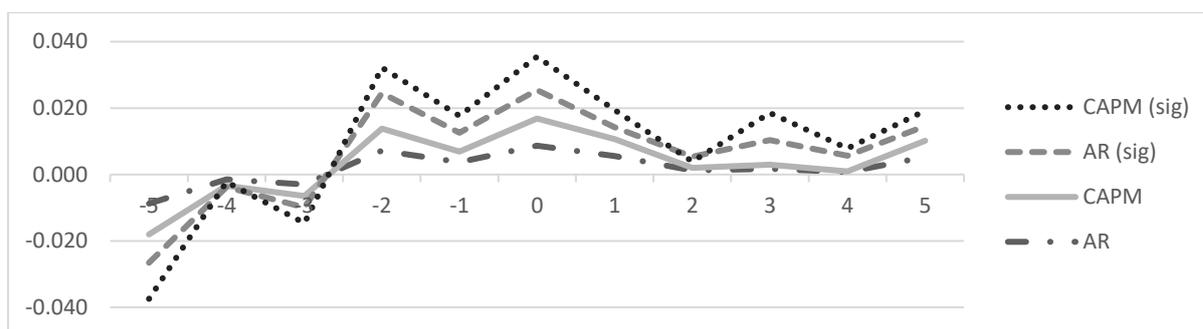


Figura 3. Retorno anormal médio diário do fato relevante do boato de combinação de negócios

Como se observa, ao retirar os eventos não significativos, o retorno anormal médio diário dos eventos analisados mostrou-se superior à média de todos os retornos. Nota-se, ainda, que dois dias antes do fato relevante (D-2) o retorno anormal é positivo em 0,03 (3%), o que pode indicar a notícia veiculada em mídias jornalísticas sobre esses boatos.

Desse modo, a hipótese 1, que prevê a sinalização de um fato relevante sobre boatos de combinação de negócios possui efeito no retorno anormal da empresa adquirente, não é rejeitada. Primeiro, em razão do número de observações, que foram significativas ao final da janela estudada, superior a 50%. Segundo, considerando o retorno anormal ser diferente de zero em toda a janela e positivo a partir do dia D-2, o fato relevante tem efeito para os investidores. Terceiro, tanto pelo modelo de mercado como pelo modelo de precificação de ativos, os fatos relevantes desmentindo os boatos de fusões e aquisições podem ser considerados pelos investidores ao serem sinalizados.

O resultado de que os boatos de combinação de negócios provocam efeitos no retorno anormal corrobora os resultados encontrado por Palmucci e Caruso (2011) nos bancos italianos, quando afirmam que os investidores reagem aos primeiros rumores de aquisições e fusões. Isso porque, antes do fato relevante sinalizado para a empresa de que não há combinações de negócios sendo discutidas, há um retorno anormal positivo, como observado nos dias D-2 e D-1, que derivam de rumores da mídia jornalística. Ratifica, ainda o observado no mercado

acionário indiano por Mohil et al. (2019), que antes do anúncio oficial as negociações das ações alteram-se, o que indica que houve informação privilegiada, que na hipótese analisada não se confirmou por se tratar de um boato.

Porém, nem sempre os fatos relevantes que tratam de combinação de negócios são para desmentir as mídias jornalísticas, como é o caso dos fatos sinalizados com a intenção de aquisição do controle de outra empresa.

Em relação aos fatos relevantes da intenção de aquisição, foram encontrados 781, sendo que 50 deles também possuem o fato relevante da conclusão da combinação de negócios. Ao excluir as empresas que não possuem cotações, resultou uma amostra de 675 observações, cujo retorno anormal médio diário pode ser observado na Tabela 5.

Tabela 5 - Retorno anormal médio diário do fato relevante da intenção de combinação de negócios

Dia	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
AR	-0,001	0,001	0,000	0,001	-0,001	0,005	0,005	0,001	-0,001	0,001	-0,001
CAPM	-0,000	0,002	0,001	0,002	-0,001	0,005	0,005	0,002	-0,000	0,001	-0,000
AR sig	-0,001	0,002	0,000	0,002	-0,001	0,005	0,008	0,002	-0,001	0,001	-0,001
CAPM sig	0,002	0,003	0,001	0,002	-0,000	0,007	0,008	0,003	-0,000	0,003	0,001

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: AR – Retorno anormal médio diário pelo modelo de mercado. CAPM – Retorno anormal médio diário pelo modelo de precificação de ativos. AR sig – Retorno anormal médio diário pelo modelo de mercado significativo (p-value até 0,10). CAPM sig – Retorno anormal médio diário pelo modelo de precificação de ativos significativo (p-value até 0,10).

Ao longo da janela de eventos analisada, tanto pelo modelo de mercado como pelo modelo de precificação de ativos, nota-se que a data zero (D0) foi positiva, considerando todos os fatos relevantes ou apenas os significativos (AR sig e CAPM sig). Ressalta-se que das 675 observações, 337 e 297 foram significativas na data D0 para o modelo de mercado e o modelo de precificação de ativos, respectivamente, inclusive a média do retorno anormal diária foi superior à média com todas as observações, como observado na Figura 4.

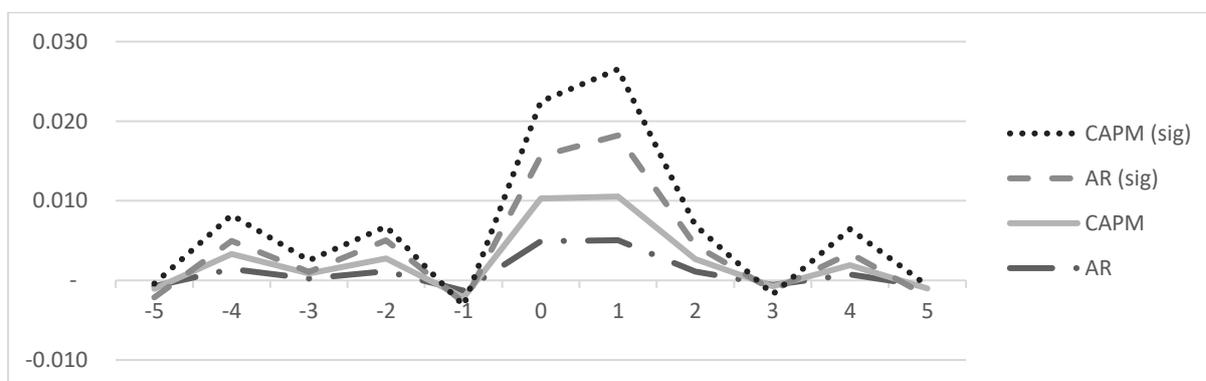


Figura 4. Retorno anormal médio diário do fato relevante da intenção de combinação de negócios

Em relação ao quinto dia após o anúncio (D+5), o modelo de mercado obteve 438 das 675 observações como significativas, enquanto o modelo de precificação de ativos obteve 382

observações significativas. Desse modo, pode-se inferir que, pelos fatos relevantes se mostrarem majoritariamente significativos e positivos nos dias D0, D+1 e D+2, a hipótese 2, que prevê a sinalização do fato relevante da intenção de combinação de negócios possui efeito positivo no retorno anormal da empresa adquirente, não foi rejeitada

A não rejeição da hipótese confirma os achados de Basse-Mama et al. (2013), Cao et al. (2016), García-Canal e Sánchez-Lorda (2007), Khansa (2015) Léger e Quach (2009), Ma et al. (2012) e Zaremba e Płotnicki (2016), e contrasta com Cortés et al. (2015) e Chatterjee (1986). Isso indica que há efeito positivo no retorno anormal das empresas ao sinalizarem ao mercado que estão com a intenção de adquirir o controle de outra companhia.

Inclusive, o retorno anormal ter reduzido dois dias após o evento já foi apontado por Zaremba e Płotnicki (2016) ao analisar países europeus. Os resultados contrapõem, parcialmente, os achados de Krieck e Kayo (2013), pois o mercado acionário brasileiro teve uma reação, mas voltou aos níveis históricos depois, como mencionado pelos autores.

Damascena et al. (2017) analisaram um fato relevante de intenção de aquisição que foi barrada pelo CADE. Isso indica que, apesar de haver a intenção de combinação de negócios e o mercado reagir a esse anúncio, não significa que essa combinação foi aprovada e concluída. Por isso, faz-se necessário analisar os anúncios da conclusão dessa combinação de negócios. Identificaram-se 90 fatos relevantes que sinalizavam ao mercado a conclusão da combinação de negócios, sendo 50 complementares à intenção de aquisição do controle. Devido à necessidade de estarem listadas na bolsa de valores brasileira, 17 observações foram excluídas. A média do retorno anormal diário das 73 observações analisadas encontra-se na Tabela 6.

Tabela 6 - Retorno anormal médio diário do fato relevante da conclusão de combinação de negócios

Dia	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AR	-0,002	0,001	0,004	-0,001	-0,001	0,003	0,006	0,001	0,001	0,005	0,000
CAPM	-0,001	0,002	0,005	-0,001	0,000	0,003	0,007	0,001	0,002	0,006	0,001
AR (sig)	-0,003	0,004	0,008	-0,001	0,002	0,002	0,006	0,001	0,005	0,003	0,000
CAPM (sig)	-0,003	0,006	0,002	0,001	0,000	0,007	0,014	0,000	0,010	0,008	0,002

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: AR – Retorno anormal médio diário pelo modelo de mercado. CAPM – Retorno anormal médio diário pelo modelo de precificação de ativos. AR sig – Retorno anormal médio diário pelo modelo de mercado significativo (p-value até 0,10). CAPM sig – Retorno anormal médio diário pelo modelo de precificação de ativos significativo (p-value até 0,10).

Considerando o modelo de mercado, 30 e 44 observações foram significativas nos dias D0 e D+5, respectivamente. Pelo modelo de precificação de ativos, no D0 foram 26 e no D+5 foram 36 observações significativas. O retorno anormal médio diário de todas as observações, e apenas as significativas, podem ser observadas na Figura 5.

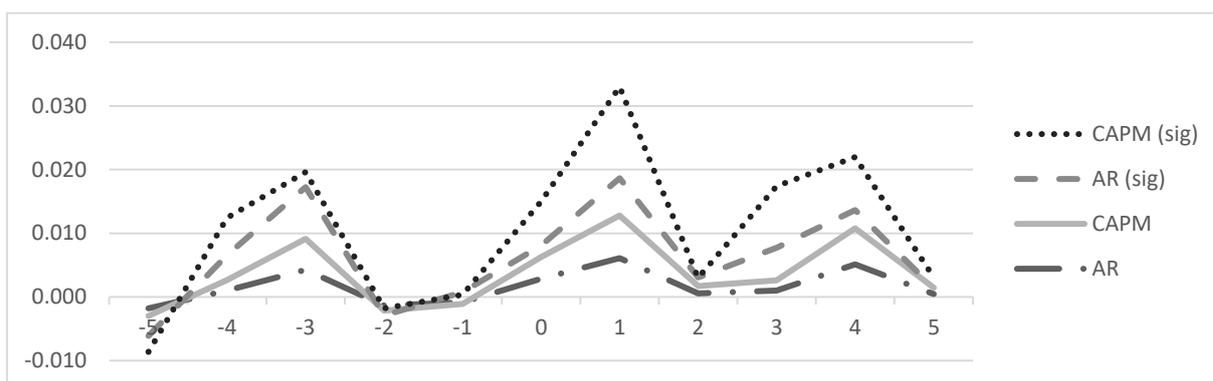


Figura 5. Retorno anormal médio diário do fato relevante da conclusão de combinação de negócios

Apesar de, a partir do dia da sinalização ao mercado (D0) da conclusão da combinação de negócios, o retorno anormal médio diário ser positivo, apenas o modelo de mercado na data D0 obteve mais de 50% das observações significativas. Assim, a hipótese 3, que prevê a sinalização do fato relevante da combinação de negócios concluída possui efeito positivo no retorno anormal da empresa adquirente, foi rejeitada.

Os resultados corroboram os de Má et al. (2012) ao analisar os bancos asiáticos, visto que ambos os estudos não encontraram significância, mesmo que o retorno tenha sido positivo após o anúncio da conclusão da combinação de negócios. Concordam também com os achados de Cortés et al. (2015) sobre a inconclusividade do retorno, visto que nem todos os eventos se mostraram significativos.

Uma explicação para essa não significância pode ser devido o fato relevante sinalizado já ter sido abordado anteriormente, visto que em alguns casos houve o fato relevante da intenção de combinação de negócios. A não reação do mercado pode ser justificada ainda pela área de atuação da adquirente e da adquirida, pois Khansa (2015) encontrou que, em transações com setores distintos, o retorno anormal foi superior, positivo e significativo. Conforme a amostra da presente pesquisa, das 73 observações, apenas em 15 a adquirida e a adquirente eram de setores diferentes, o que, concomitantemente com a falta de sinalização do fato relevante da conclusão, pode acarretar a não significância dos dados.

Quando se comparam os fatos relevantes sinalizados ao mercado sobre a intenção de combinação de negócios com os fatos relevantes da conclusão dessa combinação, pode-se perceber que a intenção é amplamente sinalizada, enquanto a conclusão não. Para verificar a hipótese 4, que prevê a sinalização do fato relevante da intenção de combinação de negócios possui efeito positivo maior no retorno anormal da empresa adquirente do que o fato relevante da combinação de negócios concluída, foram selecionados apenas os fatos relevantes que

tiveram a intenção e a conclusão divulgadas ao mercado. Assim, obteve-se 50 fatos, sendo que 42 foram analisados, conforme Tabela 7.

Tabela 7 - Retorno anormal diário do fato relevante da intenção e conclusão de combinação de negócios

PARTE A - INTENÇÃO											
Dia	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
AR	-0,005	0,000	0,004	0,001	-0,007	0,006	0,002	-0,010	-0,004	0,001	0,003
CAPM	-0,004	0,000	0,005	0,002	-0,006	0,007	0,003	-0,009	-0,003	0,001	0,004
AR sig	-0,002	-0,002	0,004	0,008	-0,009	0,001	0,005	-0,013	-0,004	0,001	0,001
CAPM sig	-0,001	-0,007	0,009	-0,004	-0,007	0,011	0,009	-0,023	-0,005	0,006	0,011
PARTE B – CONCLUSÃO											
Dia	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
AR	-0,003	0,006	0,005	0,001	-0,001	-0,003	-0,002	0,003	0,000	0,007	-0,003
CAPM	-0,003	0,006	0,005	0,001	-0,001	-0,003	-0,001	0,004	0,001	0,007	-0,002
AR sig	-0,004	0,008	0,006	0,001	0,004	-0,003	-0,006	0,003	-0,001	0,006	-0,001
CAPM sig	-0,003	0,010	-0,001	0,006	-0,002	0,002	0,002	-0,004	0,009	0,016	0,000

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: AR – Retorno anormal médio diário pelo modelo de mercado. CAPM – Retorno anormal médio diário pelo modelo de precificação de ativos. AR sig – Retorno anormal médio diário pelo modelo de mercado significativo (p-value até 0,10). CAPM sig – Retorno anormal médio diário pelo modelo de precificação de ativos significativo (p-value até 0,10).

Conforme a Tabela 7, Parte A, das 42 observações para a intenção da combinação de negócios, o modelo de mercado resultou em 29 observações significativas, enquanto o modelo de precificação de ativos resultou em 20. Em ambos os modelos pode-se observar que foram positivas nos dias D0 e D+1, voltando a ser positivas apenas ao final da janela (D+4 e D+5).

Nas 42 observações para a conclusão da combinação de negócios expostas na Tabela 7, Parte B, 26 e 18 observações foram significativas no modelo de mercado e de precificação de ativos, respectivamente. Porém, houve distinção entre ambas serem positivas ou negativas ao longo da janela para os eventos significativos. A Figura 6 explicita os retornos anormais diários médios da intenção e da conclusão de combinação de negócios.

Nota-se que a intenção teve maior oscilação entre retornos anormais positivos e negativos. Isso pode ocorrer em razão de o anúncio da combinação de negócios não ser considerado bom para a empresa. Já a conclusão se mantém positiva em quase toda a janela, ficando negativa nas datas zero e um dia pós-evento (D0 e D+1), o que pode indicar que não trouxe nova informação ao mercado, e os retornos positivos quatro dias antes e quatro dias depois do evento sejam de outras informações percebidas pelos investidores.

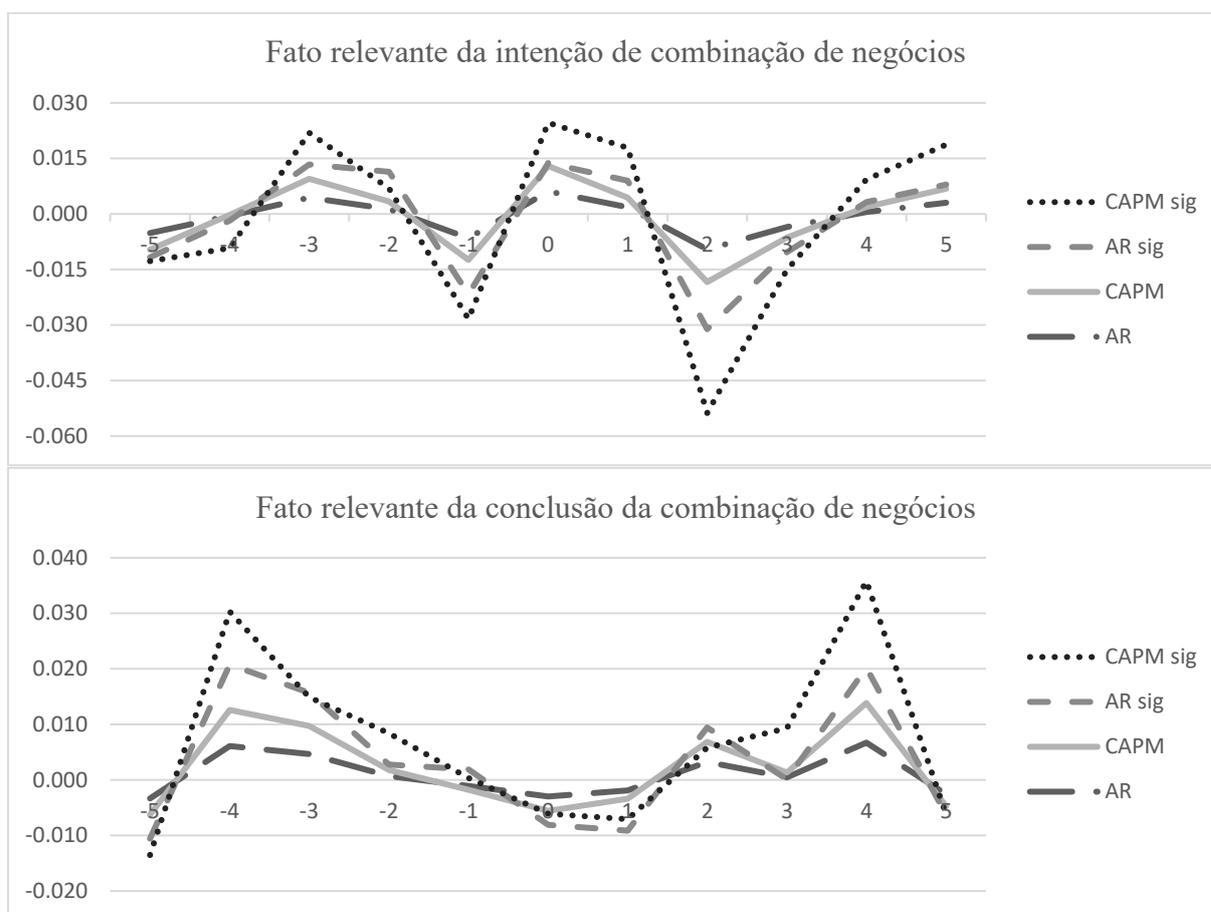


Figura 6. Retorno anormal médio diário do fato relevante da intenção e conclusão de combinação de negócios

Para verificar se há efeito maior no retorno anormal da sinalização da intenção ao comparar com a sinalização do fechamento, realizou-se um teste de média entre esses dois grupos. Primeiramente, foi realizado o teste de Shapiro-Wilk para verificar a normalidade dos dados. O resultado está evidenciado na Tabela 8.

Tabela 8 – Normalidade dos dados (teste Shapiro-Wilk)

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
CAR0	84	0,9576	3,029	2,435	0,0074
CAR5	84	0,8102	13,561	5,728	0,0000
CAPM0	84	0,94504	3,927	3,005	0,0013
CAPM5	84	0,79123	14,917	5,938	0,0000

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento (D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

Conforme o teste de Shapiro-Wilk, os retornos anormais acumulados, seja pelo modelo de mercado, seja pelo modelo de precificação dos ativos, indicam que os dados não são normais. Dito isso, o teste de médias a ser realizado é o não paramétrico, no caso, o teste de Mann-Whitney. Os resultados são apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 – Teste de média de Mann-Whitney

	Variável	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	Mann-Whitney
CAR0	Intenção	42	-0,000492	0,064559	-0,001367	-0,233582	0,146588	0,6741
	Conclusão	42	0,003926	0,056268	0,002259	-0,178517	0,107938	
CAR5	Intenção	42	-0,008198	0,127033	0,010708	-0,620576	0,145422	0,6547
	Conclusão	42	0,009785	0,105706	0,001700	-0,135916	0,517638	
CAPM0	Intenção	42	0,003995	0,044499	-0,000147	-0,116994	0,107049	0,6611
	Conclusão	42	0,006487	0,052586	0,006415	-0,202031	0,121278	
CAPM5	Intenção	42	0,000036	0,081389	0,006403	-0,285189	0,162603	0,7406
	Conclusão	42	0,014481	0,088145	0,000472	-0,134870	0,482548	

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento (D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

Percebe-se que a média do fato relevante da intenção de combinação de negócios é inferior à média do fato relevante da conclusão da combinação de negócios. Além disso, o desvio-padrão do retorno anormal da intenção pelo modelo de mercado mostra-se mais disperso do que a conclusão. Já pelo modelo de precificação de ativos, a conclusão possui maior desvio-padrão. Pelo teste de média de Mann-Whitney, nenhum dos retornos anormais foi significativo ao nível de significância de 0,05, o que indica que não há distinção do fato relevante, de modo que a hipótese 4, que prevê a sinalização do fato relevante da intenção de combinação de negócios possui efeito positivo maior no retorno anormal da empresa adquirente do que o fato relevante da combinação de negócios concluída, é rejeitada.

O número de observações pode ser um motivo para a rejeição da hipótese, visto que dos 675 fatos relevantes da intenção de aquisição sinalizados ao mercado, apenas 73 indicaram a conclusão delas. Quando cruzadas as informações, apenas 42 têm ambos os fatos, isso porque havia empresas que sinalizaram apenas a conclusão ou apenas a intenção.

O resultado corrobora os achados de Kos et al. (2017), que alguns eventos são positivos e outros negativos, mas não significativos no mercado acionário brasileiro. Isso pode indicar que o mercado acionário reage aos fatos relevantes de combinação de negócios conforme há benefícios para ele, ou seja, o impacto dessas transações é evidenciado a longo prazo, como apontado por Léger e Quach (2009).

Os achados vão ao encontro de Chatterjee (1986), Léger e Quach (2009), Pessanha et al. (2014) e Pimenta et al. (2015), pois revelam a não significância do anúncio da aquisição no preço das ações. Para Palmucci e Cariso (2011), a primeira sinalização ao mercado acionário é quando ocorre a incorporação da informação no mercado semiforte, mas não houve diferenças entre o retorno anormal da intenção e da conclusão da combinação de negócios.

2.5 CONCLUSÃO

Este estudo examinou o efeito da divulgação do fato relevante da combinação de negócios no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Por meio da metodologia de estudo de eventos, foram examinados três eventos distintos: boatos, intenção e conclusão de combinação de negócios, no período de 2010 a 2021.

Foram analisados 774 fatos relevantes, sendo a maior parte referente à intenção de combinação de negócios (633 observações). Sobre os fatos relevantes, pôde-se observar que as empresas não tinham constância no que era divulgado, ora dando maiores informações sobre a transação, ora informando apenas o nome da empresa adquirida. Ressalta-se que proporcionar maiores informações aos usuários externos é importante, pois diminui a assimetria informacional e faz com que os custos gerados para emitir a informação sejam supridos pelos benefícios da fidedignidade e da constância dos sinais emitidos.

Quanto ao fato relevante sinalizando os boatos, ou seja, que não existia intenção ou conversas para aquisição do controle de outras empresas, a pesquisa concluiu que é absorvida pelo mercado acionário sua sinalização. Isso indica que, ao sinalizar que não há a intenção, o investidor considera como algo positivo, mesmo que signifique que não tenha os benefícios futuros que a transação geraria para a adquirente.

Quanto à intenção de combinação de negócios sinalizada ao mercado, apesar de positiva apenas no dia do evento e nos dois seguintes, obteve-se a reação do mercado. Assim, as empresas que têm a intenção de adquirir o controle de outra companhia devem sinalizar ao mercado para que ele atualize suas premissas. Já o fato relevante que sinaliza a conclusão da combinação de negócios não foi significativo estatisticamente, e isso pode decorrer das poucas observações ou pelo fato de o mercado já ter reagido e absorvido anteriormente a operação.

Quando comparados os fatos relevantes da intenção e da conclusão da mesma combinação de negócios, pode-se perceber que não há ampla divulgação da continuidade do fato. Isso porque, dos 633 fatos relevantes da intenção, apenas 42 tinham a conclusão. Além disso, apesar de mais da metade das observações (29 para a intenção e 26 para a conclusão) serem significativas e com um retorno anormal positivo para a intenção, não houve diferença entre os grupos, ou seja, o mercado acionário não viu diferença entre os fatos relevantes de intenção e conclusão da combinação de negócios.

Conclui-se que o mercado acionário brasileiro é semiforte, visto que mesmo em alguns casos não sendo significativa, a sinalização de fatos relevantes afetou o preço das ações, até de

forma negativa. Isso indica que os gestores devem sinalizar ao mercado sobre as combinações de negócios que pretendem fazer, pois dessa forma o investidor obterá uma informação que visa reduzir a assimetria entre ele e o gestor e, assim, ajustará suas premissas e expectativas sobre a empresa.

Posto isso, a pesquisa contribuiu para a literatura de relevância, principalmente sobre o retorno anormal, bem como para a literatura de combinação de negócios ao analisar a reação do mercado acionário brasileiro a diferentes fatos relevantes. Pode-se perceber que a sinalização dos fatos relevantes afetou o retorno anormal, demonstrando ser benéfico para as empresas que os emitem, conforme a Teoria da Sinalização. Do ponto de vista prático, mostra como as empresas sinalizam tanto transação de combinação de negócio como desmentir falsas aquisições podem ser visto como positivo para o mercado, reduzindo a assimetria entre investidor e gestor. De modo que, o gestor pode considerar isso na sua estratégia de divulgações ao mercado para atrair os investidores. E do ponto de vista social, auxilia os investidores ao indicar que, considerando determinados fatos relevantes (conclusão da transação), não é o momento oportuno para especulações de retornos anormais.

A pesquisa tem como limitação os fatos relevantes constantes na base de dados Refinitiv, visto que pode ocorrer de alguma empresa ter divulgado intenção, conclusão ou desmentido um boato e a plataforma não ter elencado. Limitam-se as ações negociadas, visto que entre as empresas analisadas havia aquelas com baixo volume de negociações. Por fim, pela amostra ser não probabilística, a pesquisa não pode ser generalizada para outros contextos. Como pesquisas futuras, sugere-se estender o país analisado e a utilização de outras metodologias para acompanhar a reação do mercado com base nos efeitos que a combinação de negócios proporcionou à adquirente.

REFERÊNCIAS

- Ali, I. M., Rahim, N. A., Shukor, S. S. A., & Rashid, H. M. A. (2010, March). The relationship between intangible assets and firm value. In *The International Conference on Business and Economic Research* (p. 24-26).
- Almeida, C. & Toledo, L. (2017). *Fusão entre Kroton e Estácio é reprovada no Cade*. Recuperado de <https://exame.abril.com.br/negocios/kroton-e-estacio-o-fracasso-da-fusao/>
- Amran, N. A. (2012). Mission statement and company performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Business and Behavioral Sciences*, 2(4), 98-107.
- Avdasheva, S., & Tsytsulina, D. (2015). The effects of M&As in highly concentrated domestic vis-à-vis export markets: By the example of Russian metal industries. *Research in International Business and Finance*, 34, 368-382. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.008>

- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Basse-Mama, H., Koch, N., Bassen, A., & Bank, T. (2013). Valuation effects of corporate strategic transactions in the cleantech industry. *Journal of Business Economics*, 83(6), 605-630. <https://doi.org/10.1007/s11573-013-0665-5>
- Brouthers, K. D., Hastenburg, P. van, & den Ven, J. van (1998). If most mergers fail why are they so popular?. *Long Range Planning*, 31(3), 347-353. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(98\)80002-2](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(98)80002-2)
- Cao, K., Coy, J., & Nguyen, T. (2016). The likelihood of management involvement, offer premiums, and target shareholder wealth effects: Evidence from the 2002–2007 LBO wave. *Research in International Business and Finance*, 36, 641-655. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.01.002>
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic management journal*, 7(2), 119-139. <https://doi.org/10.1002/smj.4250070203>
- Clougherty, J. A., & Duso, T. (2011). Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies. *Strategic Organization*, 9(4), 310-335. <https://doi.org/10.1177/1476127011421536>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Cortés, L. M., García, J. J., & Agudelo, D. (2015). Effects of mergers and acquisitions on shareholder wealth: Event study for Latin American airlines. *Latin American Business Review*, 16(3), 205-226. <https://doi.org/10.1080/10978526.2015.1075238>
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo, A. Neto, & (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 14(5) 104-139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Damascena, D. S., Silva, S. E. P., Santos, J. O., & Godoi, A. F.. (2017) Análise do impacto de fatos relevantes no retorno das ações de empresa de educação superior. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 8(3), 1-12. <https://doi.org/10.6008/SPC2179-684X.2017.003.0001>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- García-Canal, E., & Sánchez-Lorda, P. (2007). One more only if it is one of us. The number of partners and the stock market reaction to domestic and international alliance formation in EU telecom firms. *International Business Review*, 16(1), 83-108. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2006.10.001>
- Khansa, L. (2015). M&As and market value creation in the information security industry. *Journal of Economics and Business*, 82, 113-134. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeconbus.2015.07.003>
- Kos, S. R., Barros, C. M. E., & Colauto, R. D. (2017). Impacto da divulgação de eventos subsequentes no retorno anormal: Estudo em Companhias do Ibovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 9(2), 60-79.
- Kriek, P. A., & Kayo, E. K. (2013). Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-17.

- Léger, P. M., & Quach, L. (2009). Post-merger performance in the software industry: The impact of characteristics of the software product portfolio. *Technovation*, 29(10), 704-713. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2009.05.016>
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*, 8(2), 218-225. <https://doi.org/10.5465/amr.1983.4284724>
- Ma, J., Pagán, J. A., & Chu, Y. (2012). Wealth effects of bank mergers and acquisitions in Asian emerging markets. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 28(1), 47-58. <https://doi.org/10.19030/jabr.v28i1.6683>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Malmendier, U., Moretti, E., & Peters, F. S. (2018). Winning by losing: Evidence on the long-run effects of mergers. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3212-3264. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy009>
- Melo, A. (2019, novembro, 06). Cade aprova aquisição da Avon pela Natura. Valor Econômico. Recuperado de <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/11/06/cade-aprova-aquisicao-da-avon-pela-natura.ghtml>
- Mohil, S., Patro, A., & Nayyar, R. (2019). Options availability effect on informed trading in M&As. *Managerial Finance*, 45(10/11), 1382-1397. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2018-0326>
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and business Research*, 18(69), 47-56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Palmucci, F., & Caruso, A. (2011). Measures of Market Reaction in Mergers and Acquisitions in Italy. *Corporate Ownership and Control*, 8(2), 131-144.
- Pessanha, G. R. G., Santos, T. A., Calegario, C. L. L., Sáfadi, T., & Alcântara, J. N. (2014). Influências das fusões e aquisições no valor de mercado das instituições bancárias adquirentes. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(3), 145-158.
- Pimenta, M. M., Marques, J. A. V. D. C., & Macedo, M. A. D. S. (2015). Retornos anormais versus criação de valor e sinergias operacionais de firmas brasileiras envolvidas em combinações de negócios. *Pensar Contábil*, 17(64) 30-38.
- Reddy, K., Qamar, M., & Yahanpath, N. (2019). Do mergers and acquisitions create value? The post-M&A performance of acquiring firms in China and India. *Studies in Economics and Finance*, 36(2), 240-264. <https://doi.org/10.1108/SEF-01-2018-0027>
- Shalev, R., Zhang, I. X., & Zhang, Y. (2013). CEO compensation and fair value accounting: Evidence from purchase price allocation. *Journal of Accounting Research*, 51(4), 819-854. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12015>
- Souza, J. G. M., & Gartner, I. R. (2019). Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil: análise dos efeitos de aquecimento do mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 234-251. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806320>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355- 374. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *The American Economic Review*, 92(3), 460-501. <https://doi.org/10.1257/00028280260136363>
- Tampakoudis, I., Nerantzidis, M., Subeniotis, D., Soutsas, A., & Kiosses, N. (2019). Bank mergers and acquisitions in Greece: the financial crisis and its effect on shareholder wealth. *International Journal of Managerial Finance*, 16(2), 273-296. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2019-0080>
- Tanna, S., & Yousef, I. (2019). Mergers and acquisitions: implications for acquirers' market risk. *Managerial Finance*, 45(4), 545-562. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2018-0446>

Zaremba, A., & Płotnicki, M. (2016). Mergers and acquisitions: Evidence on post-announcement performance from CEE stock markets. *Journal of Business Economics and Management*, 17(2), 251-266. <https://doi.org/10.3846/16111699.2015.1104384>

3 SINALIZAÇÃO DAS CARACTERÍSTICAS DAS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E O RETORNO ANORMAL DAS AÇÕES

RESUMO

O objetivo do estudo é examinar o efeito da sinalização das características da combinação de negócios por meio do fato relevante no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Analisaram-se as seguintes características: tipo de aquisição (conglomerado ou horizontal e vertical), método de pagamento (caixa ou outros), informa a expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) ou não, e adquirente é a subsidiária ou a controladora. Para a coleta dos fatos relevantes das combinações de negócios utilizou-se a base de dados Refinitiv, que resultou em uma amostra final com 675 observações durante o período de 2010 a 2021. Para verificar o efeito no retorno anormal adotou-se a metodologia de estudo de eventos para uma janela de 11 dias. O retorno anormal foi calculado conforme o modelo de mercado e o modelo de precificação de ativos. Os resultados indicam que a sinalização do *goodwill* no fato relevante faz com que o retorno anormal seja positivo e superior àqueles em que não há divulgação. No tipo de aquisição há distinção apenas no modelo de mercado para o dia do evento, o que não mostra diferença entre o tipo horizontal e vertical e conglomerado, enquanto no método de pagamento não houve distinção, o que pode decorrer da falta de evidenciação dessa característica nos fatos relevantes. Por fim, a subsidiária ser a adquirente obteve um retorno anormal positivo, o que demonstra a intenção da controlada em reduzir a assimetria informacional. Conclui-se que as características de combinação de negócios são relevantes para o mercado acionário brasileiro, tendo retornos anormais positivos, porém, não há distinção entre o tipo de aquisição, o método de pagamento e se foi realizado por uma subsidiária. Assim, a pesquisa contribui com os gestores sobre a importância de sinalizar as características das combinações de negócios e com os usuários externos sobre o momento de especular acerca dessas transações.

Palavras-chaves: Características das combinações de negócios, Retorno anormal, Estudo de Eventos, Relevância.

3.1 INTRODUÇÃO

No mercado acionário, a existência da assimetria informacional pode ser reduzida pelos sinais emitidos pelas empresas aos usuários externos (Connelly et al., 2011). Além dessa redução, os sinais, quando possuem informações de qualidade e materiais, podem ser vistos como um *feedback* positivo (Stiglitz, 2002). Assim, com base na Teoria da Sinalização, o gestor, quando emite um fato relevante sobre a combinação de negócios, tende a reduzir a assimetria informacional entre sinalizador e receptor (mercado acionário).

As transações de combinações de negócios são importantes para as empresas, entretanto, são complexas (Neethu et al., 2019) porque, além de envolverem altos valores de contraprestação (Léger & Quach, 2009), podem interferir no risco sistêmico e na reação do mercado de ações (Tanna & Yousef, 2019).

Ao sinalizar para o mercado acionário a aquisição do controle de outra companhia, as empresas podem indicar uma expectativa de retorno futuro gerado nessa transação, o *goodwill*. Pimenta et al. (2015) destacam que, no fechamento da combinação, o mercado considera o *goodwill* com certa desconfiança, uma vez que seu valor é determinado e limitado ao valor da contraprestação, que, quando alocada demasiadamente ao *goodwill*, provoca uma reação negativa no mercado, entretanto, fornece informações sobre a qualidade da aquisição (Paugam, Astolfi & Ramond, 2015).

Dessa forma, a empresa sinaliza ao mercado que sua intenção de compra gerará benefícios futuros para os próximos anos e pode descrever o que compõe esse benefício, conforme prevê o Pronunciamento Técnico 15 – Combinação de Negócios (CPC 15, 2011). Segundo Wen e Moehrle (2016), a literatura identificou que o *goodwill* está relacionado ao valor de mercado, inclusive sua relevância sendo medida pelo excesso de valor pago na contraprestação em relação ao valor justo.

Outro ponto que influencia o retorno anormal do evento é o tipo de aquisição: horizontal, vertical ou conglomerado, porque as aquisições horizontal e vertical estão ligadas à atividade-fim da empresa ser na mesma linha de atuação ou com mesmo processo de produção, enquanto o conglomerado não coincide a atividade-fim (Brealey et al., 2018; Chatterjee, 1986; Ross et al., 2002). O fato de disseminar o risco em transações do tipo conglomerado faz com que o retorno anormal seja superior àquelas transações horizontais e verticais (Avdasheva & Tsytulina, 2015; Chatterjee, 1986; Lubatkin & O’Neill, 1988).

A contraprestação da combinação de negócios é uma informação relevante para os investidores, pois impacta os lucros futuros, resultando em pressões para as empresas (Léger & Quach, 2009). Segundo Paugam et al. (2015), a alocação do preço de compra aos ativos tangíveis e intangíveis, tendo o residual alocado ao *goodwill*, pode reduzir a informatividade dos investidores caso seja alocado demasiadamente.

Conforme o CPC 15 (2011), a alocação da contraprestação ocorre em até um ano após o fechamento da aquisição, e isso pode prejudicar o conteúdo informacional dos investidores. Além disso, o método de pagamento influencia a percepção do investidor perante a aquisição (Bouzgarrou & Louhichii, 2015; Donnely & Hajbaba, 2014; Goddard, Molyneux & Zhou, 2012; Lusyana & Sherif, 2016; Neethu et al., 2019; Tanna & Yousef, 2019; Woo et al., 2018).

O *status* público ou privado da empresa adquirida também influencia o retorno anormal (Jaffe et al., 2015; Tanna & Yousef, 2019), entretanto, com relação à subsidiária ser a

adquirente e a controlada emitir o fato relevante, não há estudos que abordam a forma como o mercado reage.

Assim, considerando que o fato relevante da combinação de negócios pode indicar algumas características da transação, como o reconhecimento de um *goodwill*, o tipo de aquisição, o método de pagamento e se realizada por subsidiária, o presente estudo tem como objetivo examinar o efeito da sinalização das características da combinação de negócios por meio do fato relevante no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira.

Destarte, a pesquisa visa preencher algumas lacunas, primeiramente, por explorar os fatos relevantes de combinações de negócios, enquanto os estudos anteriores focaram nas fusões e aquisições. Segundo, por analisar a característica do *goodwill* em razão de o seu valor estar atrelado à contraprestação. Terceiro, pretende segregar as combinações pelo tipo de combinação, comparando as aquisições de conglomerado com as horizontais e verticais, visto que, quando a empresa decide adquirir empresas de outro setor de atuação, tendem a dissipar o risco perante o mercado. Quarto, pretende analisar a reação do mercado quando a aquisição é de uma controlada (subsidiária).

O estudo busca contribuir para a literatura de relevância de valor sobre como as características das combinações de negócios são percebidas pelos investidores e se essa sinalização influencia o retorno anormal. Também contribui para a literatura da Teoria da Sinalização e da relevância de valor por meio do retorno anormal. Finalmente, pretende fazer relações entre o tipo de aquisição e a forma que o mercado acionário brasileiro reage.

3.2 REFERENCIAL TEÓRICO

3.2.1 Teoria da Sinalização

No mercado de trabalho, a educação funciona como um sinalizador para distinguir os tipos de trabalhadores (Spence, 1973). Isso porque os trabalhadores informam seus níveis educacionais a fim de auxiliar o contratante no ambiente de incerteza que ele está inserido, pois não conhece os candidatos e os avalia por meio do que foi sinalizado (Spence, 1973). Em razão disso, Spence (1973) dispõe que a Teoria da Sinalização explica a assimetria de informação entre o contratante (receptor) e o trabalhador (sinalizador), uma vez que o ambiente de incerteza foi gerado em função de o trabalhador possuir informações desconhecidas para o contratante e, para reduzi-lo sinaliza as informações sobre o nível educacional.

De acordo com Morris (1987), a Teoria da Sinalização aplica-se a qualquer mercado em que a assimetria informacional esteja presente, sendo essa uma condição necessária para

ela. Com isso, tem-se a aplicação dela desde questões relacionadas à política de dividendos até a divulgação de informações (Morris, 1987).

Sobre a divulgação de informações em forma de sinal para os receptores, Spence (1973) e Stiglitz (2000) ressaltam a qualidade e a intenção dos sinais emitidos para minimizar a assimetria entre receptor e sinalizador. A qualidade refere-se às necessidades ou demandas dos receptores (Connelly et al., 2011), pois não possuem todas as informações que o sinalizador tem (Stiglitz, 2000). Segundo Connelly et al. (2011), a qualidade do processo de sinalizar torna-se eficaz na redução da assimetria de informação.

Por intenção, Stiglitz (2000) refere-se ao comportamento entre sinalizador e receptor, sendo uma fonte importante para a qualidade a certeza que o receptor tem sobre a intenção de sinalizar do sinalizador (Connelly et al., 2011), pois os sinais têm um alto custo para ser emitidos, e somente quando confiáveis os custos são cobertos (Truong et al., 2021).

Atrelando a intenção de sinalizar com a qualidade da sinalização, pode-se ter um aumento no preço da empresa (Stiglitz, 2002) como forma de *feedback* sobre o sinal, além de a reputação estar vinculada ao que a empresa sinaliza, constituindo as crenças reputacionais sobre ela (Truong et al., 2021). Entretanto, nem sempre a intenção de sinalizar se refere a um desempenho bom (Tsalavoutas, 2011), pois o que define a eficiência da sinalização é a frequência com que os sinais são emitidos ao mercado (Connelly et al., 2011). Considerando ainda que cada empresa decide se irá ou não emitir um sinal (Connelly et al., 2011), o *feedback* positivo é visto quando as informações divulgadas refletem informações materiais e de alta qualidade (Stiglitz, 2002).

A sinalização da empresa vai indicar o retorno que terá. Caso seja uma empresa de boa qualidade, receberá maior retorno do que uma empresa de boa qualidade que não sinalize, e uma empresa com baixa qualidade que sinaliza recebe um retorno maior do que aquela de baixa qualidade sem sinalização de suas informações (Connelly et al., 2011). Assim, segundo a Teoria da Sinalização, as empresas – que são as sinalizadoras – acabam se beneficiando.

A sinalização pode ser usada como forma de minimizar a assimetria de informação entre os usuários, não indicando, necessariamente, um melhor desempenho sempre. Por isso, a sinalização tende a ser positiva para a empresa, pois, mesmo que a informação sinalizada seja negativa, demonstra interesse da empresa em explicar isso, dando indícios da transparência e, consequentemente, sendo vista de maneira positiva pelos usuários externos (receptores).

Na presente pesquisa, o sinalizador é a empresa adquirente, o sinal são os fatos relevantes de combinação de negócios que contenham as características analisadas, e o receptor

são os usuários externos, principalmente os investidores. De modo que o sinal seja emitido quando o sinalizador entender os benefícios que a aquisição de controle irá proporcionar.

3.2.2 Características das Combinações de Negócios e o Retorno Anormal

O mercado acionário reage quando as informações que estão disponíveis são úteis e relevantes, independentemente de serem relacionadas à contabilidade ou não (Ball & Brown, 1986). Conforme Fama (1970), quando novas informações são sinalizadas, desde que relevantes, os investidores as incorporam ao preço da ação junto às informações já disponíveis. Assim, toda nova informação que é absorvida pelos investidores faz do mercado acionário um mercado semiforte.

Dentre as informações que podem ser sinalizadas ao mercado estão as transações de aquisição de outras companhias. Berkovitch e Narayanan (1993) e Režňáková e Pěta, (2018) citam que entre os principais motivos para se realizar uma fusão ou aquisição está a sinergia, em que as duas empresas possuem uma combinação eficiente que gera ganhos econômicos e valor para elas. A criação de sinergias geradas nas aquisições depende do recurso disponível na adquirente: quanto mais escasso, maior a sinergia (Chartterjee, 1986). Se o recurso puder ser utilizado em várias atividades, seu valor aumenta, porém, cria empecilhos caso haja dificuldades de executar (Chartterjee, 1986).

Segundo Dranev et al. (2019), os motivos por trás das fusões e aquisições de tecnologia podem ser específicos, por exemplo, a adquirente tem porte para investir em pesquisa e desenvolvimento, mas prefere adquirir uma empresa de porte menor que tem certo avanço tecnológico. A redução de custos e/ou o aumento no valor dos produtos são razões para criação de valor em entidades combinadas (Chartterjee, 1986).

Lubatkin (1983) ressalta que o ambiente da adquirente e adquirida influencia o ganho de desempenho, sendo que quanto mais parecido o ambiente em que elas estão inseridas, maior será o ganho. Entretanto, segundo Kriek e Kayo (2013), a sinergia não existe, seria um erro no momento de avaliar, já que a sinergia decorre da junção das duas companhias ou das mudanças estratégicas que surgirão a partir da combinação entre elas. Além disso, os gestores realizam as aquisições/fusões com o intuito de expandir o tamanho da empresa, acarretando o aumento do seu poder e dos resultados.

Porém, conforme Kode et al. (2003), a criação de sinergias sustenta a estratégia de crescimento por fusões e aquisições. Caso a transação não entregue alguma sinergia, pode ser considerada fracassada, pois falhou no momento da avaliação (Kode et al., 2003). Sarfati e

Shwartzbaum (2013) ressaltam que as sinergias são provenientes de várias fontes, como o tipo de transação (horizontal, vertical, conglomerado), o setor, a estrutura do setor e os pontos regulatórios.

Fraunhoffer e Schiereck (2012) indicam que, ao comunicar ao mercado europeu as estimativas de sinergia, além de diminuir a assimetria informacional, aumenta-se o retorno anormal da adquirente, visto que nas fusões e aquisições ocorridas na Europa, quando houve a sinalização da sinergia, o retorno anormal foi positivo e significativo, tendo o valor máximo em 2,07%. Já quando não foi informado o retorno acumulado foi negativo e não significativo.

Ao analisar 50 fusões em empresas tchecas, Režňáková e Pěta (2018) encontraram que seis delas obtiveram sinergia superior a 100%, tendo em média 35% de aumento de valor. Os autores acreditam que a margem de lucro, o retorno sobre ativos e os investimentos, que aumentaram, e o consumo de produção sobre vendas, que reduziu, podem ser considerados fontes de sinergias.

Fraunhoffer e Schiereck (2012) encontraram que, quanto maior o adquirente, menor a sinergia comunicada ao mercado e menor a criação de valor para o acionista. Já Dranev et al. (2019) indicaram que, quando uma empresa de mercado emergente já realizou uma aquisição de *fintech* antes, o retorno anormal acumulado tende a zero, pois o mercado acredita que não tem como se obter valor de mercado com novas tecnologias em fusões e aquisições repetidas.

Segundo Kode et al. (2003), as fusões e aquisições, geralmente, são motivadas pelas sinergias, e o valor delas é limitado pela diferença entre o valor da transação e o valor da empresa adquirida caso continuasse suas operações normalmente. Entende-se, portanto, que a sinergia criada em uma transação se refere ao *goodwill*.

O conteúdo informativo do *goodwill* das empresas norte americanas foi abordado por Hirschey e Richardson (2002) entre 1992 e 1996. Os achados mostraram que, ao registrar a baixa do *goodwill*, um sinal importante para o mercado é emitido. Esse sinal foi negativo entre 2 e 3% do preço das ações, pois estão atrelados ao potencial lucro futuro da empresa, que foram comprometidos com a baixa do *goodwill*.

Entretanto, a pesquisa de Chukwu e Salifu (2018) apontou que o *goodwill* foi negativamente relacionado com o retorno sobre os ativos, sobre o patrimônio líquido e sobre o lucro por ação. Contudo, os bancos da Nigéria com *goodwill* possuem uma lucratividade maior do que aqueles que não realizaram fusões e aquisições. Uma possível explicação seria o motivo da aquisição, que não foi o ganho de sinergia ou a estimação equivocada.

O estudo de Fraunhoffer e Schiereck (2012) apontou que o mercado reage favoravelmente à sinalização de estimativas para o *goodwill*, corroborando Pimenta et al. (2015) ao indagarem que os investidores reagem com desconfiança sobre o valor alocado da contraprestação ao *goodwill*. Dessa forma, se a empresa antecipa a expectativa do *goodwill* por meio da sinergia ou da expectativa de rentabilidade econômica futura, pode fazer com que os investidores reajam positivamente a essa alocação, criando a quinta hipótese de pesquisa.

H5: O fato relevante de combinação de negócios de uma empresa quando sinaliza um goodwill possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas em que não há sinalização.

A criação de valor para o acionista da adquirente é maior quando ocorre a aquisição de uma *fintech* por empresas de outros setores, e isso pode ser explicado pela sinergia entre os negócios da adquirente e os serviços da adquirida (Dranev et al., 2019). Entretanto, transações de empresas do mesmo setor, como o educacional, proporcionaram ganhos sinérgicos e estão atreladas aos resultados econômicos (Sarfati & Shwartzbaum, 2013).

Ou seja, uma combinação de negócios pode ocorrer tanto em empresas do mesmo setor como de setores diferentes, podendo ser classificadas em horizontais, verticais e conglomerados, conforme Brealey et al. (2018) e Ross et al. (2002). Uma aquisição horizontal são duas empresas da mesma linha de atuação competindo entre elas pela fatia de mercado; a aquisição vertical corresponde a empresas que possuem o mesmo processo de produção, porém, em estágios diferentes (Brealey et al., 2018; Chatterjee, 1986; Ross et al., 2002). Já as aquisições em que a atividade da adquirente e da adquirida não coincide são chamadas de conglomerado, isto é, as empresas realizam a combinação de negócios com a intenção de diversificar os riscos ou aproveitar uma oportunidade de investimento (Brealey et al., 2018; Chatterjee, 1986; Ross et al., 2002).

Os tipos de combinações foram abordados por Chatterjee (1986) entre 1969 e 1972, sendo que encontrou que nas adquiridas houve um ganho de 17,48% nas fusões não relacionadas (conglomerado), enquanto nas fusões não horizontais (vertical) obtiveram 12,32%.

O tipo de transação influencia tanto de maneira interna como externa, pois o nível de concentração do mercado pode aumentar ou prejudicar o consumidor em questões de preços dos produtos (Avdasheva & Tsytsulina, 2015). As fusões horizontais permitem que as empresas possam produzir juntas uma capacidade maior de produtos, reduzindo o custo médio de produção e garantindo uma vantagem diante da concorrência. Isso ainda pode gerar uma fatia do mercado maior (Lubatkin, 1983). Já as fusões verticais se beneficiam em empresas com

níveis de produção diferentes. Uma transação horizontal tende a beneficiar os concorrentes, pois acaba por diminuir o número de produtores, fortalecendo o poder de mercado, criando um lucro adicional para si e para seus concorrentes (Avdasheva & Tsytsulina, 2015).

Por outro lado, Avdasheva e Tsytsulina (2015) frisam que os participantes da transação podem obter uma vantagem competitiva, reduzindo o lucro dos concorrentes. Clougherty e Duso (2011) relatam que as transações horizontais em empresas norte-americanas beneficiam tanto quem está dentro como quem está fora delas, porque reduzem a concorrência, aumentando o poder de mercado e, conseqüentemente, o lucro das empresas relacionadas, como das rivais.

Em relação ao conglomerado, a sinergia provinda da diversificação está relacionada à diminuição do risco da empresa, visto que ela está reduzindo ou melhorando os riscos relacionados ao seu desempenho. Combinações em conglomerados estão relacionadas à teoria de portfólio de Markowitz, em que os ativos são negativamente correlacionados e o desempenho superior de um compensa o desempenho inferior de outro (Lubatkin, 1983).

O momento do mercado deve ser considerado na realização das aquisições para que ele reaja positivamente, como apontado por Lubatkin e O'Neill (1988): quando o mercado estava aquecido, o valor das ações das adquirentes listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE) aumentou mais do que quando o mercado estava em baixa, com exceção dos conglomerados, que aumentou em ambos. Os autores ressaltam que as fusões horizontais tiveram retornos insignificantes com o mercado aquecido.

Em contrapartida, o estudo de Avdasheva e Tsytsulina (2015) encontrou significância nas fusões e aquisições horizontais russas, porém, com retorno anormal negativo. Já as transações verticais não obtiveram significância porque o impacto delas é menos provável que o das horizontais (Avdasheva & Tsytsulina, 2015).

Os tipos de combinações de negócios podem interferir na maneira como o mercado reage porque conglomerados reduzem o risco total da empresa. Conforme Chatterjee (1986), esse tipo de combinação tem retornos anormais superiores às combinações horizontais e verticais. Para isso, foi proposta a hipótese 6, em que se acredita que o retorno anormal das combinações de negócios do tipo conglomerado será superior as do tipo horizontal e vertical.

H6: A sinalização do fato relevante da combinação de negócios do tipo conglomerado possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas classificadas como horizontais ou verticais.

A forma como a empresa decide realizar a contraprestação fornece sinais ao mercado sobre a valorização da empresa adquirida, influenciando, o retorno anormal da transação.

Bouzgarrou e Louhichii (2015) encontraram um retorno anormal positivo quando o pagamento foi em dinheiro e sem significância quando em ações nas empresas francesas. Isso porque, quando realiza o pagamento por meio de dinheiro, indica uma oportunidade de investimento (subvalorizada), já por meio da emissão de ações indica uma empresa supervalorizada (Bouzgarrou & Louhichii, 2015).

Além disso, o pagamento em dinheiro diminui o risco sistêmico da fusão/aquisição, enquanto o pagamento em ações aumenta por conta de uma possível supervalorização das ações, mas isso é relacionado a empresas listadas, pois as empresas privadas possuem assimetria de informação (Tanna & Yousef, 2019).

Lusyana e Sherif (2016) encontraram no setor de tecnologia norte-americano que, no período de 2007 a 2014, tanto a adquirida como a adquirente tinham criação de riqueza, sendo que a primeira obteve maior efeito, e, quando o pagamento era realizado em dinheiro, a adquirida possuía alta tecnologia, o que indica oportunidade de crescimento e ganhos anormais.

Resultado similar foi encontrado no estudo de Woo et al. (2018), cuja reação do mercado norte-americano foi negativa para o adquirente quando houve pagamento em excesso. Além disso, o método de pagamento em dinheiro mostrou-se positivamente relacionado ao desempenho a longo prazo, enquanto o pagamento em ações ou misto era negativo.

No período de 1998 a 2009, 82% das aquisições dos bancos listados em mercados emergentes (entre eles Argentina, Brasil, Filipinas e Indonésia) foram realizadas por meio de dinheiro, no entanto, o pagamento em dinheiro está negativamente relacionado ao retorno anormal das adquirentes (Goddard, Molyneux & Zhou, 2012). Uma possível explicação é que os investidores dos mercados emergentes preferem o pagamento em ações por possíveis implicações tributárias ou por acharem que no pagamento em dinheiro há um excesso por conta dos passivos fiscais assumidos pelo adquirente (Goddard, Molyneux & Zhou, 2012).

Donnely e Hajbaba (2014) buscaram fornecer evidências de que os adquirentes dos Estados Unidos sobrevalorizaram suas aquisições quando realizadas por meio de emissão de ações no período de 1986 a 2005. Encontraram que, ao emitir ações para financiar as aquisições, têm um desempenho inferior àquelas que pagam em dinheiro. Os autores concluíram que isso fornece indícios de que a adquirente acreditava que a expectativa do mercado estava otimista para os lucros futuros da adquirida.

O pagamento em dinheiro foi o mais encontrado nas fusões e aquisições na França entre 1997 e 2008, conforme estudo de Bouzgarrou e Louhichii (2015). Além disso, o retorno anormal cinco dias após o anúncio foi de 1,63%, significativo ao nível de 1%, sendo que, se a

contraprestação é feita em dinheiro, o retorno chegava a 2,04% em dois dias após o anúncio. Nos casos em que o pagamento foi com a emissão de ações ou se mesclou ações e dinheiro, não houve significância estatística, e após os cinco dias o retorno anormal médio foi negativo e insignificante. Quando o pagamento era a assunção de dívidas se obteve um retorno de 2,91%.

Ao comparar as transações pagas em dinheiro com as pagas em ações na Índia, entre 2006 e 2017, Neethu et al. (2019) encontraram um retorno anormal positivo e negativo, respectivamente. Isso porque as operações financiadas em dinheiro podem trazer ganhos com as sinergias e os riscos envolvidos.

A criação de valor da transação está relacionada, entre outras coisas, ao método de pagamento, e tende a ter mais empresas na posição de adquirida quando o mercado norte-americano está aquecido (Chuang, 2018).

O desempenho antes e após fusões de adquirentes norte-americanas foi explorado por Malmendier, Moretti e Peters (2018) entre 1985 e 2012. Os autores encontraram que o desempenho (lucratividade, alavancagem, desempenho das ações, previsão dos analistas) pode ter sido prejudicado pela perda da flexibilidade estratégica e financeira, principalmente se aumentavam a alavancagem ou pagavam em dinheiro, além de altos custos de integração. Concluíram que isso pode ser um indicativo para explicar o baixo desempenho das adquirentes após a fusão.

Com uma amostra de 163 países desenvolvidos e subdesenvolvidos, Tanna e Yousef (2019) identificaram que o risco de mercado da adquirente aumenta após o anúncio, independentemente da natureza do negócio, sugerindo um acréscimo no risco sistemático dos adquirentes. Ainda, quando o pagamento foi feito por meio de dinheiro, os retornos anormais foram positivos e o risco sistemático diminuiu, enquanto por ações o retorno foi negativo e o risco aumentou, sustentando a hipótese de supervalorização das empresas. Quando o adquirente resolve fazer aquisições em série, o mercado reage pelo aumento do risco sistemático. Os autores concluíram que as características das fusões e aquisições podem interferir no seu risco sistêmico e na forma como o mercado as interpreta.

Conforme Paugam et al. (2015), os investidores reagem ao conteúdo informativo da alocação da contraprestação e, em particular, reagem negativamente a quantidades inesperadamente altas de preço de compra alocadas ao ágio. Quanto maior for o *goodwill* anormal, maior será a chance de perda nos três anos seguintes à conclusão da combinação de negócio (Paugam et al., 2015).

A forma como será feita a contraprestação influencia no retorno anormal da adquirente, visto que pode indicar uma supervalorização ou uma subavaliação. Como a avaliação da empresa influencia o montante alocado ao *goodwill*, e sabendo que os investidores reagem negativamente a quantidades inesperadamente altas de preço de compra alocadas ao ágio (Paugam et al., 2015), a hipótese 7 é apresentada.

H7: A sinalização do fato relevante da combinação de negócios com a contraprestação em dinheiro possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas classificadas como financiamento, parcelado ou ações.

Outro ponto que influencia o retorno anormal é o *status* da empresa para o mercado acionário, entre ser pública (listada) ou não. Há diferença entre adquirir uma empresa pública e uma empresa privada ou subsidiária, porque, quando a empresa é pública, há a divulgação de suas informações, tornando menor a assimetria de informações entre empresa e investidor (Tanna & Yousef, 2019). Já as adquiridas privadas decidem o que informam, implicando maior risco para a transação realizada por conta dessa assimetria (Tanna & Yousef, 2019).

Jaffe et al. (2015) tentaram explicar a diferença entre o retorno anormal da adquirente quando a aquisição envolve uma subsidiária e uma empresa pública nos Estados Unidos entre 1981 e 2012. O retorno anormal ao adquirir uma subsidiária foi 2,14%, enquanto uma empresa pública foi de negativo (-1,46%), ao tentar explicar a diferença do retorno na sinergia, na liquidez financeira, na incerteza de avaliação e na resistência à oferta, acabou não apresentando diferença entre os grupos analisados ou não sendo significativo, o que, segundo os autores, acarretou o retorno anormal sem uma explicação plausível ao adquirir uma empresa privada ou subsidiária.

Conforme Tanna e Yousef (2019) e Jaffe et al. (2015), ao adquirir uma subsidiária, a companhia tende a ter um retorno anormal positivo, inclusive por conta da assimetria informacional da adquirida, por não ser pública. Desse modo, os investidores baseiam-se unicamente, no que é explanado pela adquirida. Entretanto, as pesquisas citadas observam a reação do mercado quando a subsidiária é o alvo da transação. Assim, a hipótese 8 visa explorar a subsidiária como adquirente ao realizar a combinação de negócios, sendo o fato relevante divulgado pela sua controladora.

H8: A sinalização do fato relevante de combinação de negócios, feito por uma subsidiária da controladora, possui efeito no retorno anormal da empresa adquirente.

A Figura 7 apresenta o extrato do desenho da pesquisa.

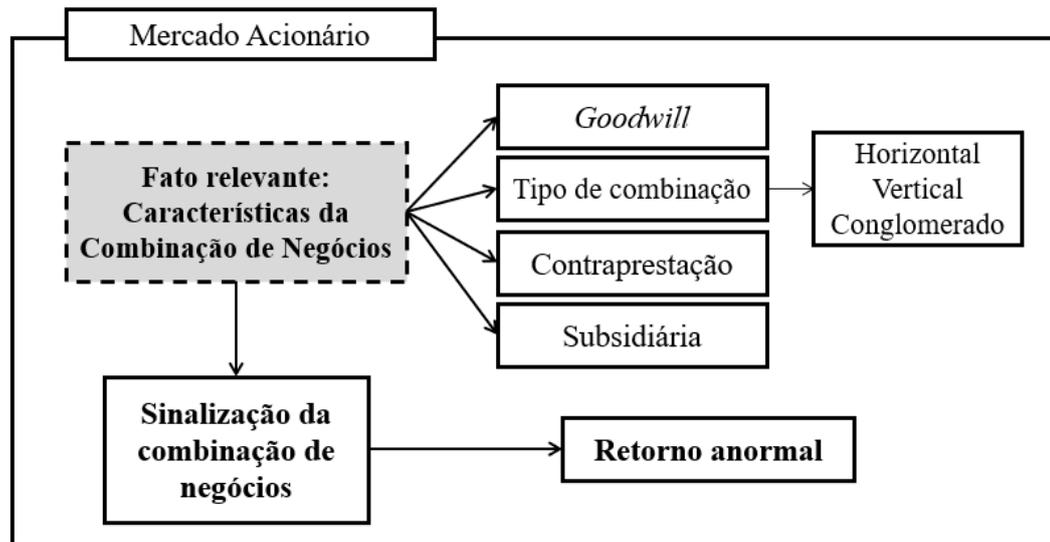


Figura 7. Desenho da pesquisa – Objetivo (ii)

Em suma, níveis altos de *goodwill* podem aumentar ganhos futuros ou indicar pagamento em excesso (Paugam et al., 2015), além disso, o tipo de transação pode influenciar a forma como o mercado reage (Chatterjee, 1986). A contraprestação interfere no risco sistêmico da empresa (Tanna & Yousef, 2019), o que pode influenciar o investidor, além de não se encontrar pesquisas com foco na subsidiária como adquirente, justificando, assim, a importância de verificar essas características dos fatos relevantes das combinações de negócios sinalizadas ao mercado e seu retorno anormal.

3.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.3.1 Amostra da pesquisa

A pesquisa tem como amostra as empresas listadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão (B3) que emitiram ao mercado acionário um fato relevante com a intenção de combinação de negócios. Para isso, foi estipulado o período de 2010 a 2021, referente ao lapso temporal disponível para a coleta, partindo da adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil.

As datas do fato relevante foram coletadas no *software* da Refinitiv, de modo que a amostra inicial foi de 9.452 observações. Em seguida, os fatos relevantes foram coletados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Após a exclusão de empresas que não estavam listadas na bolsa de valores (7.595 observações), dos fatos não encontrados (300 observações), das recompra de ações, duplicados, que não faziam referência à combinação de negócios ou se referiam à conclusão da transação (776 observações), chegou-se a uma amostra final de 781 observações que estão distribuídas nos anos conforme a Tabela 10.

Tabela 10 - Amostra da pesquisa conforme característica da combinação de negócios

Descrição da amostra	Número observações
Observações iniciais	781
Exclusões	106
Observações finais	675
Características das Combinações de Negócios	
<i>Goodwill</i>	159
Conglomerado	136
Contraprestação	219
Subsidiária	143

Fonte: elaborada pela autora, 2023.

Foram excluídas 106 observações pela empresa adquirente não possuir cotação no período do fato relevante, isso pode ocorrer nos casos em que o *Initial Public Offering* (IPO) da empresa foi posterior à combinação de negócios ou o fechamento do capital aberto, ou, ainda, quando não se obteve o número de dias suficiente para o estudo de eventos.

Assim, a amostra final foi de 675 observações relativas ao fato relevante da intenção da combinação de negócios. Essas observações foram segregadas de acordo com a característica analisada: tipo de transação – conglomerado ou horizontal e vertical, informar expectativas de *goodwill*, método de pagamento (contraprestação) e se a adquirente é a controladora ou a subsidiária. Desse modo, 159 observações foram classificadas como informam o *goodwill*, 136 como conglomerado, 219 como contraprestação em caixa ou dinheiro e 143 como subsidiária sendo a adquirente da transação.

Cabe ressaltar que a informação de pagamento não estava disponível em 398 observações, de modo que das 675 somente 277 pontuaram o método de pagamento pretendido na combinação de negócios. Dessa maneira, atribuiu-se como método de pagamento em caixa/dinheiro aquelas que o pagamento em espécie correspondeu a maior parte da contraprestação ou único método de pagamento, sendo 219 das 277 observações.

3.3.2 Variáveis da Pesquisa e Estudos de Eventos

O retorno anormal busca medir os efeitos de determinado evento no valor da empresa (MacKinlay, 1997), desse modo, a metodologia do estudo de eventos foi aplicada para medir o efeito das características estudadas, conforme a Tabela 11.

As características da combinação de negócios foram coletadas nos fatos relevantes sinalizados ao mercado acionário. Conforme o CPC 15 (R1, 2011, p. 24), combinação de negócios “é uma operação ou outro evento por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação”. Assim, a definição do evento abordado é a aquisição do controle de outra entidade.

Tabela 11 – Variáveis da relação do retorno anormal e as características da combinação de negócios

Variável	Constructo	Fonte de Dados	Referências
Retorno anormal acumulado	Média do CAR estimado	Economatica	Bouzgarrou e Louhichii (2014); Chatterjee (1986).
<i>Goodwill</i>	<i>Dummy</i> 1 (um) quando informa expectativa de rentabilidade futura ou sinergia, e 0 (zero) caso contrário.	Fato relevante	Chukwu e Salifu (2018); Fraunhoffer e Schiereck (2012); Kode et al. (2003); Režňáková e Pěta (2018)
Conglomerado	<i>Dummy</i> 1 (um) quando a adquirente e adquirida forem de setores diferente, e 0 (zero) caso contrário.	Fato relevante	Avdasheva e Tsytsulina (2015); Chatterjee (1986)
Contraprestação	<i>Dummy</i> 1 (um) quando o método de pagamento for caixa, e 0 (zero) caso contrário.	Fato relevante	Bouzgarrou e Louhichii (2014); Paugam et al. (2015); Pimenta et al. (2015);
Subsidiária	<i>Dummy</i> 1 (um) quando a combinação de negócios for realizada pela subsidiária, e 0 (zero) caso contrário.	Fato relevante	Jaffe et al. (2015); Tanna e Yousef (2019).

Fonte: elaborada pela autora, 2023.

Após a definição de evento, foi delimitada a janela do evento e de estimação. A primeira foi composta por 11 dias, sendo a emissão do fato relevante a data zero e cinco dias antes (-5) e cinco dias depois (+5) (Avdasheva & Tsytsulina, 2015; Léger & Quach, 2009; Pimenta et al., 2015). Conforme MacKinlay (1997), abordar dias além do evento auxilia a capturar a reação caso haja antecipação do mercado ou o evento ocorra após o fechamento do pregão. Já para a janela de estimação se utilizou 30 dias antes da janela do evento (-6 ao -35) (Pimenta et al., 2015).

Em seguida, foram calculados os retornos: real, esperado e anormal. Para o retorno real, utilizou-se o regime de capitalização contínua (Krieck & Kayo, 2013; MacKinlay, 1997), de modo que se aproxime de uma distribuição normal em razão da fórmula logarítmica (Krieck & Kayo, 2013).

$$r = \ln(P_t / P_{t-1}) \quad (6)$$

em que r : taxa de retorno real; P_t : preço no período t ; P_{t-1} : preço no período $t-1$.

Para o retorno esperado, foi utilizado o modelo de mercado (Chatterjee, 1986), que terá como parâmetro o IBOVESPA, índice que mede o desempenho médio das cotações das ações negociadas na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

$$E(R)_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

em que α_i e β_i : parâmetros do modelo de mercado; $E(R)_{it}$: retorno da empresa i período t ; R_{mt} : retorno do mercado no período t ; ε_{it} : erro.

Como medida de robustez dos resultados, o retorno esperado também foi medido pelo modelo econômico *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (Tanna & Yousef, 2019), em que a precificação dos ativos utiliza uma taxa livre de risco, no caso, a taxa Selic.

$$E(R) = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad (8)$$

em que R_f : retorno do ativo sem risco; R_m : retorno esperado do portfólio do mercado.

Por fim, o retorno anormal foi medido pela diferença entre o retorno esperado (modelo de mercado e modelo de precificação de ativos) e o retorno real, sendo o CAR o somatório do retorno anormal (AR) durante a janela do evento.

$$AR_{it} = r_{it} - E(R) \quad (9)$$

em que AR_{it} : retorno anormal da empresa i no período t ; r_{it} : retorno real da empresa i no período t ; $E(R)_{it}$: retorno esperado da empresa i no período t .

Para testar as hipóteses, foi realizado o teste T em relação à significância do retorno anormal diário, tendo como base um nível de significância de 10%. Em seguida, os CAR foram segregados de acordo com a característica das hipóteses e efetuado o teste de Shapiro-Wilk, o que indicaram a não normalidade dos dados. Em razão da não normalidade dos dados, foi realizado o teste não paramétrico de Mann-Whitney para determinar a rejeição ou não das hipóteses.

A pesquisa está limitada pela negociação das ações na bolsa de valores brasileira, em razão de algumas não terem tido negociações durante toda a janela do evento, o que pode ter comprometido o resultado dele. Também foi limitada pelas informações expostas nos fatos relevantes, não sendo possível em todos eles coletar as características requeridas na pesquisa, visto não ser uma divulgação padronizada.

3.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Dentre os possíveis motivos para realizar uma combinação de negócios está a expectativa de resultados futuros, que pode derivar tanto da eficiência financeira e administrativa como da redução de capital (Chartterjee, 1986). Assim, ativos que não podem ser identificados e mensurados com confiabilidade são alocados ao *goodwill* e podem ser sinalizados na intenção de aquisição do controle a expectativa futura que a adquirida proporcionará à adquirente.

Apesar de indicar a redução da assimetria informacional ao comunicar ao mercado essa estimativa (Fraunhoffer & Schiereck, 2012), apenas cinco das 675 empresas valoraram as sinergias futuras esperadas da combinação, podendo esse ser um dos motivos que levam o

investidor a desconfiar dos valores alocados no *goodwill*, como apontado por Pimenta et al. (2015). Entretanto, conforme o CPC 15 (R1, 2011), a alocação da contraprestação pode ocorrer em até um ano após o fechamento da aquisição, o que compromete o valor alocado ao *goodwill*.

Dentre as cinco empresas que informaram tanto o valor do *goodwill* como o valor da contraprestação, o percentual de alocação variou entre 14,93% e 83,33%. O mínimo pertence ao Banco Panamericano S.A. ao adquirir 100% da Brazilian Finance & Real Estate S.A.; já os 83,33% foram na aquisição de 100% da Zee Dog S.A. pela Pet Center Comércio e Participações S.A. (Petz). O estudo de Režňáková e Pěta (2018) encontrou uma média de 35% do valor alocado ao *goodwill* nas empresas tchecas, o que pode indicar uma prática comum das empresas no momento de alocação.

Embora apenas cinco das 675 empresas apresentarem valor do *goodwill*, 154 indicaram que a aquisição do controle da adquirida geraria sinergias que acarretariam benefícios econômicos futuros. Assim, para explorar a hipótese 5 sobre a sinalização do *goodwill*, as observações foram segregadas em com e sem *goodwill*, conforme a Tabela 12.

Tabela 12 - Estatísticas descritivas conforme a característica *Goodwill*

	Variável	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<i>Goodwill</i>	CAR0	159	0,0187	0,0755	0,0127	-0,2347	0,3331
	CAR5	159	0,0205	0,1043	0,0166	-0,2784	0,4096
	CAPM0	159	0,0178	0,0743	0,0069	-0,2511	0,2949
	CAPM5	159	0,0188	0,0991	0,0060	-0,2443	0,3861
Sem <i>Goowill</i>	CAR0	516	0,0017	0,0688	-0,0006	-0,3160	0,4123
	CAR5	516	0,0085	0,1011	0,0058	-0,6206	0,3606
	CAPM0	516	0,0054	0,0602	-0,0003	-0,2474	0,4004
	CAPM5	516	0,0153	0,0854	0,0075	-0,3518	0,3899

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento (D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

A média dos retornos anormais, tanto pelo modelo de mercado quanto pelo modelo de precificação de ativos, das adquirentes que sinalizaram o valor ou a expectativa de *goodwill* foi superior àquelas que não informaram. Entretanto, o valor máximo do retorno anormal acumulado foi superior apenas ao final da janela de cinco dias (CAR5). Observa-se ainda que a mediana dos fatos relevantes foi positiva, o que pode indicar que aqueles que sinalizaram o *goodwill* obtiveram retorno anormal em maioria positivo, enquanto os que não divulgaram obtiveram retorno anormal negativo no dia do evento (CAR0 e CAPM0).

O retorno anormal médio no dia do evento (data zero) dos fatos relevantes que sinalizaram o *goodwill*, pelo modelo de mercado, chegou a 1,30% de retorno positivo, como se

observa na Figura 8. Considerando as 104 observações significativas (das 159), o retorno anormal médio foi de 1,68%. Em contrapartida, os que não evidenciaram o *goodwill* (significativos ou não) ficaram próximos dos 0,2% no dia do evento e negativo ao final da janela.

Pelo modelo de precificação de ativos, o retorno anormal médio diário no dia do evento nas empresas que sinalizaram o *goodwill* foi 1,29% para as 159 observações e 1,44% para as 96 observações significativas (*p-value* de até 10%). Já nas que não sinalizaram ficou em torno de 0,31% e 0,43% para observações (576) e as significativas (286), respectivamente. Da mesma forma, ao final da janela, os retornos das que sinalizaram foi superior àquelas sem a informação.

Assim, pode-se corroborar Kode et al. (2003) ao indicar que as transações que não sinalizaram sinergia podem ser consideradas como falhas na avaliação, o que pode indicar o retorno anormal negativo. Os resultados também reforçam Fraunhofer e Schiereck (2012) ao mostrar um retorno anormal positivo para as empresas europeias com *goodwill*.

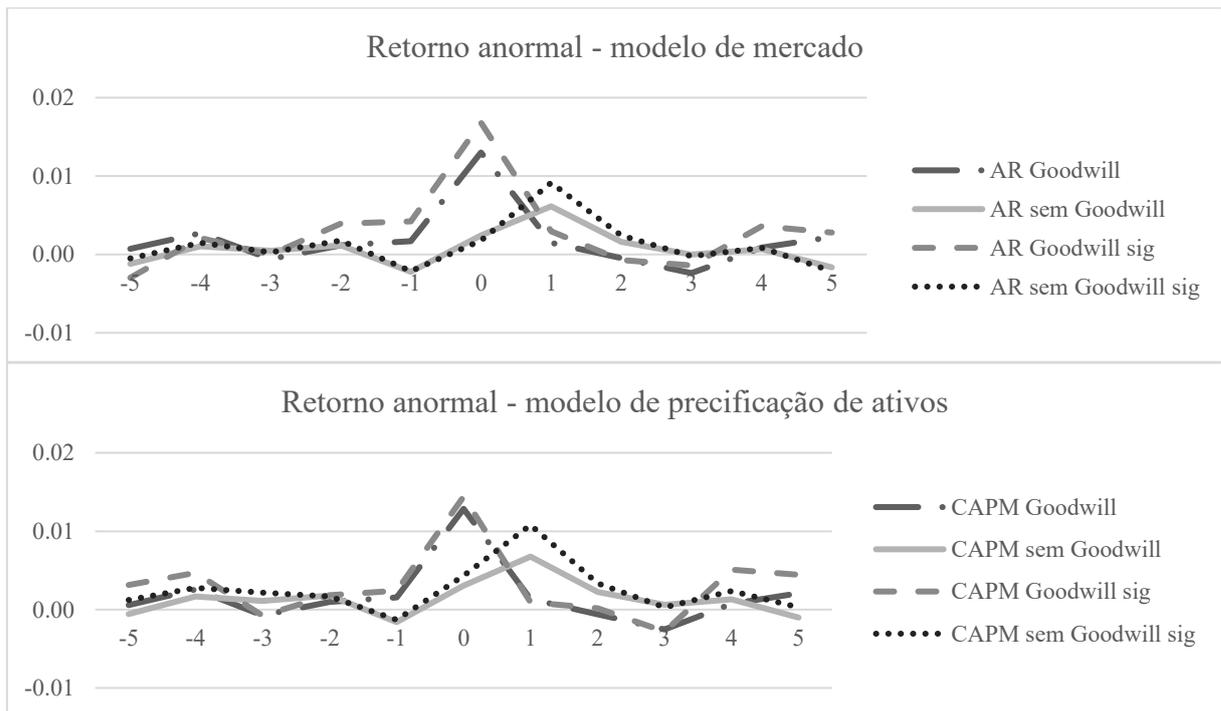


Figura 8. Retorno anormal médio diário da característica *goodwill*

Para verificar se o efeito no retorno anormal das empresas que sinalizaram o *goodwill* foi superior, inicialmente, realizou-se o teste Shapiro-Wilk para a normalidade dos dados, que resultou na não normalidade. Assim, o teste Mann-Whitney foi realizado por serem dados não paramétricos, conforme a Tabela 13.

Tabela 13 - Teste de média de Mann-Whitney para a característica *goodwill*

Variável	CAR0	CAR5	CAPM0	CAPM5
<i>Goodwill</i>				
Sem <i>Goodwill</i>	0,0057	0,4689	0,0325	0,9392

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento (D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

O resultado do teste Mann-Whitney indicou que no dia do evento (CAR0 e CAPM0) os retornos anormais dos grupos são diferentes, e que a sinalização do *goodwill* possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas em que não há tal sinalização, não rejeitando, assim, a hipótese 5. Dessa forma, o estudo ratifica os achados de Fraunhoffer e Schiereck (2012) sobre a reação favorável do mercado ao anúncio da aquisição, com estimativa de sinergias.

O fato de as empresas evidenciarem uma possível sinergia de benefícios econômicos futuros pode ser um dos motivos de elas continuarem a realizar combinações de negócios, assim como indicado por Kode et al. (2003). A pesquisa, ao indicar que o registro de um possível *goodwill* é relevante para o mercado, ainda complementa os resultados de Hirschey e Richardson (2002), que apontaram a baixa do *goodwill* como um sinal relevante para o mercado norte americano.

Segundo Sarfati e Shwartzbaum (2013) um meio de criar sinergias é pelo tipo de transação de aquisição. Isso porque, quando uma empresa adquire outra de setor diferente (conglomerado), está diminuindo o seu risco (Lubatkin, 1983). Assim, torna-se interessante analisar a reação do mercado sobre como as aquisições do tipo conglomerado são percebidas pelos investidores e realizar a comparação com as transações do tipo horizontal e vertical, conforme a hipótese 6.

Das 675 observações, foram encontradas 136 combinações de negócios em que a adquirente e a adquirida eram de setores diferentes. A Tabela 14 contém a estatística descritiva.

Tabela 14 - Estatísticas descritivas conforme a característica tipo de aquisição

Variável	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	
Conglomerado	CAR0	136	0,0058	0,0865	0,0070	-0,3160	0,4123
	CAR5	136	0,0248	0,1150	0,0203	-0,4093	0,3606
	CAPM0	136	0,0046	0,0758	-0,0022	-0,2511	0,2670
	CAPM5	136	0,0226	0,1001	0,0174	-0,3328	0,3899
Horizontal e Vertical	CAR0	539	0,0057	0,0663	0,0008	-0,2696	0,3331
	CAR5	539	0,0079	0,0981	0,0029	-0,6206	0,4096
	CAPM0	539	0,0093	0,0607	0,0016	-0,2020	0,4004
	CAPM5	539	0,0145	0,0857	0,0063	-0,3518	0,3861

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento

(D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

Pode-se observar que o retorno anormal médio no dia do evento (CAR0 e CAPM0) para ambos os tipos são parecidos, porém, ao final da janela (CAR5 e CAPM5) o retorno anormal médio do tipo conglomerado é superior ao do tipo horizontal e vertical. Conforme a mediana, pode-se dizer que, com exceção do CAPM0, a maior parte dos retornos anormais foi positiva. Já pelo mínimo e máximo, observa-se que houve bastante variação, sendo opostos em alguns casos.

Ao longo da janela analisada, percebe-se que, pelo modelo de mercado, as principais alterações foram no dia seguinte ao evento, em que a média do retorno anormal diário para as transações do tipo conglomerado foi de 1,78% para as observações significativas (88 observações das 136) e 1,09% para a amostra geral, conforme a Figura 9.

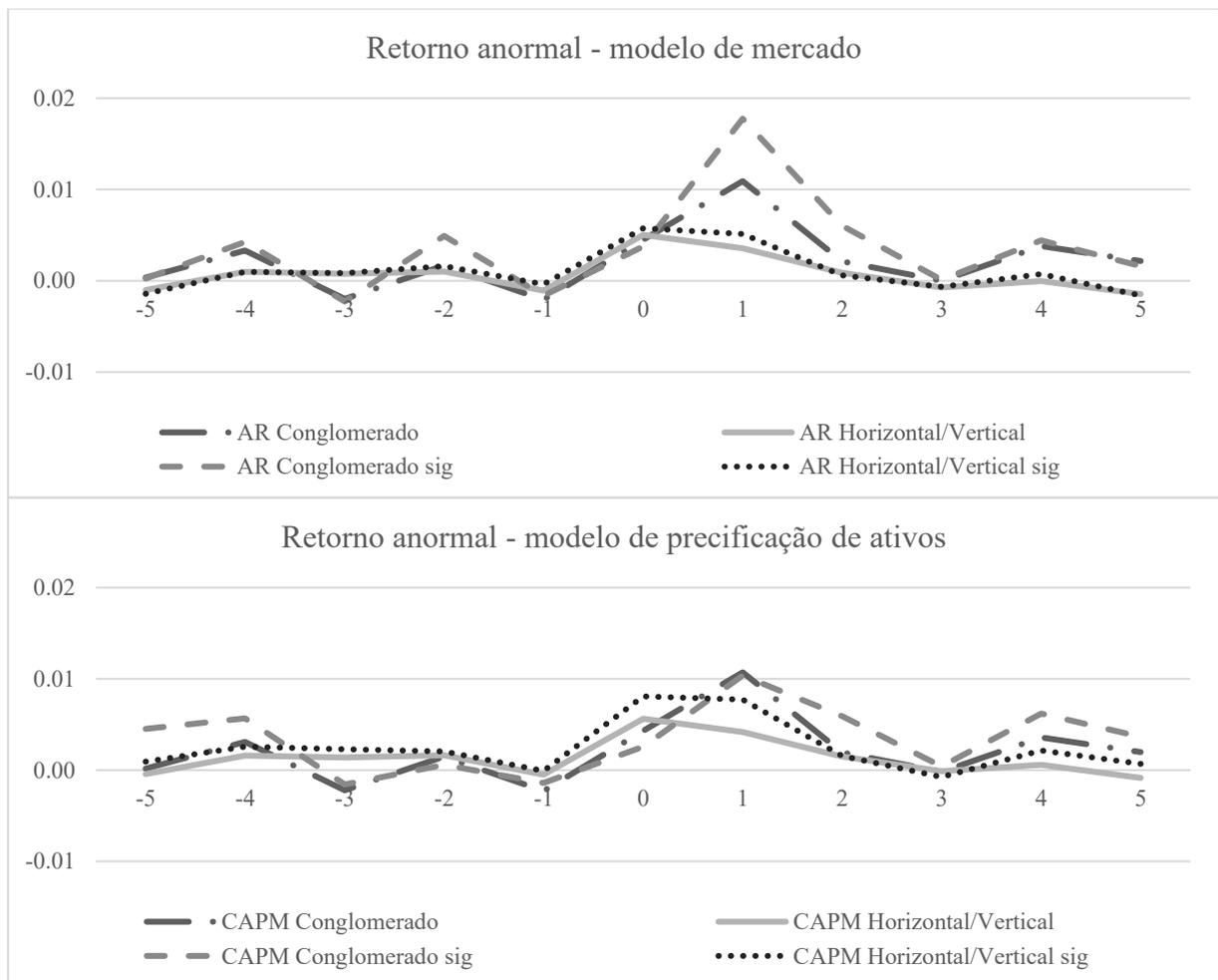


Figura 9. Retorno anormal médio diário da característica tipo de aquisição

Ainda, pelo modelo de mercado, pode-se perceber que, no dia anterior à divulgação do evento, os dados encontram-se próximos a -0,13%. Já no dia do evento, como observado

pela média, os pontos também são próximos, sendo que as transações horizontais e verticais estão cerca de 0,10% acima das transações do tipo conglomerado. Ao final da janela estudada, o conglomerado também se mostra superior, corroborando Chartterjee (1986), apesar de o retorno anormal encontrado por esse autor estar acima de 10%.

Pelo modelo de precificação de ativos, assim como o outro modelo, houve comportamento similar ao longo da janela explorada. No dia anterior ao evento, os retornos anormais médios concentram-se próximos ao retorno nulo (0%), e as transações do tipo conglomerado são inferiores. No dia do evento, no entanto, continuam inferiores, mas passam a ser positivas, sendo 0,43% para a amostra geral e 0,26% para os 86 eventos significativos dos 136.

Assim como o retorno anormal pelo modelo de mercado, para o modelo de precificação de ativos no dia posterior ao evento (D1), o tipo conglomerado supera o tipo horizontal e vertical, de modo que, enquanto o conglomerado proporciona um retorno anormal superior ao dia zero (D0), nos outros houve um recuo do retorno.

Para verificar se o retorno anormal do tipo conglomerado foi superior ao do tipo horizontal e vertical, foi realizado o teste não paramétrico de Mann-Whitney, conforme a Tabela 15, visto que os dados foram não normais, de acordo com o teste de Shapiro-Wilk.

Tabela 15 – Teste de média de Mann-Whitney para a característica tipo de aquisição

Variável	CAR0	CAR5	CAPM0	CAPM5
Conglomerado	0,5481	0,0339	0,5606	0,1910
Horizontal e Vertical				

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento (D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

Nota-se que apenas o modelo de mercado ao fim da janela (CAR5) foi significativo, indicando superioridade no retorno anormal do tipo conglomerado em relação ao horizontal e vertical. Considerando isso, a hipótese 6, que versa sobre a sinalização do fato relevante da combinação de negócios do tipo conglomerado possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas classificadas como horizontal ou vertical, é rejeitada.

Assim, os resultados corroboram Clougherty e Duso (2011) no contexto norte americano e concordam, parcialmente, com Avdasheva e Tsytulina (2015) ao indicarem que as transações horizontais e verticais podem beneficiar as adquirentes russas com a redução da competitividade, e isso faz com que o retorno anormal seja positivo. O fato de esse tipo de

transação ser positivo já foi observado por Sarfati e Shwartzbaum (2013) quando encontraram que, tratando-se do setor educacional, há retornos anormais positivos.

Além disso, o estudo reafirma Chartterjee (1986) em razão do retorno positivo para as aquisições do tipo conglomerado. Os resultados da presente pesquisa mostram que ambos os tipos de transações impactam positivamente o mercado, sem distinção entre elas.

O método de pagamento pode indicar tanto uma supervalorização como uma subvalorização da contraprestação (Bouzgarrou & Louhichii, 2015). Apesar de ser um indicativo, nem sempre é evidenciada pelas empresas nos fatos relevantes, porque das 675 observações, 277 indicaram o método de pagamento que seria utilizado para a contraprestação. A Tabela 16 apresenta a estatística descritiva dessas observações, segregadas em caixa e outros. Observa-se que boa parte das empresas que divulga o método de pagamento o faz em caixa/dinheiro, fato já observado por Goddard, Molyneux e Zhou (2012) em mercados emergentes. As outras formas de pagamento decorrem, principalmente, de financiamentos e da entrega de ações, mas também foram pontuados pagamentos em aço, troca de ações, assunção de dívidas, notas promissórias e contingências.

Tabela 16 – Estatísticas descritivas conforme a característica contraprestação

	Variável	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
Caixa	CAR0	219	0,0031	0,0597	0,0004	-0,1959	0,1836
	CAR5	219	0,0094	0,0897	0,0056	-0,2855	0,3057
	CAPM0	219	0,0061	0,0580	0,0008	-0,2474	0,2012
	CAPM5	219	0,0148	0,0884	0,0077	-0,3328	0,3899
Outros	CAR0	58	0,0179	0,0936	0,0027	-0,2336	0,3331
	CAR5	58	0,0205	0,1597	0,0086	-0,6206	0,4096
	CAPM0	58	0,0255	0,0804	-0,0004	-0,0957	0,2949
	CAPM5	58	0,0345	0,1276	0,0244	-0,2852	0,3861

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento (D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

A mediana da contraprestação foi majoritariamente positiva, tendo a média do retorno anormal positiva tanto para o caixa como para os outros métodos. A média dos outros tipos de pagamentos foi superior ao caixa no dia do evento (CAR0 e CAPM0) e ao fim da janela do evento (CAR5 e CAPM5). A Figura 10 mostra o comportamento do retorno anormal médio diário das observações ao longo da janela do evento.

Observa-se que, pelo modelo de mercado, o método de pagamento outros, quando significativo em 10% (38 das 58 observações), proporcionou um retorno de 1,90%, enquanto o caixa foi 1,58% e 1% para as significativas (143 das 219 observações). Na continuidade da

janela, percebe-se que, dois dias depois do evento, o retorno inverte, fazendo com que as observações significativas do pagamento em caixa continuem positivas 0,35%, enquanto os outros tipos de pagamentos fiquem negativos (-0,75%).

Pelo modelo de precificação de ativos, o retorno anormal médio diário dos outros métodos de pagamento também se mostra superior em três pontos percentuais ao pagamento em caixa (3,78% contra 0,70% para a amostra significativa em 10%). Das 38 de 58 observações significativas de outros métodos mostraram-se positivas ao longo da janela pós-evento, enquanto as 122 observações de 219 do pagamento em caixa no terceiro dia pós-evento obtiveram um retorno negativo e próximo a zero nos dias seguintes.

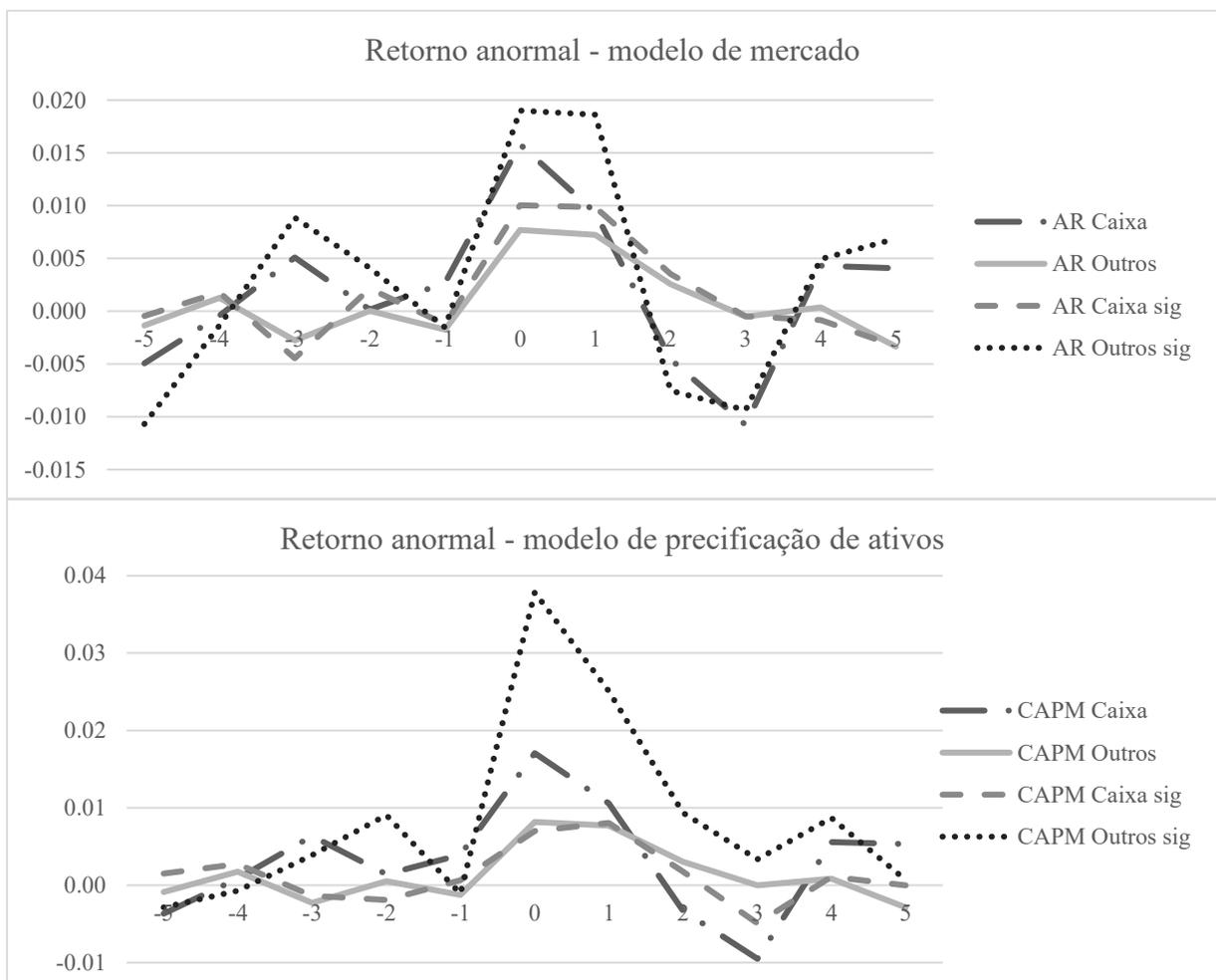


Figura 10. Retorno anormal médio diário da característica contraprestação

Os resultados contrariam Bouzgarrou e Louhichii (2015) em relação a não significância de outros métodos de pagamentos das empresas francesas, mas ratificam o retorno anormal positivo para o pagamento em dinheiro. Ao comparar os dois grupos pelo teste não

paramétrico de Mann-Whitney, devido a não normalidade dos dados, observou-se que em nenhum momento foi significativo, conforme demonstrado na Tabela 17.

Tabela 17 – Teste de média de Mann-Whitney para a característica contraprestação

Variável	CAR0	CAR5	CAPM0	CAPM5
Contraprestação em dinheiro	0,6714	0,9484	0,3498	0,5723
Financiamento, parcelado ou ações				

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento (D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

Isso indica que o método de pagamento para a referida amostra não se mostrou superior ao outro, de modo que a hipótese 7 sobre a sinalização do fato relevante da combinação de negócios com a contraprestação em dinheiro possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas classificadas como financiamento, parcelado ou ações foi rejeitada.

Embora na data zero (D0) o retorno anormal médio diário tenha sido positivo para o pagamento em dinheiro, corroborando Neeth et al (2019) e Tanna e Yousef (2019), o retorno anormal para outros métodos de pagamento também foi positivo, o que contraria o resultado dos autores, porque o mercado brasileiro observou como positivo ambos os métodos de pagamentos, o que pode indicar que o fato de a empresa divulgar essa informação é visto como benéfico pelo mercado, dado a baixa divulgação do método de pagamento encontrado.

O método de pagamento em dinheiro ser positivo ratifica os resultados de Lusiana e Sherif (2016) ao apontar que esse método junto ao setor adquirido pode indicar uma oportunidade para as empresas do setor de tecnologia da informação norte americanas. Nesse quesito, os achados contrariam Malmendier et al. (2018), que afirmaram que proporcionaria baixo desempenho futuro para as empresas norte americanas.

Os achados ainda contrapõem os resultados da pesquisa de Donnelly e Hajbaba (2014), visto que o retorno anormal das combinações de negócios pagas em dinheiro não foi superior aos outros métodos. Os autores indicaram que isso é percebido em mercados otimistas, o que pode indicar que o mercado acionário brasileiro não estaria em tendência de alta. Os resultados ainda contrariam Goddard et al. (2012), que teve o retorno anormal em dinheiro negativo, indicando que o mercado de países emergentes não visualiza o pagamento em dinheiro como excessivo ou com implicações tributárias.

A combinação de negócios pode ter como adquirente uma controlada, em que a controladora, por ter reflexos na consolidação das empresas, sinaliza o fato relevante. Das 675

observações, 143 referem-se a controladas que adquiriram o controle de outra entidade por meio de combinação de negócios. A Tabela 18 mostra a estatística descritiva desse grupo.

Tabela 18 – Estatísticas descritivas conforme a característica subsidiária

	Variável	Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
Subsidiária	CAR0	143	0,0064	0,0625	0,0039	-0,2696	0,1836
	CAR5	143	0,0086	0,1034	0,0031	-0,5494	0,2825
	CAPM0	143	0,0089	0,0580	0,0029	-0,1618	0,2324
	CAPM5	143	0,0130	0,0902	0,0034	-0,3518	0,3280
Controladora	CAR0	532	0,0055	0,0728	0,0009	-0,3160	0,4123
	CAR5	532	0,0121	0,1016	0,0087	-0,6206	0,4096
	CAPM0	532	0,0082	0,0656	0,0010	-0,2511	0,4004
	CAPM5	532	0,0170	0,0884	0,0089	-0,3328	0,3899

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: CAR0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado no dia do evento (D0). CAR5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de mercado significativo ao fim da janela do evento (D5). CAPM0 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos no dia do evento (D0). CAPM5 – Retorno anormal acumulado pelo modelo de precificação de ativos significativo ao fim da janela do evento (D5).

Observa-se que no dia do evento (CAR0 e CAPM0) a média do retorno anormal da subsidiária e da controladora são próximos, porém, ao final da janela (CAR5 e CAPM5), o retorno anormal para a controladora é superior ao da subsidiária. Pode-se notar que o retorno anormal máximo da controladora é superior no dia do evento e ao final da janela estudada, tanto pelo modelo de mercado como pelo modelo de precificação de ativos.

Conforme a Figura 11, observa-se que os retornos anormais médios diários em ambos os modelos foram similares ao longo da janela. Quando se considera apenas as observações significativas pelo modelo de mercado, sendo 95 para as subsidiárias e 343 para as controladoras, nota-se que no dia do evento (D0) as subsidiárias têm um retorno anormal médio de 0,64%, enquanto as controladoras, de 0,14%. Mas, no dia seguinte (D1), houve uma inversão, tendo as controladoras 0,85% contra 0,74% das subsidiárias.

Já pelo modelo de precificação de ativos, o retorno anormal médio diário das controladoras após o evento foi superior ao das subsidiárias. Ressalta-se que no dia seguinte ao evento o retorno anormal foi próximo, sendo 0,84% contra 0,82%. E, ao final da janela (D5), foi disperso, diferentemente do modelo de mercado, sendo os fatos relevantes da aquisição realizada pela subsidiária negativos (-0,13%), enquanto o da controladora foi positivo (0,21%).

Considerando o fato de que 95 das 143 observações pelo modelo de mercado e 87 das 143 observações pelo modelo de precificação de ativos teve significância estatística (*p-value* de até 0,10) no cálculo do retorno anormal diário, a hipótese 8 sobre a sinalização do fato relevante de combinação de negócios feita por uma subsidiária da controladora possui efeito no retorno anormal da empresa adquirente não foi rejeitada.

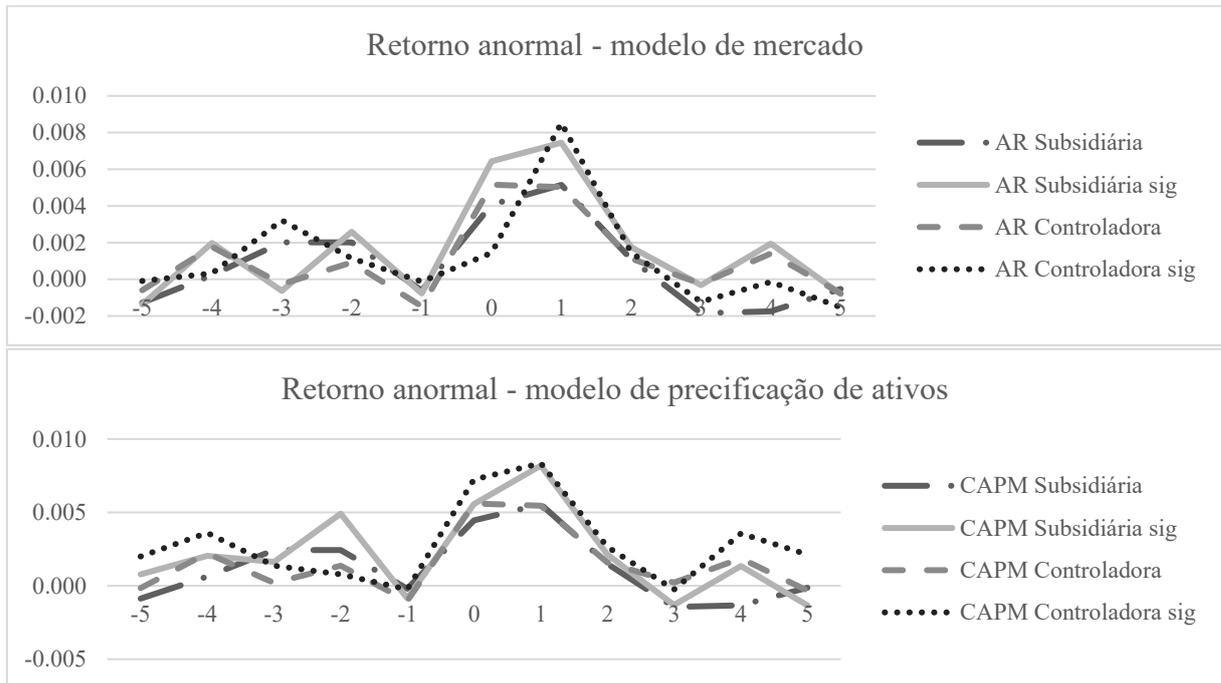


Figura 11. Retorno anormal médio diário da característica subsidiária

Os estudos de Jaffe et al. (2015) e Tanna e Yousef (2019) exploraram a subsidiária como polo passivo da transação e encontraram que o mercado reage de modo positivo por conta da redução da assimetria informacional. Pode-se dizer que expandem as pesquisas no sentido de a reação do mercado ser favorável quando a subsidiária for a adquirente e isso ser sinalizado ao mercado por meio da controladora, contribuindo para a redução da assimetria entre empresa e investidores.

De modo geral, percebe-se que o mercado acionário reage pelas características sinalizadas no fato relevante. Porém, nem todas de forma positiva, o que torna essencial a divulgação das informações de forma tempestiva para que o investidor atualize suas premissas e tome a decisão sobre onde investir.

3.5 CONCLUSÃO

Este estudo examinou o efeito da sinalização das características da combinação de negócios por meio do fato relevante no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Para isso, utilizou-se uma amostra de 675 fatos relevantes com a intenção de combinação de negócios e realizou-se a segregação de acordo com a característica: tipo de transação (conglomerado; vertical e horizontal), com ou sem informação sobre o *goodwill*, método de pagamento (dinheiro/caixa e outros) e se a adquirente é subsidiária ou controladora.

Quanto aos fatos relevantes em si, pode-se observar que a sinalização é baixa, de modo que as empresas se limitam a divulgar o nome da adquirida e o percentual que pretende adquirir. Informar se a assembleia ou o Conselho Administrativo de Defesa Econômica já aprovou a aquisição também tem uma divulgação baixa. O valor da contraprestação é informado, entretanto, o método de pagamento não. Isso pode provocar desconfiança no investidor perante as aquisições, como apontado por Paugam et al. (2015).

Cabe ressaltar que a sinalização dessas informações reduz a assimetria informacional entre investidor (usuário externo) e empresa, o que indica que, quando vista como positiva, o mercado reagirá favoravelmente. Porém, para que isso ocorra, o gestor precisa considerar que toda combinação de negócios é relevante e material, visto que, ao julgar como não relevante, não há a disponibilização de informações de forma tempestiva. Desse modo, fica a ressalva de melhorias quanto às informações disponibilizadas pelas empresas.

Quanto às características analisadas, pode-se observar que a sinalização de *goodwill*, ainda que não se identifique um possível valor para alocação, foi bem-visto pelo mercado, e que as empresas que optam por informar que haverá um benefício econômico futuro têm um retorno anormal superior àquelas que não divulgam.

Em relação à contraprestação, o fato de divulgar o método de pagamento foi considerado positivo pelo mercado, independentemente de ser em dinheiro, financiamento, ações ou outros. Isso pode decorrer da falta de sinalização das informações nos fatos relevantes, fazendo os investidores considerarem a informação do método e não o tipo de método e uma possível supervalorização ou subvalorização da contraprestação, como Bouzgarrou e Louhichii (2015) indicaram ocorrer pela forma de pagamento.

O tipo de transação, se conglomerado, visando reduzir o risco da empresa, ou horizontal e vertical, aspirando a redução de custos ou a concorrência (Brothers et al., 1998), evidenciou no primeiro dia após o fato relevante um retorno anormal superior do conglomerado. Porém, ambos possuem retornos positivos e significativos, o que indica que, no cenário brasileiro, a prática de aquisição de outra entidade, seja ela do mesmo setor ou não, é vista como benéfica por trazer retornos futuros.

A característica da adquirente, se subsidiária e controladora, evidenciar o fato relevante da intenção de combinação de negócios foi visto como positivo para o mercado. Primeiro, em razão de o mercado não ver distinção entre ser uma aquisição da controladora ou da subsidiária. Segundo, porque reduz a assimetria informacional que impactará o desempenho consolidado da controladora.

A reação do mercado acionário às características da combinação de negócios pode ser observada como uma forma dos investidores indicarem aos gestores que consideram positiva essa sinalização, fazendo com esses sinais sejam emitidos com maior frequência. Destarte, conclui-se que o mercado acionário brasileiro considera a sinalização das informações acerca das combinações de negócios, principalmente se forem relacionadas à expectativa de benefícios futuros. Indicando que as sinalizações das características das combinações de negócios são relevantes para os investidores e auxiliam tanto na tomada de decisão como na expectativa de retornos anormais positivos.

Assim, a pesquisa contribuiu para a literatura, especialmente ao trazer as características das combinações de negócios e seu efeito no mercado acionário, explorando o efeito delas no retorno anormal sob enfoque a Teoria da Sinalização. Contribui do ponto de vista prático ao indicar aos gestores sobre a importância de sinalizar as combinações de negócios para que os investidores decidam se estão gerando valor com as novas aquisições. Como contribuição social, auxilia os pequenos investidores sobre o momento de especular acerca das combinações.

Os resultados limitam-se aos fatos relevantes divulgados na base de dados Refinitiv, bem como à divulgação das características analisadas. Limitam-se pela amostra não probabilística, ficando restritos ao país analisado. Como pesquisas futuras, sugere-se analisar o desempenho pós-combinação de negócios, comparando em grupos de acordo com as características abordadas nesta pesquisa.

REFERÊNCIAS

- Avdasheva, S., & Tsytsulina, D. (2015). The effects of M&As in highly concentrated domestic vis-à-vis export markets: By the example of Russian metal industries. *Research in International Business and Finance*, 34, 368-382. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.008>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Berkovitch, E., & Narayanan, M.P. (1993), Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 28(3), 347-362. <https://doi.org/10.2307/2331418>
- Bouzgarrou, H., & Louhichii, W. (2014). Does the financing decision help to understand market reaction around mergers and acquisitions?. *Journal of Applied Business Research*, 30(2), 465-478. <https://doi.org/10.19030/jabr.v30i2.8418>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2018). Fusões, controle corporativo e governança. *Princípios de Finanças Corporativas*. (12 ed, parte 10, p.771-773, Trad Ronald Saraiva de Menezes). AMGH Editora Ltda.

- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic management journal*, 7(2), 119-139. <https://doi.org/10.1002/smj.4250070203>
- Chuang, K. S. (2018) Glamour versus value, market timing and firm performance: evidence from mergers and acquisitions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51, 967–1003. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0694-1>
- Chukwu, G. J., & Salifu, D. (2018). Purchased goodwill and financial performance of banks in Nigeria. *IOSR Journal of Business and Management*, 20(10), 52-58. <https://doi.org/10.9790/487X-2010025258>
- Clougherty, J. A., & Duso, T. (2011). Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies. *Strategic Organization*, 9(4), 310-335. <https://doi.org/10.1177/1476127011421536>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Donnelly, R., & Hajbaba, A. (2014). The acquisition puzzle and mispricing: Evidence of over-optimism. *International Journal of Managerial Finance*, 10(4), 470-493. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2012-0001>
- Dranev, Y., Frolova, K., & Ochirova, E. (2019). The impact of fintech M&A on stock returns. *Research in International Business and Finance*, 48, 353-364. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.01.012>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fraunhofer, R., & Schiereck, D. (2012). Consolidation and communication in European energy markets. *International Journal of Energy Sector Management*, 6(4), 534-557. <https://doi.org/10.1108/17506221211282028>
- Goddard J., Molyneux P. & Zhou T. (2012) Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 18(5), 419-438. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2011.601668>
- Hirschey, M., & Richardson, V. J. (2002). Information content of accounting goodwill numbers. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21(3), 173-191. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(02\)00048-0](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(02)00048-0)
- Jaffe, J., Jindra, J., Pedersen, D., & Voetmann, T. (2015). Returns to acquirers of public and subsidiary targets. *Journal of Corporate Finance*, 31, 246-270. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.005>
- Kode, G. V. M., Ford, J. C., & Sutherland, M. M. (2003). A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature. *South African Journal of Business Management*, 34(1), 27-38.
- Kriek, P. A., & Kayo, E. K. (2013). Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-17.
- Léger, P. M., & Quach, L. (2009). Post-merger performance in the software industry: The impact of characteristics of the software product portfolio. *Technovation*, 29(10), 704-713. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2009.05.016>
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*, 8(2), 218-225. <https://doi.org/10.5465/amr.1983.4284724>
- Lubatkin, M., & O'Neill, H. (1988). Merger strategies, economic cycles, and stockholder value. *Interfaces*, 18(6), 65-71. <https://doi.org/10.1287/inte.18.6.65>

- Lusyana, D., & Sherif, M. (2016). Do mergers create value for high-tech firms? The hounds of dotcom bubble. *The Journal of High Technology Management Research*, 27(2), 196-213. <http://dx.doi.org/10.1016/j.hitech.2016.10.009>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Malmendier, U., Moretti, E., & Peters, F. S. (2018). Winning by losing: Evidence on the long-run effects of mergers. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3212-3264. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy009>
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and business Research*, 18(69), 47-56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Neethu T C, Viswanathan R., Arun T C, Parveen J. (2019). Behavioral Perspective on Investor's Reaction to Mergers and Acquisitions Announcements. *International Journal of Recent Technology and Engineering*, 8(2S4), 334-336. <https://doi.org/10.35940/ijrte.B1063.0782S419>
- Paugam, L., Astolfi, P., & Ramond, O. (2015). Accounting for business combinations: Do purchase price allocations matter?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 362-391. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.003>
- Pimenta, M. M., Marques, J. A. V. D. C., & Macedo, M. A. D. S. (2015). Retornos anormais versus criação de valor e sinergias operacionais de firmas brasileiras envolvidas em combinações de negócios. *Pensar Contábil*, 17(64) 30-38.
- Pronunciamento Técnico CPC 15, de 3 de junho de 2011. Combinação de Negócios. Recuperado de static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2013.pdf
- Režňáková, M, & Pěta, J. (2018). The factors driving the synergy value in mergers of mechanical engineering companies in the Czech Republic. *Journal of International Studies*, 11(3), 239-254. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2018/11-3/19>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2002). *Administração financeira*. (2 ed, cap 30). São Paulo: Atlas.
- Sarfati, G., & Shwartzbaum, A. (2013). Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 7(4), 1-23. <https://doi.org/10.12712/rpca.v7i4.11145>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355- 374. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>
- Stiglitz, J. E. (2000). The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *The quarterly journal of economics*, 115(4), 1441-1478. <https://doi.org/10.1162/003355300555015>
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *The American Economic Review*, 92(3), 460-501. <https://doi.org/10.1257/00028280260136363>
- Tanna, S., & Yousef, I. (2019). Mergers and acquisitions: implications for acquirers' market risk. *Managerial Finance*, 45(4), 545-562. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2018-0446>
- Truong, Y., Mazloomi, H., & Berrone, P. (2021). Understanding the impact of symbolic and substantive environmental actions on organizational reputation. *Industrial Marketing Management*, 92, 307-320. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2020.05.006>
- Tsalavoutas, I. (2011). Transition to IFRS and compliance with mandatory disclosure requirements: What is the signal?. *Advances in Accounting*, 27(2), 390-405. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.08.006>
- Wen, H., & Moehrl, S. R. (2016). Accounting for goodwill: An academic literature review and analysis to inform the debate. *Research in Accounting Regulation*, 28(1), 11-21. <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2016.03.002>

Woo, W.-S., Cho, S., Park, K.-H. & Byun, J. (2018). Excess offer premium and acquirers' performance. *Studies in Economics and Finance*, 35(3), 407-425. doi: <https://doi.org/10.1108/SEF-06-2016-0135>

4 SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS DA BAIXA DO *GOODWILL* ANTES E DEPOIS DA ADOÇÃO DAS NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE

RESUMO

O objetivo deste estudo é examinar o efeito da sinalização da amortização e da perda por *impairment* do *goodwill* no período pré e pós-adoção da IFRS na suavização de resultado em empresas brasileiras. Para isso, utilizou-se a metodologia do *income smoothing* (IS), com base no modelo de Eckel (1981), que capturou a suavização de resultados por meio do registro ou não das despesas do exercício. A amostra da pesquisa compõe-se de 181 empresas da bolsa de valores brasileira com pelo menos cinco anos listada e saldo na rubrica do *goodwill*, compreendendo 1.198 observações. O período analisado foi de 1991 a 2021, segregado em pré e pós adoção das normas internacionais. O período pré-IFRS compreende 1991 a 2008, entretanto para análise, utilizou-se 1997 a 2008, com enfoque no método de baixa do *goodwill* de amortização. O período pós-IFRS foi composto de 2011 a 2021 e analisado de 2014 a 2021, com enfoque no método de baixa do *goodwill* de *impairment test*. Os resultados indicam que, no período pré-adoção, a amortização não foi significativa, de modo que não está relacionada à prática de suavização de resultados, devido ao método de baixa sistêmica do *goodwill*, de baixo custo e sem julgamento. No período pós-adoção, o método de baixa por *impairment* foi positivo e significativamente relacionado com a suavização de resultados, o que indica que o julgamento no momento do teste de recuperabilidade pode interferir no reconhecimento ou não da perda do *goodwill*. Quando analisados em conjunto, o período pré e pós-adoção das normas internacionais, a variável amortização do *goodwill* não foi significativa, enquanto a variável *impairment* do *goodwill* foi positiva e significativa. Isso indica que, com a adoção das normas internacionais de contabilidade, o *goodwill* passa a ser um meio de gerenciar o resultado, especificamente, de suavização de resultados, em razão de o teste de recuperabilidade envolver um alto julgamento que proporciona ao gestor o momento oportuno de registrar a perda sem cometer fraude contábil. A pesquisa contribui com a Teoria da Sinalização em observar que a perda do *goodwill* será divulgada no momento que for mais benéfico, e, preenche a lacuna sobre o método de baixa do *goodwill* antes e após da adoção das normas internacionais.

Palavras-chaves: Gerenciamento de resultados, Suavização de resultados, *Goodwill*, *Impairment test*, Amortização.

4.1 INTRODUÇÃO

Escolhas contábeis podem influenciar diretamente o resultado líquido de uma empresa. Optar entre a depreciação acelerada ou o método linear e decidir pela média ponderada ou primeiro a entrar, primeiro a sair na mensuração de estoques são exemplos de escolhas contábeis que são permitidas pelas normas brasileiras e que podem influenciar os resultados conforme a decisão. Essas escolhas permitidas a partir da discricionariedade da legislação se diferem daquelas feitas de maneira ilícita – como lançamento de receitas inexistentes, por exemplo, comumente chamadas na literatura de gerenciamento de resultados (Niyama et al., 2015).

Tamanho, financiamento de dívidas, rentabilidade e estrutura de capital são incentivos para esse gerenciamento (Habib, 2005). A decisão de realizar a perda do *impairment* do

goodwill também pode ser um indicativo de gerenciamento de resultados (Abuaddous et al., 2014; Abughzaleh et al., 2011; Amaro et al., 2015; Choi & Nam, 2019; Cappellesso et al., 2017; Filip et al., 2015; Gonçalves et al., 2019). Isso ocorre em razão da subjetividade do teste ao calcular o valor em uso e o valor justo e o uso de taxas (Amaro et al., 2015; Avallone & Quagli, 2015) e o impacto direto no resultado do exercício (Wang et al., 2015).

O cenário de incertezas no momento que se calcula o valor recuperável e se decide se haverá o registro da perda é que torna o comportamento do gestor vulnerável ao gerenciamento de resultados (Garcia et al., 2020). Se, de um lado, a perda do *goodwill* reflete a má decisão do gestor ao adquirir outra companhia, afetando os resultados futuros da empresa (Chen et al., 2019), de outro, o reconhecimento da perda sinaliza aos usuários externos potenciais mudanças no valor da empresa e perspectivas futuras (Choi & Nam, 2019).

Dentre diversas metodologias de gerenciamento de resultados está a suavização de resultados (*income smoothing*), que permite que a volatilidade do resultado do exercício seja minimizada ao longo do tempo (Habib, 2005). Ou seja, os gestores utilizam um critério alternativo dentro dos princípios aceitos com o intuito de fazer os ganhos girarem em torno da tendência que reflete melhor suas opiniões sobre o desempenho futuro da empresa (Givoly & Ronen, 1981). Dessa forma, a utilização de *income smoothing* demonstra ao mercado acionário informações que refletem uma estabilidade econômica, reduzindo a incerteza e os riscos do mercado acionário devido às baixas oscilações (Amaro et al., 2015).

Segundo Cappellesso et al. (2017), a suavização de resultados é um indicativo para a magnitude do reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill*. Alves (2013) encontrou que o *impairment* do *goodwill* está positivamente relacionado ao gerenciamento de resultados. Schatt et al. (2016) acreditam ser interessante estudar a adoção das normas internacionais, visto que em alguns padrões houve grandes mudanças, e, conforme a literatura, nem sempre benéficas aos usuários. Além disso, em 2020, a *International Financial Reporting Standards* (IFRS) publicou uma discussão sobre combinação de negócios e *impairment test* em que um dos tópicos apontava uma possível volta da amortização para o *goodwill*. Em janeiro de 2022, um novo plano de discussão foi aberto, agora focando a mensuração e a divulgação do *goodwill* (IFRS, 2023). Em maio de 2023, os membros do IASB decidiram que não é viável projetar um novo teste de *impairment* com menor custo e que o modelo atual continua sendo o modelo mais eficaz (IFRS, 2023).

Na revisão de literatura sobre a divulgação do *goodwill* realizada por Carvalho et al. (2016), foi constatado que a maioria das empresas mostrou informações incompletas e com

ampla variedade sobre o que é divulgado, independentemente do desenvolvimento do mercado ou de mecanismos de fiscalização. Segundo os autores, isso reforça a crítica ao atual modelo de mensuração do *goodwill*. Garzella et al. (2020) argumentam que o padrão atual de reduzir o *goodwill* adquirido em uma combinação de negócios por meio do teste de recuperabilidade é um falso valor recuperável, porque se o *goodwill* for mantido ao longo do tempo sem nenhuma redução induz que ou o valor não caiu ou um novo valor foi criado ao longo do tempo.

À luz da Teoria da Sinalização, a suavização pode funcionar como um sinal para práticas contábeis pouco desenvolvidas (Habib, 2005). Além disso, no longo prazo, o resultado pouco volátil fornece indicativos de uma empresa forte e estável, e, conseqüentemente, possui melhores relações com seus investidores, credores, entre outros (Atik, 2009). Dessa forma, as empresas tendem a sinalizar a perda do *goodwill* em momentos oportunos, quando fosse favorável para a empresa e aumentando a qualidade das suas demonstrações, garantindo a não volatilidade do lucro e diminuindo a assimetria informacional (Spence, 1973).

Conforme Gonçalves et al. (2019), o resultado do período atual é sacrificado em detrimento do resultado futuro. Além disso, a variabilidade do resultado de uma empresa aumenta a assimetria informacional, diminuindo a capacidade preditiva dos resultados futuros, incentivando as empresas a sinalizarem informações que justifiquem essa variação (Kanagaretnam et al., 2005). De acordo com Kanagaretnam et al. (2005, p. 315), “a suavização de resultado é vista como um dispositivo de sinalização adicional para transmitir informações privadas favoráveis dos gerentes sobre suas empresas”.

Considerando as discussões propostas pelas normas internacionais e os estudos indicam que o *impairment* é utilizado no gerenciamento de resultados (Amaro et al., 2015; Cappellesso et al., 2017; Choi & Nam, 2019; Gonçalves et al., 2019), assim como a perda do *goodwill* (Abuaddous et al., 2014), e que quanto maior o *impairment*, maior o alisamento de resultados (Amaro et al., 2015). A pesquisa tem como objetivo examinar o efeito da sinalização da amortização e da perda por *impairment* do *goodwill* no período pré e pós-adoção da IFRS na suavização de resultado em empresas brasileiras.

A pesquisa justifica-se pela lacuna indicada por Choi e Nam (2019), na qual a questão do valor recuperável ou do método de amortização ser mais útil para os investidores permanecer sem resposta, isso porque, pelo método adotado pela IFRS, a decisão de reconhecer a perda está atrelada à administração e aos incentivos da empresa, além do fato de o *goodwill* ser um ativo não separável que é mensurado posteriormente pelo valor do fluxo de caixa projetado, que é

sensível às avaliações (Filip et al., 2015), fazer com que a pesquisa sobre gerenciamento de resultado seja um ponto importante a ser estudado.

O modelo de gerenciamento de resultados proposto por Eckel (1981), *income smoothing*, será utilizado em razão de captar a não volatilidade do resultado e se referir a um método que considera que as receitas não podem ser alteradas, mas as despesas podem ser reconhecidas de maneiras diferentes (Imhoff, 1977). Entre essas despesas está o *impairment* do *goodwill*, que, quando reconhecido, não pode ser revertido em exercícios futuros, levando o gestor a reconhecer esse *impairment* sempre que for favorável, como sugere a Teoria da Sinalização. Assim, contribui-se com a literatura de suavização de resultados do *goodwill*, bem como com a Teoria da Sinalização ao apontar como a baixa do *goodwill* pode ser observada como um sinal favorável à empresa.

Como contribuição prática, este estudo visa auxiliar, principalmente, órgãos reguladores e investidores. Primeiramente, como mencionado por Garcia et al. (2020), a perda por *impairment* do *goodwill* impacta as demonstrações contábeis e, conseqüentemente, afeta diversos usuários da informação. Em 2014, surgiu a discussão de retomar a amortização do *goodwill* (Schatt et al., 2016), em virtude de refletir melhor seu consumo, entretanto, em 2018, o conselho decidiu não considerar por hora essa reintrodução (d'Arcy & Tarca, 2018), mas a combinação de negócios e o reconhecimento do *goodwill* continuam sendo foco de debates. A reintrodução da amortização do ágio pode se dar pela forma como os gestores se utilizam das premissas e estimativas para manipular o valor recuperável do *goodwill*. Estudos que verificam se há um gerenciamento de resultado na perda por *impairment* do *goodwill* podem auxiliar o *International Accounting Standards Board* (IASB) na decisão de retomar ou não a amortização dele.

4.2 REFERENCIAL TEÓRICO

4.2.1 Teoria da Sinalização

A Teoria da Sinalização, inicialmente, foi desenvolvida por Spence, em 1973, que relaciona a educação do indivíduo com a decisão de ser contratado. Segundo Spence (1973), o contratante tem um cenário de incerteza em que baseia sua decisão nas informações sinalizadas no currículo, como o nível educacional. O nível educacional do indivíduo refere-se aos sinais que transmitem informações capazes de alterar as crenças, servindo como mecanismo de discriminação em um ambiente de assimetria informacional (Spence, 1973).

Reduzir o ambiente de incertezas provocado pela assimetria de informação pode ser descrito como o propósito da Teoria da Sinalização, e, apesar de ser elaborada no mercado de trabalho por Spence (1973), Morris (1987) introduz essa teoria na contabilidade ao indicar que o gestor tem informações que os fornecedores de capital não conhecem.

Conforme Connelly et al. (2011), o propósito da Teoria da Sinalização é transmitir informações positivas, concentrando seus esforços para que os sinais enviados ao mercado transmitam atributos positivos sobre a entidade. Entretanto, a transmissão de informações (sinais) faz com que o comportamento de quem as recebe (receptores) se modifique, de modo que alguns transmissores (sinalizadores) desejem transmitir as informações e outros não (Stiglitz, 2002).

No caso do *impairment* do *goodwill* indica um sinal negativo, pois demonstra aos receptores que as expectativas de benefícios futuros não se concretizarão. Porém, os sinalizadores não comunicam com a intenção de reduzir a assimetria informacional, mas, sim, como uma consequência não intencional (Connelly et al., 2011). Apesar de a informação sinalizada ter cunho negativo, ela pode ser vista como positiva desde que seja importante e a qualidade da informação seja a desejada pelo receptor, isto é, o investidor precisa entender que aquele não é um sinal falso (Connelly et al., 2011).

Além disso, nem sempre as informações fazem referência a um bom desempenho (Tsalavoutas, 2011). Outrossim, uma empresa que acredita ser melhor que as outras do setor acaba por emitir mais sinais ao mercado, inclusive com a finalidade de atrair os investidores e deixar a imagem da empresa mais favorável ao mercado (Amran, 2012), então, se os sinais transmitirem qualidade, os investidores oferecem prêmios para as empresas (Spence, 1973). Os investidores podem considerar que a perda do *goodwill* significa que os resultados operacionais futuros serão melhores em razão de a perda ter ocorrido (Brennan, 1991) e haver a redução da carga tributária se atendidas as deduções fiscais (Ragothaman & Bublitz, 1996).

Outro ponto refere-se à motivação dos gestores em sinalizar as informações, pois o mercado pode interpretar nenhuma notícia como sendo ruim (Mokhtar, 2010). Também a reputação da empresa pode ser afetada caso não haja a sinalização de más notícias em tempo hábil (Skinner, 1994). A adoção das normas internacionais contribui para a redução da assimetria de informação entre investidores estrangeiros e nacionais, pois melhora a qualidade contábil e a comparabilidade (Yildiz, 2021). A adoção das normas internacionais trouxe mais relevância para os números contábeis, pois proporcionou um aumento na comparabilidade e uniformidade das informações, principalmente, para os investidores nacionais e estrangeiros,

dado que a informação segue o mesmo padrão, diminuindo a assimetria informacional e aumentando a sua qualidade (Yildiz, 2021).

Desse modo, a sinalização do *impairment* do *goodwill* pode ser percebida como algo favorável pelo mercado, tendo um retorno positivo (Mohd-Saleh & Jaffar, 2011). Entretanto, os investidores possuem uma fixação pelo lucro das empresas, e os gestores tendem a sinalizar um desempenho futuro não reduzindo o *goodwill* pelo teste de *impairment* (Carvalho et al., 2016). Com isso, indica aos investidores que, no futuro, os resultados serão prósperos, posto que o valor alocado na combinação de negócios pelas expectativas de benefícios futuros permanece inalterado.

Dito isso, a pesquisa busca analisar se com a adoção das normas internacionais, em que a baixa do *goodwill* passou de amortização para teste de redução ao valor recuperável, o momento em que ocorre a perda do *goodwill* é percebida como um sinal, tendo o sinalizador indicado aos receptores que a perda foi reconhecida em um ambiente favorável por meio do gerenciamento de resultados.

4.2.2 Gerenciamento de Resultados da Baixa do *Goodwill*

Há diversos conceitos para expressar manipulações contábeis, como *earnings management*, *big bath accounting*, *creative accounting*, *aggressive accounting*, *cosmetic reporting*, *income smoothing* e *financial engineering*, e cada um deles é utilizado para alterar as demonstrações contábeis (Atik, 2009). Entretanto, todas estão dentro dos limites permitidos pelas normas de contabilidade (Dechow & Skinner, 2000). Esses limites referem-se às decisões dos gestores de influenciar de forma desejável a posição financeira de determinada empresa, sem ferir as normas contábeis (Niyama et al., 2015).

Assim, existem duas classificações do gerenciamento de resultados: o oportunista e o informativo. O primeiro indica que os gestores realizam escolhas contábeis para fins particulares (Caruso et al., 2015; Healy & Wahlen, 1999; Watts & Zimmerman, 1990), enquanto o segundo faz com que os gestores sinalizem aos investidores informações privadas sobre os resultados futuros (Caruso et al., 2015; Sankar & Subramanyam, 2001). Ambos interferem nos ganhos futuros, entretanto, quando o gerenciamento é oportunista, distorce os fatos e torna-se menos informativo (Sun 2011). Quem realiza a prática de gerenciamento de resultados não informará os investidores, pois o mercado pode penalizá-lo (Dechow & Skinner, 2000).

Caruso et al. (2016) ressaltam ainda que os gestores tomam decisões que prejudicam o resultado a médio e longo prazos, visto que seu foco é o resultado no curto prazo, indicando uma boa gestão. Assim, o gerenciamento de resultados pode ser, basicamente, utilizado para atender a referências de lucros, e, desse modo, os gestores utilizam práticas contábeis aceitas de forma que o lucro atenda ao que está sendo esperado pelos investidores (Dechow & Skinner, 2000).

Dentre as práticas de gerenciamento de resultados relacionadas à divulgação estão a suavização de resultado, *big bath*, minimização e maximização de lucro (Caruso et al., 2016). Ao aplicar a suavização de resultados, os gestores estão de alguma forma sinalizando informações privadas, pois modificam o resultado com despesas que seriam reconhecidas em outros momentos, de modo que os analistas se tornam importantes para facilitar aos investidores essas informações (Sun, 2011).

Beidleman (1973) define suavização de resultado como a diminuição intencional do resultado para o que é considerado normal pela empresa. Para Fudenberg e Tirole (1995), é um processo que gerencia o tempo dos lucros para que sejam menos variáveis, sem que a longo prazo os ganhos aumentem drasticamente. Conforme Atik (2009), as manipulações contábeis realizadas para que o resultado, com o passar dos anos, não seja volátil faz com que a empresa seja forte e estável, sendo considerada menos arriscada pelos investidores, credores e fornecedores. A suavização de resultado possui dois argumentos conflitantes, conforme Chen et al. (2019): de um lado, a transparência dos gestores sobre os resultados futuros, de outro, a distorção do lucro líquido devido aos ganhos tendenciosos.

Dentre os incentivos para realizar a suavização dos resultados estão a melhor relação com os usuários da informação, menor custo de capital, benefícios na compensação de bônus ou vantagens tributárias e ações no mercado de capitais mais estável (Atik, 2009; Yu et al., 2018). Em contrapartida, a empresa que optar por suavizar seus resultados pode ser menos transparente, possuir lucro artificial e um maior valor de mercado em relação ao lucro com pouca variação (Yu et al., 2018), além de que, quando a confiança dos investidores se perde devido a manipulações, torna-se difícil reconquistá-la (Atik, 2009).

Imhoff (1977) e Eckel (1981) comentam que, se a empresa possui o coeficiente de variação de vendas maior que o coeficiente de variação do lucro, isso indica suavização dos resultados. Estudos mostraram que a quantidade de analistas (Sun, 2011; Yu et al., 2018), alavancagem (Habib, 2005; Karmon & Lubwama, 1997), tamanho (Habib, 2005), concentração acionária (Atik, 2009; Habib, 2005; Karmon & Lubwama, 1997), remuneração dos executivos

(Filip & Raffournierb, 2014; Iatridis, 2018), crises econômicas (Atik, 2009; Filip & Raffournierb, 2014), reputação corporativa (Góis & Soares, 2019) e o trimestre do resultado divulgado (Rodrigues et al., 2019) estão relacionados com o gerenciamento de resultados.

Em uma combinação de negócios ocorre a avaliação dos ativos e passivos da empresa adquirida pelo valor justo, na qual pode resultar no registro de mais valia, ou ainda, a diferença positiva entre o valor justo dos ativos e passivos assumidos e o valor pago, num *goodwill* (CPC 15, 2011). O *goodwill*, antes da adoção das normas internacionais, era amortizado entre cinco e 40 anos dependendo do país (Baboukardos & Rimmel, 2014; Hamberg & Beisland, 2014), no Brasil, o período era de até dez anos (Martins, 2020).

Conforme Wen e Moehrle (2016), a principal vantagem da amortização é ter baixo custo e pouco julgamento, dado que a única decisão a tomar é estimar a vida econômica do *goodwill*. Desse modo, o mercado acionário não considera a amortização do *goodwill* para realizar o fluxo de caixa futuro, pois ela não reflete a verdadeira redução (ou não) desse ativo (Hamberg & Beisland, 2014).

Amel-Zadeh et al. (2020) testaram a relevância do *goodwill* adquirido, do *impairment* e da amortização, e encontraram que o *goodwill* e o *impairment* trazem informações importantes para o mercado, o que não se pode dizer da amortização. Inclusive, Norris e Ayres (2000) encontraram uma associação negativa entre o retorno anormal e o *goodwill* amortizado após a publicação do primeiro resultado trimestral depois da finalização da fusão.

Considerando que os gestores podem comprometer os resultados de longo prazo, em prol do curto prazo (Caruso et al., 2016), que a amortização do *goodwill* ocorre de forma sistemática (Hamberg & Beisland, 2014) e que não reflete o verdadeiro consumo do benefício econômico futuro (*goodwill*) (Amel-Zadeh et al., 2020), entende-se que antes das normas internacionais não havia como o gestor utilizar a amortização do *goodwill* como método de suavização de resultados, como aborda a hipótese 9.

H9: O reconhecimento da amortização do goodwill não possui relação com a suavização dos resultados.

Entre as normas internacionais adotadas está a *International Accounting Standards 36 - Impairment of Assets* (IAS 36), emitida em 2004, que trata do teste de recuperabilidade dos ativos. Apesar de estudos apontarem como benéfica a adoção das normas internacionais (Santos et al., 2014), há críticas de que o teste de recuperabilidade não é confiável e que os gestores podem atrasar o reconhecimento (Choi & Nam, 2019). Além disso, o teste de recuperabilidade é complexo e caro para as empresas implementarem (Schatt et al., 2016).

Embora a aplicação do teste de *impairment* indique que os ativos não estão reconhecidos por um valor superior ao que possa ser recuperável, sua aplicação, que é menos objetiva, permite que as regras contábeis sejam gerenciáveis sem que sejam descumpridas (Niyama et al., 2015). Os investidores têm conhecimento sobre a subjetividade do cálculo do *impairment test*, bem como sabem que essa vulnerabilidade pode ser utilizada para a suavização dos resultados (Amaro et al., 2015).

Hong et al. (2018) encontraram nas empresas norte-americanas que o registro de perda por *impairment* de ativos no padrão *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP) estava relacionado tanto à suavização de resultados como ao *big bath*, porém, com a adoção do IFRS a relação continuou, mas com menor intensidade. Andrews (2012) encontrou que houve mudança no gerenciamento de resultados após essa adoção, visto que a suavização de resultados era o comportamento predominante antes da alteração pelas empresas do Reino Unido. Resultado similar em empresas de energia elétrica brasileira foi encontrado por Silva et al. (2017), que, apesar do tamanho da empresa influenciar o gerenciamento de resultados, após a adoção das normas internacionais de contabilidade houve redução.

Conforme Wang et al. (2015), a perda por *impairment* tem impacto direto no lucro e existe flexibilidade da norma no reconhecimento em razão das taxas utilizadas. Os gestores terão incentivos para reconhecer a perda no momento que gere aumento do desempenho futuro das empresas de Taiwan. O uso de taxas como medida de gerenciamento da perda foi apontado por Avallone e Quagli (2015) nas empresas do Reino Unido, Alemanha e Itália. Os autores encontraram que os gestores estariam superestimando as taxas para que a perda por redução ao valor recuperável fosse ou não registrada.

Quaranta et al. (2019) ao analisarem 17 bancos italianos no período de 2009 a 2014 e encontraram que o reconhecimento da perda pelos bancos era tardio para os ativos intangíveis reconhecidos de fusões e aquisições. Uma perda não esperada pode fornecer um sinal aos investidores de gerenciamento de resultados pelos gestores ao ocultar um desempenho ruim (Yu et al., 2018).

Ao utilizar o modelo de *big bath* para explorar o reconhecimento do *impairment* do *goodwill* em empresas portuguesas e espanholas no período de 2007 a 2015, Gonçalves et al. (2019) encontram que 38% delas não reconheceram perda por *impairment* do *goodwill* e que 12% tiveram perda em um ano. Os autores indicaram também que há relação entre resultados negativos antes do reconhecimento e os montantes mais altos de perda reconhecida, indicando a prática de *big bath*. Por fim, o tamanho da empresa e o tempo de reconhecimento também

estão atrelados à prática de *big bath*, assim como empresas que foram auditadas por *big four*, mas que não tiveram apoio dos auditores nisso. Desse modo, os autores ressaltaram a necessidade de os organismos responsáveis verificarem a eficiência desse método, visto que há discricionariedade quanto ao tempo e o valor da perda reconhecida e na forma como transmite credibilidade da informação financeira aos usuários externos.

Alves e Silva (2020) verificaram o que influencia o reconhecimento da perda por *impairment*. Para isso, analisaram 169 empresas não financeiras listadas na bolsa de valores brasileira entre 2009 e 2017. Os resultados mostraram que as empresas que apresentaram uma variação positiva do retorno sobre o patrimônio líquido, com maiores *book to market*, mudanças na gestão, com resultados negativos e com proprietários ocupando cargos de alto escalão estão mais propensas a reconhecer uma perda por *impairment*. Assim, o reconhecimento da perda por *impairment* pode ser feito tanto quando os investidores não percebem o impacto, quanto quando o lucro estiver abaixo do esperado ou são constantes.

Os achados de Chen et al. (2019) sobre a divulgação do teste de recuperabilidade do *goodwill* e a remuneração dos auditores encontraram que as empresas do S&P, entre 2004 e 2014, têm uma relação positiva, sendo que quanto menor a divulgação, maior o honorário. Isso porque os auditores teriam que aumentar seus esforços para mitigar os riscos envolvidos nesses casos. O *goodwill* representa 17,9% do ativo total das companhias analisadas, e a divulgação do teste de recuperabilidade está positivamente relacionado com o tamanho da empresa, o *goodwill*, com o registro de perda por *impairment* e com a auditoria realizada por *Big Four*. Entretanto, os autores acharam uma relação negativa entre a divulgação do teste e o retorno dos ativos, concluindo que, quando há maior assimetria de informação, a divulgação tende a ser maior para dar veracidade à contabilidade do *goodwill*.

Considerando que o *goodwill* é atribuído no momento da combinação de negócios, os gestores podem destiná-lo a diversas unidades geradoras de caixa para realizarem a implementação do teste de *impairment* todos os anos, fazendo os gestores relatarem as perdas no momento oportuno desde a alocação do valor pago (Schatt et al., 2016). Vogt et al. (2016) ressaltam o cuidado em realizar o teste de recuperabilidade do *goodwill*, pois é um ativo inseparável da companhia como um todo.

Abuaddous et al. (2014) encontraram o uso da perda por *impairment* do *goodwill* como meio para gerenciar os resultados em empresas da Malásia. Já o uso da perda por *impairment* do *goodwill* no gerenciamento por *big bath* foi encontrado por Abughzaleh et al. (2011), Choi e Nam (2019), Cappellesso et al. (2017), Filip et al. (2015) e Gonçalves et al. (2019) em países

como Coreia, Brasil, Estados Unidos, Portugal e Espanha, respectivamente. Já o uso da perda por *impairment* do *goodwill* no gerenciamento por suavização de resultados foi encontrado por Abughzaleh et al. (2011), Amaro et al. (2015), Cappellesso et al. (2017) e Choi e Nam (2019) em países da União Europeia, no Brasil e na Coreia.

Cabe ressaltar, apesar de Cappellesso et al. (2017) indicarem a suavização do resultado, que os autores fazem referência à magnitude da perda reconhecida, e não ao momento do reconhecimento, justamente pelo resultado vir maior do que o esperado, suavizando o resultado. Assim, eles concluem que as empresas utilizam tanto o *big bath* como a suavização do resultado para decidir sobre o momento e o montante da perda do *goodwill*.

Resultado similar foi encontrado por Amaro et al. (2015) ao estudar as empresas do setor de energia elétrica do Brasil entre 2008 e 2011. Eles identificaram que, quanto maior o índice de *impairment*, maior será o *income smoothing* realizado. Entretanto, os autores ressaltaram o baixo índice de *impairment* reconhecido.

Esse baixo índice de *impairment* foi encontrado em diversos estudos. Por exemplo, Olante (2013) estudou empresas norte-americanas de 1997 a 2007 e as acompanhou até 2009, constatando que, aproximadamente, 44% das empresas não reconheceram a perda do *goodwill*, mesmo destacando que o registro dela era de até três anos após o registro inicial de aquisição. Amel-Zadeh et al. (2020) observaram que mesmo as empresas de Londres tendo um *goodwill* médio registrado em 62 milhões de libras (máximo de 15,5 bilhões), a média da perda por *impairment* registrada é de seis milhões de libras (máximo de 1,5 bilhão). Além disso, 62% das empresas não relataram perda no *goodwill* entre 1998 e 2004.

Glaum et al. (2018) apontaram que, mesmo o *goodwill* chegando em média a 17,4% do ativo total das companhias, apenas 17,5% da amostra composta por 21 países que utilizam as IFRS reconheceram a redução do *goodwill*. Similar a Choi e Nam (2019), que, ao investigarem a decisão das empresas coreanas em prejudicar o *goodwill* entre 2011 e 2016, encontraram que 11% do saldo do *goodwill* foi reconhecido como perda, indicando uma baixa frequência no reconhecimento, visto ser 22% da amostra.

Segundo Filip et al. (2015), o *impairment* do *goodwill* é apenas contábil, visto ser uma resposta tardia do *impairment* econômico porque os gestores adiam o reconhecimento até que seja inevitável, dado que o registro da perda do *goodwill* é grande e pouco frequente. Uma explicação alternativa seria que no momento inicial de reconhecer o *goodwill* os gestores tenham sido imprudentes ou exagerados e, por isso, a perda por *impairment* do *goodwill* remove esse ato e facilita o gerenciamento de resultados por *big bath* ou suavização de resultados (Choi

& Nam, 2019). Se, de um lado, Olante (2013) constatou que os requisitos do teste de *impairment* melhoraram a pontualidade do reconhecimento, de outro, Gonçalves et al. (2019) ressaltam a necessidade de os organismos responsáveis verificarem a eficiência desse método, pois há discricionariedade quanto ao tempo e o valor da perda reconhecida e na forma como transmite credibilidade da informação financeira aos usuários.

A subjetividade do teste de *impairment* permite que seja realizado o gerenciamento de resultados referente ao valor justo. Conforme Andrews (2012), o valor justo tem três abordagens possíveis (nível 1, nível 2 e nível 3) que utilizam fluxo de caixa futuro descontado com a visão do mercado ou da empresa, e a diferença deve ser justificada na hora de utilizar o nível em questão para determinar o valor justo do ativo. No momento de estipular o fluxo de caixa, pode ocorrer o corte de algumas despesas, como pesquisa, publicidade, de vendas, ou ainda, estender as contas a pagar de fornecedores, utilizar as contas a receber em volume maior do que o esperado e assim aumentar o fluxo de caixa atual (Filip et al., 2015) corroborando para a manipulação do valor justo do ativo testado.

Andrews (2012) ressalta que o valor em uso é uma escolha discricionária dos gestores e pode reportar um desempenho mais favorável no caso das perdas dos ativos, e isso deixa dúvidas quanto à avaliação precisa da atividade econômica. Segundo Caruso et al. (2016), as regras do teste de *impairment* têm uma discricionariedade gerencial alta que pode causar uma redução na transparência e na confiabilidade das demonstrações contábeis, causando uma assimetria informacional. Conforme Kanagaretnam et al. (2005), a sinalização de informações pode estar atrelada à suavização de resultados, em virtude de o gestor ter informações que o mercado não possui e comunicar ao mercado. As empresas têm incentivos diferentes para sinalizar suas informações (Kanagaretnam et al., 2005). Quando há certo grau de discricionariedade gerencial nos números contábeis, a literatura converge para práticas de gerenciamento de resultados (Caruso et al., 2016).

Assim, com a adoção das normas internacionais de contabilidade e o método de baixa do *goodwill* passar a ser o teste de recuperabilidade, os gestores puderam utilizar as premissas subjetivas para reconhecer ou não a perda no momento que lhe for mais favorável, dando embasamento para a hipótese 10.

H10: O reconhecimento da perda por impairment do goodwill possui relação positiva com a suavização dos resultados.

As mudanças nas normas contábeis estão atreladas ao gerenciamento de resultados (Atik, 2009). Isso porque, ao adotar as normas internacionais de contabilidade, há um grau de julgamento ao determinar os critérios de reconhecimento e mensuração (Niyama et al., 2015).

Conforme Karmon e Lubwama (1997), os gestores têm informações privadas e podem usá-las em seu benefício, e entre essas informações está o momento da adesão a uma nova norma que pode afetar seu resultado. Em estudo sobre empresas multinacionais, os autores encontraram que o volume de negociação das ações aumentou na véspera da adoção da *Statements of Financial Accounting Standards* (SFAS) n. 52, inclusive com o aumento dos gestores na posição acionária da empresa por conta da informação privilegiada.

As normas e os pronunciamentos buscam a qualidade da informação, e os padrões internacionais visam à comparabilidade entre as demonstrações contábeis elaboradas por diferentes países (Souza, 2015).

A busca por novos investidores faz as empresas sinalizarem que podem oferecer retorno, qualidade e credibilidade informacional (Santos et al., 2014). A adoção das normas internacionais pode ser uma forma de as empresas realizarem essa sinalização, dado que vieram com intuito de convergir as demonstrações contábeis para normas mais transparentes e aproximar o valor contábil do valor de mercado.

Um ponto importante da adoção das normas internacionais de contabilidade foi a mudança na mensuração subsequente do *goodwill*. Ou seja, assim que um país adota os padrões internacionais, o *goodwill* para de ser amortizado e passa a ser realizada a abordagem de redução ao valor recuperável (Abughzaleh et al., 2011). Tal abordagem tem a intenção de melhorar o conteúdo informacional, reduzindo a flexibilidade dos padrões antigos, tendo em vista a informação privada dos fluxos futuros que poderão ser divulgadas, auxiliando os investidores a recalcular suas expectativas sobre a empresa e os fluxos de caixa futuros (Abughzaleh et al., 2011; Schatt et al., 2016).

No ano de transição para as normas internacionais, Abuaddous et al. (2014) identificaram maior reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill* devido aos gestores utilizarem a mudança da norma para registrar o *goodwill* reconhecido em excesso como despesa. Sobre um possível gerenciamento de resultados, Choi e Nam (2019) sugerem que os gestores podem tanto atrasar como acelerar o registro da perda do *goodwill* ou, ainda, gerir o montante de acordo com o ambiente informacional em questão e o desempenho futuro projetado. Tal comportamento foi observado por Caruso et al. (2016), que concluíram que cada empresa aplica um tipo de gerenciamento de resultados e que, após a adoção das IFRS, os

gestores de empresas italianas passaram a decidir se e em que proporção a perda por *impairment* do *goodwill* seria reconhecida, comprometendo a confiabilidade das demonstrações financeiras.

Souza (2015) destacou de forma qualitativa que a decisão do reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill* não possui relação com o desempenho ruim, mas que a empresa evidenciar premissas relacionadas ao teste foi um problema, o que conflitou com os achados de Wang et al. (2015), pois os resultados das empresas de Taiwan respaldam para um prejuízo reconhecido quando o desempenho foi ruim, assim, nos anos posteriores, pode haver melhoras, podendo indicar um comportamento oportunista e não uma sinalização da informação aos usuários.

A baixa frequência do reconhecimento da perda do *goodwill* (Amel-Zadeh et al., 2020; Glaum et al., 2018; Olante, 2013) e sua possível utilização no gerenciamento de resultados fornece indícios de que os gestores se utilizam das premissas e dos julgamentos que as normas contábeis permitem para ir além da liberdade de escolha e realizar uma gestão oportunista (Caruso et al., 2016; Gonçalves et al., 2019). Isso porque os gestores escolhem um momento oportuno para o registro da perda por *impairment* do *goodwill*: ou quando o resultado está pior que o esperado (Cappellesso et al., 2017; Gonçalves et al., 2019), ou quando o resultado vem acima do esperado (Abughzaleh et al., 2011; Amaro et al., 2015; Choi & Nam, 2019).

Enquanto a abordagem de amortizar não traz informações importantes para o mercado (Amel-Zadeh et al., 2020), a abordagem de *impairment* permite sinalizar ao mercado informações privadas sobre os fluxos de caixa futuros (Hamberg & Beisland, 2014). Um contraponto é observado por Amel-Zadeh et al. (2013), que investigaram, no período de 1997 a 2011, a mudança contábil em 507 empresas não financeiras do Reino Unido. Os resultados indicaram que, enquanto a redução por *impariment* do *goodwill* estava negativamente relacionada ao valor de mercado, a amortização era positiva. Os autores concluíram que, apesar de ser relevante para o mercado acionário, as despesas pela perda do *goodwill* reduziram o valor da sua relevância ao longo dos anos.

Destarte, no Brasil, com a adoção obrigatória das normas internacionais de contabilidade em 2010, as empresas que possuem *goodwill* não devem mais amortizá-lo, mas, sim, realizar anualmente – ou sempre que houver indicativos – o teste de *impairment* (CPC 01 R1, 2010). De um lado, há o método que visa refletir a realidade econômica; de outro lado, o método que busca uma baixa sistemática ao longo do tempo (Choi & Nam, 2019). Ao adotar a nova forma, o julgamento predominou tanto o valor do *goodwill* como eventuais perdas, em função de o teste passar ser anual ou quando houver indícios de perda.

Porém, os órgãos reguladores levantaram o assunto de voltar com a amortização do *goodwill* em 2014 (Schatt et al., 2016), considerando as dificuldades apontadas no *Discussion Paper: Business Combination – Disclosure, Goodwill and Impairment* (2020), como a realização do teste ser cara e complexa, apesar de indicar o desempenho da aquisição aos investidores. Em uma votação de oito a seis, a permanência do teste de *impairment* prevaleceu, mas com algumas alterações sobre o valor em uso e a divulgação referente à aquisição ao longo dos anos.

Considerando a discussão sobre qual método trará melhor custo-benefício e a subjetividade do *impairment* do *goodwill*, em razão de o valor justo do nível 3 e o valor em uso se diferenciam apenas na ênfase da avaliação do mercado e da entidade, deixando vago até que ponto são diferentes visto que usam fluxos de caixa descontado futuros (Andrews, 2012), levanta-se a hipótese 11.

H11: O período posterior à adoção das normas internacionais com reconhecimento da perda por impairment do goodwill possui maior suavização dos resultados do que o período anterior à adoção das normas internacionais, com reconhecimento da amortização do goodwill.

A Figura 12 apresenta o extrato do desenho da pesquisa.

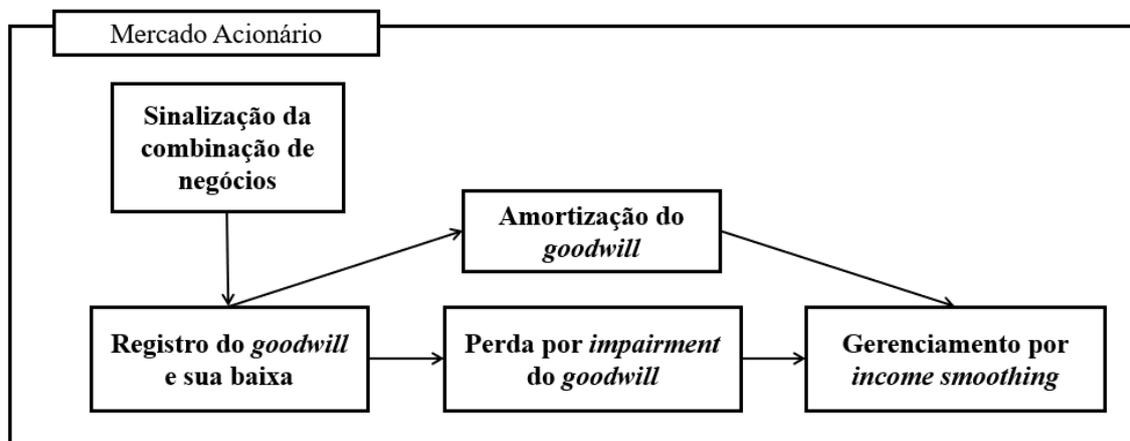


Figura 12. Desenho da pesquisa – Objetivo (iii)

Assim, as hipóteses respaldam os períodos pré e pós-adoção das normas internacionais de contabilidade e traz o confronto entre os períodos, tornando possível perceber sua relação com a suavização de resultados e se, como a Teoria da Sinalização pressupõe, o momento de reconhecer a perda por *impairment* do *goodwill* será feita no momento que beneficiará a empresa, se ao aderir às normas internacionais houve maior gerenciamento de resultados ou se o uso da baixa sistemática também se utilizava da suavização de resultados.

4.3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

4.3.1 População, Amostra e Período

A adoção das normas internacionais tornou-se obrigatória no Brasil em 2010, de modo que, para analisar um período antes e depois da adoção, considerou-se um espaço temporal de 25 anos, conforme a Figura 13.

O período de 1997 a 2008 refere-se ao tempo anterior às normas internacionais de contabilidade, e os anos de 2010 a 2021 ao período posterior à adoção dessas normas, sendo que a baixa do *goodwill* nesses períodos era amortização e *impairment test*, respectivamente. Entretanto, os períodos efetivamente analisados foram de 2001 a 2008, como amortização, e 2014 a 2021, como *impairment test*. Isso em razão da necessidade de pelo menos cinco anos para elaboração do coeficiente de variação para o índice de suavização. O ano de 2009 não foi considerado em razão da adoção às normas internacionais de contabilidade ser facultativa e ter sido adotada por algumas empresas do mercado acionário brasileiro.

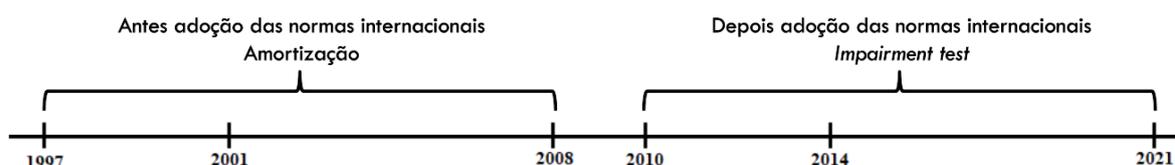


Figura 13. Linha do tempo amostral

As empresas não financeiras listadas na bolsa de valores brasileira, Brasil, Bolsa, Balcão (B3) constituem a população. Já para a amostra foram selecionadas as aquelas que possuíam saldo na rubrica *goodwill*, tanto no investimento como no intangível das demonstrações consolidadas, em pelo menos um ano entre 2001 e 2021. A Tabela 19 fornece detalhes dessa amostra.

Tabela 19 – Amostra da pesquisa – empresas com *goodwill*

Setor	População	Sem <i>goodwill</i>	Amostra inicial	Exclusões	Amostra final
Bens industriais	74	39	35	1	34
Comunicações	10	2	8	1	7
Consumo cíclico	90	43	47	1	46
Consumo não cíclico	31	13	18	0	18
Materiais básicos	32	9	23	5	18
Petróleo, gás e biocombustíveis	13	6	7	0	7
Saúde	24	5	19	0	19
Tecnologia da informação	19	4	15	1	14
Utilidade pública	65	42	23	5	18
Outros	13	13	0	0	0
Total	371	176	195	14	181

Fonte: elaborada pela autora, 2023.

As empresas não financeiras listadas na B3 somam 371, porém, 176 não foram selecionadas em razão de não haver saldo na rubrica *goodwill*. Assim, a amostra inicial da pesquisa é composta por 195 empresas. Em razão de o índice de suavização necessitar de cinco anos para o cálculo, e o saldo na rubrica *goodwill* ter que pertencer ao período de 2001 a 2008 e 2014 a 2021, 14 empresas foram excluídas. Por fim, a amostra final foi composta por 181 empresas.

4.3.2 Variáveis da Pesquisa e Suavização do Resultado

A Tabela 20 informa o constructo de cada variável. A variável dependente é o *income smoothing* (IS), que capta, com base no modelo de Eckel (1981), a suavização de resultados.

Tabela 20 - Constructo das variáveis do estudo

Variável	Sigla	Descrição	Fonte de dados	Referências
Variável dependente				
<i>Income Smoothing</i>	IS	Calculado com base no modelo de Eckel (1981)	Economatica®	Amaro et al (2015); Cappellesso et al. (2017), Habib (2005); Yu et al. (2018).
Variáveis explicativas				
<i>Impairment do goodwill</i>	Imp	Perda por <i>impairment</i> do <i>goodwill</i>	Notas explicativas	Amaro et al. (2015); Cappellesso et al. (2017); Gonçalves et al. (2019).
Amortização do <i>goodwill</i>	Amort	Amortização do <i>goodwill</i>	Notas explicativas	Amel-Zadeh et al. (2013); Amel-Zadeh et al. (2020)
Variáveis de controle				
<i>Goodwill</i>	Good	<i>Goodwill</i> por ação	Notas explicativas	Abughzaleh et al. (2011); Chen et al. (2019); Choi e Nam (2019); Glaum et al. (2018)
Tamanho	Tam	Logaritmo do total do ativo	Economatica®	Cappellesso et al. (2017); Gonçalves et al. (2019); Habib (2005); Sun (2011); Yu et al. (2018)
Auditoria	BigF	<i>Dummy</i> 1 auditada por big four; 0 caso contrário	Relatório de Auditoria	Cappellesso et al. (2017); Chen et al. (2019); Gonçalves et al. (2019).
Diferença do valor de mercado e contábil	MtB	<i>Dummy</i> 1 Valor de mercado é menor que o valor contábil; 0 caso contrário	Economatica®	Cappellesso et al. (2017); Sun (2011)
Resultado Líquido	RL	Resultado líquido do exercício por ação	Economatica®	Alves (2013); Sun (2011)
Alavancagem Financeira	AFin	(Lucro líquido ÷ Patrimônio Líquido) ÷ (Lucro Líquido - Resultado Financeiro)	Economatica®	Habib (2005); Karmon e Lubwama (1997)

Fonte: elaborada pela autora, 2023.

As variáveis de interesse são a perda por *impairment* do *goodwill* (Imp) e amortização do *goodwill* (Amort) que foram coletados nas notas explicativas das Demonstrações Contábeis Padronizadas referentes ao ativo intangível e às despesas operacionais. Como variáveis de controle, tem-se tamanho (Tam), diferença do valor de mercado e valor contábil (MtB),

resultado líquido (RL) e alavancagem financeira (AFin), que foram coletados na Economatica®, e as variáveis de controle *goodwill* (Good) e auditoria (BigF) coletadas nas notas explicativas das Demonstrações Contábeis Padronizada e no Relatório de Auditoria.

O tamanho da empresa foi adicionado como variável de controle por estar relacionado a prática de gerenciamento de resultados (Gonçalves et al., 2019; Habib, 2005; Silva et al., 2017), sendo que empresas de grande porte gerenciam para atrair os investidores, pois como são empresas consolidadas possuem limites em expandir o negócio. A auditoria por uma *big four* foi inserido em conformidade com os estudos de Cappellessio et al. (2017), Gonçalves et al. (2019) e Chen et al. (2019). Quanto maior o endividamento, maior tende a ser o gerenciamento de resultados (Habib, 2005; Karmon & Lubwama, 1997), de modo que foi inserido a alavancagem financeira como controle. O valor contábil de uma empresa ser maior que o valor de mercado indica que algum passivo está subavaliado ou algum ativo está superavaliado, neste caso, o teste de recuperabilidade deveria indicar alguma perda. O lucro líquido foi adicionado como controle conforme Alves (2013) e Sun (2011) e o *goodwill* com base na relevância para o mercado acionário apontada por Amel-Zadeh et al. (2020).

Para a análise da suavização de resultados, aplicou-se o modelo desenvolvido por Eckel (1981), que faz a relação entre o coeficiente da variação do lucro líquido pelo coeficiente da variação das receitas, conforme a Equação 10.

$$IS = CV\Delta\% \text{ Lucro Líquido} / CV\Delta\% \text{ Receitas} \quad (10)$$

em que: IS é o índice de suavização; CV é o coeficiente de variação medido pelo quociente do desvio-padrão e da média.

Para medir o coeficiente de variação, foram utilizados cinco anos (Amaro et al., 2005), de modo que a coleta do valor do lucro e a receita de vendas foi do período de 1997 a 2008, como pré-adoção das normas internacionais de contabilidade, e do período 2010 a 2021 como pós-adoção das normas internacionais de contabilidade. Conforme o modelo desenvolvido por Eckel (1981), uma empresa suaviza seus resultados quando o coeficiente de variação das vendas é maior que o coeficiente de variação do resultado ($IS < 1$), sendo que quanto menor o índice, maior a suavização. Ressalta-se que as empresas que tiverem índices entre 0,90 e 1,10 foram excluídas da amostra com o intuito de reduzir os erros de classificação em razão de estarem na zona cinzenta (Amaro et al., 2015).

Após o cálculo do índice de suavização, será feita uma regressão múltipla na intenção de verificar, respectivamente, se o reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill* ou a

amortização do *goodwill* tem relação com a suavização do resultado, além de como a baixa do *goodwill* se comportou com a adoção das normas internacionais.

$$IS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Amort_{it} + \beta_2 Good_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 BigF_{it} + \beta_5 MtB_{it} + \beta_6 RL_{it} + \beta_7 AFin_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

$$IS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Imp_{it} + \beta_2 Good_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 BigF_{it} + \beta_5 MtB_{it} + \beta_6 RL_{it} + \beta_7 AFin_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

$$IS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Amort_{it} + \beta_2 Imp_{it} + \beta_3 Good_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_5 BigF_{it} + \beta_6 MtB_{it} + \beta_7 RL_{it} + \beta_8 AFin_{it} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

em que, *IS* é o índice de suavização do resultado da empresa *i* no ano *t*; *Amort* é a amortização do período do *goodwill* da empresa *i* no ano *t*; *Imp* é a perda por *impairment* do *goodwill* da empresa *i* no ano *t*; *Good* é o *goodwill* da empresa *i* no ano *t*; *Tam* é o tamanho da empresa *i* no ano *t*; *BigF* é a empresa *i* ser auditada por uma *big four* *i* no ano *t*; *MtB* é a diferença negativa entre o valor de mercado e o valor contábil na empresa *i* no ano *t*; *RL* é o resultado do exercício da empresa *i* no ano *t*; *AFin* é a alavancagem financeira da empresa *i* no ano *t*; α é o intercepto para cada indivíduo; β_j ($j=1,2,3\dots k$) é o coeficiente de cada variável; e ε é o termo para o erro idiossincrático.

Considerando que quanto menor o índice de suavização, conforme o modelo de Eckel (1981), maior a suavização do resultado. Espera-se que o coeficiente da variável *Amort* não esteja significativamente relacionado com a variável dependente *IS* (Equação 11), e assim responda a hipótese H9. Isso porque, antes da adoção das normas internacionais de contabilidade, a prática de baixa do *goodwill* era sistemática, não corroborando para a suavização dos resultados.

A Equação 12 responda a H10, na qual se espera que o coeficiente da variável *Imp* esteja positivamente relacionado com a variável dependente *IS*, visto que as etapas de valor justo e valor em uso do teste de *impairment* para cálculo do valor recuperável do *goodwill* podem ser gerenciáveis pelos gestores, auxiliando a suavização de resultados.

Por fim, a Equação 13 responda a H11, na qual se espera que o coeficiente da variável *Imp* seja superior ao coeficiente da variável *Amort*, indicando, assim, que, após a adoção das normas internacionais, as empresas passaram a ter maior suavização dos resultados.

Os dados foram coletados na Economatica® e em notas explicativas das empresas. Posteriormente, o modelo de regressão com dados em painel foi realizado no *software* Stata®. Para determinar o modelo de regressão, foram realizados os testes de Hausman, LM Breush Pagan e Chow, a fim de terminar a especificação do modelo entre fixo, aleatório ou *pooling*. Os pressupostos a serem verificados são: normalidade dos resíduos pelo teste Jarque-Bera, multicolinearidade pelo Fator de Inflação da Variância, teste de heterocedasticidade pelo Wald Modificado e autocorrelação.

4.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 21 apresenta a estatística descritiva das variáveis antes da adoção das normas intencionais, nesta pesquisa compreendendo o período de 2001 a 2008. Pode-se perceber que o nível de suavização dos resultados (IS) apresentou uma média de 2,37, o que indica que as empresas não estavam suavizando seus resultados, visto ser superior a um. Porém o mínimo encontrado foi -68, o que indica que há empresas que, antes do período de adoção das normas internacionais de contabilidade, suavizavam seus resultados.

Quanto ao valor alocado ao *goodwill*, pode-se perceber uma dispersão tanto pelo desvio-padrão como pelos mínimo e máximo encontrados. Ressalta-se que o mínimo é zero em razão de as empresas terem finalizado a amortização dos ágios por expectativas de rentabilidade futura, zerando-os. Outro ponto a destacar são que seis empresas apresentaram perda do valor recuperável desse ativo no ano de 2008, além da amortização, entre elas Ambev S.A., Petróleo Brasileiro S.A. e Vale S.A..

Tabela 21 – Estatísticas descritivas pré-adoção das normas internacionais

Variável	Obs	Média	Desvio-padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
IS	196	2,37	10,60	2,00	- 68,00	81,00
Imp	6	- 110.407	171.452	- 3.503	- 384.431	- 142
Amort	159	- 66.575	199.889	- 13.272	- 1.500.639	-47
Goodwill	196	1,5039	0,2045	3,5994	0	25.6084
BigF	196	0,8520	0,3560	1,0000	0,0000	1,0000
Tam	196	15,2824	1,5202	15,3059	10,9367	19,4928
MtB	196	0,1684	0,3752	0,0000	0,0000	1,0000
RL	196	334.0411	0,6176	2670.988	-6.1632	23.761,91
AFin	196	1,4256	5,0536	1,6682	- 37,5149	48,8029

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Legenda: IS é o índice de suavização do resultado; Amort é a amortização do período do *goodwill*; Imp é a perda por *impairment* do *goodwill*; Tam é o logaritmo do tamanho da empresa; BigF é a empresa ser auditada por *big four*; MtB é a diferença negativa entre o valor de mercado e o valor contábil na empresa; RL é o resultado do exercício da empresa; AFin é a alavancagem financeira.

Já a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil (MtB) foi observada em 16,84% da amostra, ou seja, 33 empresas continham o valor contábil superior ao valor de mercado. Isso indica que há ativos que estão supervalorizados. Após a adoção das normas internacionais, 20,64% apresentam essa diferença, conforme a Tabela 22, o que pode indicar que os gestores não estão efetuando a baixa total ou parcial dos ativos. O que pode ser decorrente a complexidade e alto custo, como elencado por Schatt et al. (2016).

Em relação à baixa do *goodwill*, pode-se observar que, entre 2014 e 2021, apenas 78 baixas por perda do valor recuperável foram realizadas pelas empresas não financeiras brasileiras, sendo que a média da perda foi de \$289,85 de milhares de reais. Já o valor mínimo

do *goodwill* também foi zero em razão da ocorrência da baixa total do seu valor. O baixo reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill* foi encontrado por Olante (2013), Amaro et al. (2015), Glaum et al. (2018), Choi e Nam (2019) e Amel-Zadeh et al. (2020).

Tabela 22 – Estatísticas descritivas pós-adoção das normas internacionais

Variável	Obs	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
IS	1002	2,21	68,93	2,00	- 710,00	1.213,00
Imp	78	- 289.850	781.035	- 29.916	- 4.126.163	- 14
Amort	42	- 2.788	3.648	- 652	- 15.617	1.565
BigF	1002	0,8325	0,3736	1,0000	0,0000	1,0000
Goodwill	1002	6,35834	1,0629	29,876	0,0000	484,8928
Tam	1002	15,4470	1,7313	15,3392	10,6574	20,7106
MtB	1002	0,2064	0,4049	0,0000	0,0000	1,0000
RL	1002	1525,09	0,5372	25.235,42	-188,71	528.973,9
AFin	1002	1,1111	30,8379	1,6023	- 369,0241	493,6786

Fonte: elaborada pela autora, 2023. **Legenda:** IS é o índice de suavização do resultado; Amort é a amortização do período do *goodwill*; Imp é a perda por *impairment* do *goodwill*; Tam é logaritmo do tamanho da empresa; BigF é a empresa ser auditada por *big four*; MtB é a diferença negativa entre o valor de mercado e o valor contábil na empresa; RL é o resultado do exercício da empresa; AFin é a alavancagem financeira.

Já as 42 observações pós-adoção das normas internacionais que sinalizaram a amortização do *goodwill* se referem a nove empresas (entre elas, Alupar Investimentos S.A., Ecorodovias S.A. e Tecnisa S.A.) que, ao longo dos anos, continuaram amortizando esse ativo. Conforme as notas explicativas, a baixa consiste em ágio por expectativa de rentabilidade futura atrelada a um contrato em concessão, e por isso, as empresas continuam a amortizá-lo. A Tabela 23 evidencia as notas explicativas dessas empresas sobre a amortização do *goodwill*.

Tabela 23 – Nota explicativa das empresas que com amortização do *goodwill* pós adoção normas internacionais

Empresa	Ano	Informação sobre amortização do <i>goodwill</i>
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.	2014-2021	“Os ágios que tenham sido alocados aos direitos de concessão, assim como aqueles relacionados, mas que não tenham sido alocados diretamente à concessão ou a outros ativos e passivos, e que tenham o benefício econômico limitado ao tempo (prazo definido) em razão de direito de concessão com vida útil definida, compõem o saldo do ativo intangível e são amortizados”
Santos Brasil Participações S.A.	2014-2016	“A partir de 1º de janeiro de 2009, segundo a orientação técnica OCPC 02 - Esclarecimentos sobre as Demonstrações Contábeis de 2008, esse ágio, fundamentado na expectativa de rentabilidade futura durante o prazo do contrato de arrendamento do Tecon 1 Santos, foi considerado com vida útil definida e sua amortização irá acompanhar o prazo residual do contrato de arrendamento. (...) O fundamento econômico do ágio na aquisição da Convicon é o de expectativa de rentabilidade futura durante o prazo de arrendamento do Terminal de Contêineres de Vila do Conde (nota explicativa nº 1.e)) e está sendo amortizado no prazo residual desse contrato. A aquisição de 100% das ações ordinárias representativas do capital social da então Union, na época arrendatária do Terminal de Carga Geral de Imbituba, por meio da então controlada Tremarctos Participações S.A., foi acordada pelo montante de R\$25.000, gerando ágio de R\$18.983. O fundamento econômico do ágio de aquisição do Terminal de Carga Geral é o de expectativa de rentabilidade futura durante o prazo do contrato de arrendamento do referido terminal e está sendo amortizado no prazo residual desse contrato.”
Centrais Elétricas de	2014-2021	“O ágio gerado na aquisição da ECTE é amortizado pelo prazo de concessão de prestação de serviços públicos da referida empresa”

Santa Catarina S.A.			
EDP Espírito Santo Distribuição de Energia S.A.	2014-2020		Ágio – Incorporação de sociedade controladora e Provisão para manutenção de dividendos “Refere-se à parcela cindida do ágio incorporado decorrente da aquisição de ações, o qual foi contabilizado de acordo com as Instruções CVM nº 319/99 e nº 349/99 e ICPC 09 e, conforme determinação da ANEEL, está sendo realizado pela curva entre a expectativa de resultados futuros e o prazo de concessão da Companhia. Conseqüentemente ao registro, foi reconhecido um crédito fiscal.”
Neoenergia S.A.	2014		“O ágio tem como fundamento econômico a perspectiva de resultados durante o prazo de exploração da concessão e tem origem na aquisição do direito de concessão delegado pelo Poder Público, nos termos da alínea b, do § 2º, do artigo 14 da Instrução CVM nº 247, de 27 de março de 1996, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 285 de 31 de julho de 1998. (...) O ágio está sendo amortizado pelo período remanescente de exploração da concessão, desde junho de 2000, em 319 parcelas mensais para Coelba, desde agosto de 2001, em 336 parcelas mensais para Celpe, desde dezembro de 2000, em 325 parcelas mensais para Cosern, desde maio de 2004, 248 parcelas mensais para Termopernambuco e dezembro de 2006, em 325 parcelas mensais para Itapebi e segundo a projeção anual de rentabilidade futura, como determina a Resolução ANEEL nº 195, de 07 de junho de 2000 para Coelba, nº 192, de 31 de maio de 2001 para Celpe, nº 474, de 30 de novembro de 2000 para Cosern.”
Alupar Investimento S.A.	2014-2017		“Os ágios têm como fundamento econômico a perspectiva de rentabilidade futura durante o prazo de exploração das concessões e estão sendo amortizados de forma linear durante o referido prazo.”
Tecnisa S.A.	2014-2015		“O saldo de ágio registrado nas demonstrações contábeis refere-se à aquisição de participação societária na empresa Jacira Reis Empreendimentos Imobiliários Ltda. no valor de R\$412, os quais possuem como fundamentação econômica a expectativa de rentabilidade futura dos empreendimentos imobiliários (vida útil definida) e são amortizados a partir do lançamento dos empreendimentos imobiliários levando em consideração o prazo médio de construção e venda das unidades imobiliárias, normalmente em até três anos”
Triunfo Participações e Investimentos S.A.	2015-2021		Não especifica o motivo da amortização.
Hidroviás do Brasil S.A.	2016-2017		Não especifica o motivo da amortização.

Fonte: elaborado pela autora.

Tanto antes quanto depois da adoção das normas internacionais, aproximadamente 84% da amostra foi auditada por *Big Four*. Considerando a amostra geral, 542 observações (cinco pré-adoção) relataram sobre o *goodwill* ou o teste de recuperabilidade do *goodwill*. Normalmente, os relatos estavam vinculados à posterior aquisição, com registro desse ativo ou no ano de reconhecimento da perda ou nos seguintes.

Em razão da quantidade de observações sobre a baixa do *goodwill* por meio do *impairment test*, foram utilizadas duas variáveis para verificar a relação com o índice de suavização. Assim, nas equações 7 e 8 utilizou-se a variável com o valor baixado e em forma de *dummy*. A Tabela 24 apresenta o resultado dos testes de Breusch Pagan, Chow e Hausman para identificar o modelo de regressão, bem como seus pressupostos. Pode-se observar que,

com exceção da regressão utilizando a *dummy* de amortização que resultou no modelo de efeitos fixos, as demais foram geradas pelo modelo POLS.

O teste de Fator da Variância (VIF) dos modelos resultou abaixo de 10, o que indica que não há indícios de multicolinearidade. Os dados também não apresentam autocorrelação, conforme o teste de Wooldridge, e têm a distribuição normal dos resíduos conforme o teste de Jarque-Bera. Apenas a *dummy impairment* não apresentou heterocedasticidade, conforme a significância do teste de Wald (efeito fixo) e dos testes de White (POLS), de modo que foi a única que não foi rodada pelo modelo robusto.

Tabela 24 - Teste de modelo das regressões e pressupostos (hipóteses 9 e 10)

Teste (p-value) / Regressão	Valor Amortização	Dummy Amortização	Valor Impairment	Dummy Impairment
Teste Breusch Pagan	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Teste de Chow	0.5704	0.0148	0.4682	0.9855
Teste de Hausman	0.865	0.0000	0.0012	0.8779
VIF	1.39	1.20	1.28	2.17
Heterocedasticidade	0.0416	0.0000	0.0020	0.9958
Autocorrelação (teste de Wooldridge)	0.6785	0.4721	0.2845	0.2481
Normalidade dos resíduos (Jarque-Bera)	0.9673	0.5642	0.3639	0.5580
Especificação do modelo (linktest)	0.895	0.595	0.612	0.314
Modelo regressão	POLS	Efeito fixo	POLS	POLS

Fonte: elaborada pela autora, 2023.

A Tabela 25 mostra a matriz de correlação entre as variáveis segundo a correlação de Pearson e a correlação de Spearman. Pode-se observar no Painel A da Tabela 25, que se refere à variável do valor da amortização do *goodwill*, que não há alta correlação entre as variáveis pelas duas matrizes (Pearson e Spearman). Também mostra uma correlação negativa entre o valor da amortização e o índice de suavização pela correlação de Pearson, o que indica que, por ser uma baixa sistemática, não influencia o gerenciamento de resultados.

Já o Painel B da Tabela 25 apresenta a matriz de correlação com a variável valor do *impairment* do *goodwill*, e essa variável está positivamente correlacionada com o índice de suavização, o que indica que pode ocorrer interferência no momento de reconhecer.

O Painel B da Tabela 25 mostram forte correlação entre as variáveis resultado líquido (*RL*) e *goodwill* (*Good*) de 0,886 e significativa a 1%. Fávero e Belfiore (2017) apontam que a existência de multicolinearidade pode ser indicada por um VIF superior a 4, além de uma *tolerance* baixa, o que não ocorre nesta pesquisa. Por isso, optou-se por permanecer com as duas variáveis, visto que, ao retirar uma delas, houve pouca alteração nos valores e o modelo permaneceu com as mesmas variáveis significativas.

Tabela 25 - Matriz de correlação de Pearson e Spearman (hipóteses 9 e 10)

Painel A: Valor da amortização do <i>goodwill</i> (pré-adoção das normas internacionais de contabilidade)								
	<i>IS</i>	<i>Amort</i>	<i>Good</i>	<i>Tam</i>	<i>BigF</i>	<i>MtB</i>	<i>RL</i>	<i>AFin</i>
<i>IS</i>	1.0	0.006	-0.137*	0.105	-0.019	-0.044	0.048	0.084
<i>Amort</i>	-0.023	1.0	-0.464***	-0.474***	-0.241***	0.107	0.009	0.025
<i>Good</i>	0.159**	-0.406**	1.0	0.137	0.141*	-0.051	0.310***	-0.028
<i>Tam</i>	0.045	-0.290***	0.091	1.0	0.063	-0.050	0.234***	0.075
<i>BigF</i>	0.141*	-0.090	0.113	0.162**	1.0	-0.212**	0.186**	0.213***
<i>MtB</i>	-0.198***	0.081	-0.081	-0.038	-0.259***	1.0	-0.191**	-0.187**
<i>RL</i>	0.285***	0.038	0.543***	-0.062	0.056	-0.059	1.0	0.571***
<i>AFin</i>	0.200***	-0.011	-0.051	0.054	0.075	-0.080	0.022	1.0
Painel B: Valor do <i>impairment</i> do <i>goodwill</i> (pós-adoção das normas internacionais de contabilidade)								
	<i>IS</i>	<i>Imp</i>	<i>Good</i>	<i>Tam</i>	<i>BigF</i>	<i>MtB</i>	<i>RL</i>	<i>AFin</i>
<i>IS</i>	1.0	0.280**	0.005	-0.056	0.194*	-0.145	0.114	-0.059
<i>Imp</i>	0.422***	1.0	-0.433***	-0.273**	-0.106	-0.218*	0.320***	-0.055
<i>Good</i>	-0.008	-0.484***	1.0	0.044	0.165	0.089	-0.074	0.142
<i>Tam</i>	0.066**	-0.359***	-0.099***	1.0	0.133	0.264**	0.106	0.154
<i>BigF</i>	0.029	-0.126	-0.071**	0.264***	1.0	0.163	0.266**	-0.002
<i>MtB</i>	-0.017	-0.416***	-0.047	-0.031	-0.108***	1.0	-0.391***	0.218*
<i>RL</i>	-0.002	0.005	0.886***	-0.017	0.028	-0.030	1.0	-0.060
<i>AFin</i>	0.099***	-0.073	0.038	0.011	0.003	0.004	0.001	1.0

Fonte: elaborada pela autora, 2023. No triângulo superior, está a matriz de correlação de Spearman e, no triângulo inferior, está a matriz de correlação de Pearson. Significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ***, ** e *.

A Tabela 26 explana os resultados da regressão sete que relaciona o gerenciamento de resultados com a amortização do *goodwill* no período pré-adoção das normas internacionais. Das 196 observações, 18 apresentaram o IS na faixa cinzenta, de modo que, ao analisar o comportamento da suavização de resultados por meio da *dummy*, foram utilizadas 178 observações, enquanto, ao analisar o comportamento por meio do valor da amortização do *goodwill*, 145 apresentaram o valor e não estavam na zona cinzenta.

Tabela 26 – Regressão da suavização de resultados da amortização do *goodwill*

Variáveis	Coluna 1 - Valor da amortização do <i>goodwill</i>			Coluna 2 - <i>Dummy</i> da amortização do <i>goodwill</i>		
	Coefficiente	Erro padrão	t	Coefficiente	Erro padrão	t
Constant	0.192	9.463	0.02	11.425	16.109	0.71
Amort	0.000003	0.000004	0.63	0.614	2.373	0.26
Good	0.314	0.445	0.70	0.235	0.259	0.91
Tam	0.191	0.564	0.34	-0.993	1.131	-0.88
BigF	-0.528	1.892	-0.28	-2.939	1.670	-1.76*
MtB	-5.624	3.005	-1.87*	-2.641	3.661	-0.72
RL	-0.0004	0.0004	-1.03	0.021	0.001	29.83***
AFin	0.424	0.474	0.89	0.411	0.311	1.32
	R ² ajustado	0.0819		R ² overall	0.0847	
	Nº observações	145		Nº observações	178	
	Teste F (p-value)	0.0151		Teste F (p-value)	0.0000	

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ***, ** e *.

A Coluna 1 da Tabela 26 mostra que somente a variável *MtB* foi significativa e está negativamente relacionada com o gerenciamento de resultados, o que pode indicar que, quando

o valor de mercado está acima do valor contábil, não ocorre a suavização de resultados. Já a Coluna 2 da Tabela 26 indica que a variável *RL* está positivamente relacionada com a suavização de resultados, indicando que o resultado ser positivo ou negativo influencia o gerenciamento de resultados. As demais variáveis de controle não foram significativas.

Tanto na Coluna 1 da Tabela 26 como na Coluna 2, a variável *amort* não foi significativa, o que indica que não há influência no índice de suavização. Conforme esperado, a hipótese 9, sobre o reconhecimento da amortização do *goodwill* não possuir relação com a suavização dos resultados, não foi rejeitada. Uma explicação pode ser que antes da adoção das normas internacionais, o *goodwill* era amortizado sistematicamente.

Assim, o valor alocado ao resultado do exercício era constante, conforme a vida útil estipulada, respaldam Wen e Moehrl (2016) ao indicar que esse era o maior julgamento feito para a amortização. Se por um lado não refletia o real consumo do ativo em questão, por outro não proporcionava brechas para que os gestores gerenciassem os resultados. Os resultados confirmam Hamberg e Beisland (2014) ao indagarem que a amortização não reflete a verdadeira redução do *goodwill*, o que não traz novas informações ao mercado acionário, como evidenciado por Amel-Zadeh et al. (2020).

Com a adoção das normas internacionais, a amortização do *goodwill* deixa de ser aplicada, sendo substituída pelo teste de recuperabilidade dos ativos, o *impairment test*. Como indicado por Atik (2009), as normas contábeis estão relacionadas ao gerenciamento de resultados, e Niyama et al. (2015) complementam sobre o grau de julgamento delas. Dito isso, a Tabela 27 apresenta os resultados para a suavização de resultados relacionada ao período pós-adoção das normas internacionais e baixa do *goodwill* pelo teste de *impairment*.

Conforme a Coluna 1 da Tabela 27, percebe-se que, quando observado o valor do teste de *impairment* do *goodwill*, ele encontra-se significativo e positivamente relacionado ao índice de suavização, o que pode indicar a relação do gerenciamento de resultados ao reconhecimento ou não da perda por *impairment* do *goodwill* após a adoção das normas internacionais.

Já pela Coluna 2 da Tabela 27, a *dummy* da perda por *impairment* do *goodwill* não foi significativa, o que pode ocorrer em razão do baixo reconhecimento da perda no período de 2014 a 2021, porque houve 76 registros e não há casos em que ocorreu a perda e não se evidenciou o valor dela. Conforme a Coluna 2, apenas a variável *AFin* foi significativa, o que indica que o nível de alavancagem financeira está relacionado à suavização de resultados, confirmando Habib (2005) e Karmon e Lubwama (1997).

Tabela 27 – Regressão da suavização de resultados do *impairment* do *goodwill*

Variáveis	Coluna 1 - Valor da perda por <i>impairment</i> do <i>goodwill</i>			Coluna 2 - <i>Dummy</i> da perda por <i>impairment</i> do <i>goodwill</i>		
	Coefficiente	Erro padrão	t	Coefficiente	Erro padrão	t
Constant	- 103.829	116.475	-0.89	- 36.212	20.984	-1.73*
Imp	0.0001	0.00002	2.72***	- 3.482	8.434	-0.41
Good	1.255	1.901	0.66	- 0.053	0.170	- 0.31
Tam	5.884	7.560	0.78	2.442	1.370	1.78*
BigF	13.249	12.767	1.04	1.857	6.405	0.29
MtB	44.479	27.872	1.60	- 2.387	5.585	-0.43
RL	- 0.468	0.404	-1.16	0.0001	0.0002	0.26
AFin	0.446	0.365	1.22	0.222	0.072	3.07***
	R ² ajustado	0.2796		R ² ajustado	0.0074	
	Nº observações	76		Nº observações	957	
	Teste F (p-value)	0.3416		Teste F (p-value)	0.0502	

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ***, ** e *.

Ao considerar que o valor observado da perda refletiu a expectativa de estar positivamente relacionada com a variável dependente IS, a hipótese 10 sobre o reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill* ter relação positiva com a suavização dos resultados não é rejeitada. A relação da suavização de resultados ao *impairment* do *goodwill* corrobora os achados de Abughzaleh et al. (2011), Abuaddous et al. (2014), Amaro et al. (2015), Cappellesso et al. (2017), Hong et al. (2018) e Choi e Nam (2019).

Assim, o estudo ratifica Amel-Zadeh et al. (2020) ao indicar que o *impairment* traz informações importantes para o mercado, e, na presente pesquisa, que a prática de reconhecer a perda pode indicar que a empresa esteja suavizando seus resultados.

A fim de testar o comportamento da baixa do *goodwill* antes e depois da adoção das normas internacionais, a Tabela 28 evidencia os pressupostos da regressão e o modelo a ser utilizado. Para explorar esse tópico, as variáveis *Imp* e *Amort* foram utilizadas sobre duas perspectivas: a primeira com todas as observações, utilizando zero para quando não houve evidenciação e interagindo com o pré e pós-adoção das normas internacionais (Coluna 1); a segunda excluindo as observações que não apresentaram a baixa do *goodwill* nem pelo *impairment test*, nem pela amortização (Coluna 2).

Tabela 28 – Teste de modelo das regressões e pressupostos (hipótese 11)

Teste (p-value) / Regressão	Coluna 1	Coluna 2
Teste Breusch Pagan	1.0000	1.0000
Teste de Chow	0.9972	0.4713
Teste de Hausman	0.4723	0.2671
VIF	2.00	1.16
Heterocedasticidade (teste de White)	0.9998	0.0000
Autocorrelação (teste de Wooldridge)	0.2771	0.3616
Normalidade dos resíduos (teste Jarque-Bera)	0.1000	0.1900
Especificação do modelo (linktest)	0.8760	0.0400
Modelo regressão	POLS	POLS (robusto)

Fonte: elaborada pela autora, 2023.

Como se observa pelos testes de Breusch Pagan, de Chow e de Hausman, ambos os modelos resultaram em POLS, porém, o segundo foi pelo modelo de regressão robusta em razão da heterocedasticidade encontrada no teste de White. Conforme o teste de Wooldrige e de Jarque-Bera, não houve autocorrelação e os resíduos são normais, respectivamente. Também não há multicolinearidade, conforme o VIF inferior a 10.

A Tabela 29 apresenta a matriz de correlação de Pearson e Spearman para os dados, ressaltando que não foi apresentada a correlação entre as variáveis *Imp (1)* e *Imp (2)* e *Amort (1)* e *Amort (2)* em razão de serem utilizadas em regressões diferentes.

Conforme a Tabela 29 o índice de suavização (*IS*) está positivamente relacionado com a variável *Imp*, sendo significativo, inclusive. Já a variável *Amort* encontra-se negativamente relacionada, apesar de não ser significativa. Por fim, as variáveis *RL* e *Good* estão altamente correlacionadas (0,88), por ambas serem variáveis de controle e, como ao retirar uma não proporcionava alterações nos modelos, optou-se por permanecer com ambas.

Tabela 29 - Matriz de correlação de Pearson e Spearman (hipótese 11)

	IS	Imp (1)	Imp (2)	Amort (1)	Amort (2)	Good	Tam	BigF	MtB	RL	AFin
IS	1.00	0.15 **	0.16 ***	-0.02	-0.06	-0.10	0.08	0.14 **	-0.08	0.19 ***	0.13 **
Imp (1)	0.12 ***	1.00		-0.62 ***		-0.24 ***	0.02	0.001	-0.12 *	0.39 ***	-0.01
Imp (2)	0.39 ***		1.00		-0.76 ***	-0.23 ***	-0.01	0.01	-0.11 *	0.38 ***	-0.01
Amort (1)	-0.001	-0.01		1.00		-0.06	-0.15 **	-0.06	0.18 ***	-0.23 ***	0.06
Amort (2)	-0.002		-0.05		1.00	-0.06	-0.17 ***	-0.09	0.15 **	-0.28 ***	0.04
Good	-0.01	-0.01	-0.30 ***	0.001	-0.23 ***	1.00	0.02	0.13 **	-0.04	0.14 **	0.06
Tam	0.06 **	-0.09 ***	-0.22 ***	-0.08 ***	-0.19 ***	-0.09 ***	1.00	0.10	0.06	0.15 **	0.08
BigF	0.03	-0.04	-0.06	-0.04	-0.06	-0.06 **	0.25 ***	1.00	-0.12 **	0.19 ***	0.14 **
MtB	-0.02	-0.13 ***	-0.26 ***	0.04	0.09	-0.04	-0.03	-0.13 ***	1.00	-0.27 ***	0.001
RL	-0.001	0.005	0.03	0.01	0.03	0.88 ***	-0.02	0.03	-0.03	1.00	0.35 ***
AFin	0.10 ***	-0.01	-0.06	-0.001	-0.001	0.04	0.01	0.01	0.002	0.001	1.00

Fonte: elaborada pela autora, 2023. No triângulo superior, está a matriz de correlação de Spearman e, no triângulo inferior, está a Matriz de correlação de Pearson. Significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ***, ** e *. Legenda: Imp (1) interação entre IFRS pós-adoção das normas internacionais e valor do *impairment* do *goodwill*. Imp (2) valor do *impairment* do *goodwill*. Amort (1) interação entre IFRS pré-adoção das normas internacionais e valor da amortização do *goodwill*. Amort (2) valor da amortização do *goodwill*.

A Tabela 30 apresenta a regressão da Equação 13, relacionando a suavização de resultados com a baixa do *goodwill* pela amortização e pelo *impairment*. A Coluna 1 refere-se a todas as observações, ou seja, zero quando não havia valor para a amortização ou *impairment*

no período analisado, e a Coluna 2 somente às que tinham valor na amortização ou no *impairment* do *goodwill* no período.

Tabela 30 – Regressão da suavização de resultados nos períodos pré e pós-adoção da IFRS

Variáveis	Coluna 1			Coluna 2		
	Coefficiente	Erro padrão	t	Coefficiente	Erro padrão	t
Constant	- 40.7414	17.9204	-2.27**	- 50.3008	49.9982	- 1.01
Imp x IFRS	0.00004	0.00001	4.46***	0.00005	0.00002	2.49**
Amort x IFRS	0.00001	0.00003	0.22	0.00001	0.00001	1.39
Good	- 0.0265	0.1529	-0.17	0.4793	0.6480	0.74
Tam	2.6769	1.1721	2.28**	3.0815	3.2524	0.95
BigF	2.9364	5.3857	0.55	7.2257	4.1900	1.72*
MtB	0.1771	4.7995	0.04	11.0554	9.4460	1.17
RL	0.00003	0.0002	0.14	- 0.0003	0.0002	- 1.10
AFin	0.2260	0.0658	3.44***	0.2382	0.1114	2.14**
	R ² ajustado	0.0247		R ² ajustado	0.1875	
	Nº observações	1134		Nº observações	264	
	Teste F (p-value)	0.0000		Teste F (p-value)	0.2066	

Fonte: elaborada pela autora, 2023. Significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente, ***, ** e *.

Pode-se observar que, tanto na Coluna 1 como na Coluna 2, a variável de controle *AFin* foi significativa, o que indica que o nível de alavancagem financeira está relacionado à suavização de resultados mesmo após a adoção das normas internacionais, confirmando Karmon e Lubwama (1997) e Habib (2005), ou seja, as empresas brasileiras utilizam-se da alavancagem financeira para suavizar seus resultados e proporcionar um retorno sobre o Patrimônio Líquido dos acionistas.

Entre as demais variáveis de controle, apenas a *Tam* foi significativa na Coluna 1 e a *BigF* na Coluna 2. O tamanho da empresa (*Tam*) influenciar no gerenciamento de resultados corrobora Habib (2005), Silva et al. (2017) e Gonçalves et al. (2019) porque uma empresa de grande porte pode querer manter seus resultados sem grandes variações para continuar mantendo os investidores negociando os papéis. Além disso, pelo porte, pode ser considerada mais estável, e com isso suaviza seus resultados para não haver surpresas nos informes trimestrais.

No entanto, ser auditado por uma das quatro maiores empresas de auditoria (Ernst & Young, Deloitte, PricewaterhouseCoopers e KPMG – *BigF*) estar relacionado à suavização de resultados ratifica Gonçalves et al. (2019). Cabe ressaltar que das 1.134 observações, 944 foram auditadas por *big four*, o que pode acarretar essa relação. Mas, como Gonçalves et al. (2019) destacaram, a empresa que pratica gerenciamento de resultados ser auditada por uma *big four* não significa que os auditores concordem com a prática de suavizar os resultados.

Quando observado se o *impairment* do *goodwill* foi assunto da auditoria, tem-se que 518 pareceres informaram que o *goodwill* foi alvo do auditor, sendo reconhecidas 81 perdas por

impairment do *goodwill*. Dessa forma, os achados contribuem com Chen et al. (2019), visto que a sinalização de informação sobre o teste de recuperabilidade está atrelada a ser auditado por uma *BigF* como uma forma de mitigar os riscos envolvidos.

A variável *Amort* nas Colunas 1 e 2 não foi significativa, o que valida a afirmação de que, por ser uma baixa do *goodwill* reconhecida no resultado de forma sistemática, não influencia a suavização de resultados, reafirmando Wen e Moehrle (2016), Amel-Zadeh et al. (2020) e Hamberg e Beisland (2014).

Por outro lado, a variável *Imp* foi positiva e significativamente relacionada à suavização de resultados. Isso indica que, com a adoção das normas internacionais, o julgamento da baixa do *goodwill* pode ser utilizado para que ocorra tanto reconhecimento de perdas tardias como antecipação delas, confirmando Filip et al. (2015), Choi e Nam (2019) e Quaranta et al. (2019). Isso porque o *goodwill* entra no terceiro nível do valor justo, pois não há como ter outro *goodwill* idêntico ou similar no mercado, o que faz o fluxo de caixa a valor presente o método utilizado para o cálculo do valor em uso e do valor justo.

O fato de existir essa possibilidade faz com que a pesquisa respalde Wang et al. (2015), Caruso et al. (2016) e Cappellesso et al. (2017) no sentido de que a empresa pode escolher o momento e se vai reconhecer, além do valor da perda. E considerando a Teoria da Sinalização, a empresa reconhecerá a perda quando for favorável a ela, reforçando Alves e Silva (2020) sobre o reconhecimento ocorrer quando os investidores não perceberem o impacto no resultado.

O esperado era que a variável *Imp* possuísse um coeficiente superior ao da variável *Amort*, visto que a mudança na forma de sinalizar a baixa do *goodwill* contribuiria para o gerenciamento de resultados por meio da suavização. Assim, a hipótese 11 não é rejeitada, de modo que o período posterior à adoção das normas internacionais com reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill* possui maior suavização dos resultados do que o período anterior à adoção das normas internacionais, com reconhecimento da amortização do *goodwill*.

Dessa forma, observa-se que, com a adoção das normas internacionais, a sinalização da baixa do *goodwill* passou a ser utilizada como meio de gerenciar o resultado, registrando a perda por *impairment* de maneira adiantada ou tardia para que o resultado do exercício se mantivesse sem variações bruscas, proporcionando ao investidor menos riscos sobre os lucros esperados, corroborando Dechow e Skinner (2000) sobre as referências a lucros.

4.5 CONCLUSÃO

Neste estudo examinou-se o efeito da sinalização da amortização e da perda por *impairment* do *goodwill* no período pré e pós-adoção da IFRS na suavização de resultados em empresas brasileiras. Para isso, foram utilizados oito anos para a amortização como período pré-adoção da IFRS (2001 a 2008) e oito anos para o *impairment test* como período pós-adoção da IFRS (2014 a 2021).

A pesquisa contou com 1.135 observações, das quais 196 referem-se ao pré-IFRS, em que 159 empresas apresentaram o valor da baixa do *goodwill* por meio da amortização. Já 1.002 fazem referência ao pós-IFRS, em que 78 empresas evidenciaram a perda por *impairment* do *goodwill*. Apesar de as empresas sempre indicarem a realização dos testes, o baixo reconhecimento pode ser um indicativo de que haja gerenciamento de resultados, principalmente, por a pesquisa ter abordado o período de pandemia do coronavírus, em que diversas empresas sofreram com o *lockdown* e somente 20 das 181 registraram perdas em 2020 e 2021. Além de outras crises como a hídrica no setor de utilidade pública em 2014, a político-econômica de 2015 e 2016.

Por ser algo sistemático, a amortização não se configurou como relacionada à suavização de resultados, de modo que os gestores não puderam utilizar a baixa do *goodwill* no período pré-IFRS para que seus resultados nesse intervalo não oscilassem. Por sua vez, o *impairment* do *goodwill* mostrou-se relacionado à suavização de resultados, justamente pelo fato de não haver necessidade de reconhecimento anual da perda do benefício futuro.

Enquanto a amortização não emite sinais para os usuários externos, o *impairment* do *goodwill* emite, justamente por ser visto como uma informação interna que o gestor possui. No caso de o benefício futuro do *goodwill* não estar mais de acordo ao proposto no momento do seu fundamento (aquisição).

A discussão em torno do método de baixa foi um dos tópicos discutidos pela IFRS entre 2019 e 2021, em que foi sugerida a reintrodução da amortização. Se de um lado tem-se um método de baixo custo e sem julgamentos, de outro lado, há um alto grau de julgamento e cálculos complexos. Dessa forma, o trabalho contribui para evidenciar que o método da baixa por *impairment* envolve o gerenciamento de resultados, em que a empresa decide o melhor momento para o reconhecimento, proporcionando ao investidor estabilidade em seu resultado atual e futuro e resultados de curto prazo, conforme o esperado.

Este estudo contribui para a literatura da Teoria da Sinalização confirmando que no momento que for mais benéfico para a empresa será divulgada a perda do *goodwill*, de forma

que tenda a não prejudicar a reputação do gestor perante o mercado acionário. Contribui também para a literatura do gerenciamento de resultados ao preencher a lacuna sobre o método de baixa do *goodwill* antes e depois da adoção das normas internacionais pelas empresas brasileiras, utilizando a metodologia do *income smoothing*.

Limitações decorrem do período e país analisado, visto que a bolsa de valores brasileira foi criada em 1986 e o período de coleta para o índice de suavização iniciou em 1991, o que propiciou um menor número de empresas para o período pré-IFRS. Outro fator limitador é o número de observações, visto que o *impairment* do *goodwill* não é reconhecido com frequência pelas empresas. Para pesquisas futuras, sugere-se expandir a amostra, analisando outros países que aderiram às normas internacionais e verificando o comportamento da baixa do *goodwill* por meio da suavização de resultados.

REFERÊNCIAS

- Abuaddous, M., Hanefah, M. M., & Laili, N. H. (2014). Accounting standards, *goodwill* impairment and earnings management in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 6(12), 201-211. [10.5539/ijef.v6n12p201](https://doi.org/10.5539/ijef.v6n12p201)
- AbuGhazaleh, N. M., Al-Hares, O. M., & Roberts, C. (2011). Accounting discretion in *goodwill* impairments: UK evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(3), 165-204. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2011.01049.x>
- Alves, K. R. C. P., & Silva, C. A. T. (2020). Determinantes do reconhecimento da perda pelo impairment test. *Revista Ambiente Contábil*, 12(2), 112-135. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2020v12n2ID19759>
- Alves, S. (2013). The association between *goodwill* impairment and discretionary accruals: Portuguese evidence. *Journal of Accounting, Business and Management*, 20(2), 84-98.
- Amaro, H. D., Bachmann, R. K. B., Fonseca, M. W., & Espejo, M. M. D. S. B. (2015). Impairment e Alisanmento de Resultados: um Estudo em Companhias do Setor de Energia Elétrica Listadas na BM&FBovespa. *Revista Mineira de Contabilidade*, 16(1), 18-26.
- Amel-Zadeh, A., Faasse, J., Li, K., & Meeks, G. (2013). Has accounting regulation secured more valuable *goodwill* disclosures. Working paper, University of Cambridge. Available at SSRN, 2306584.
- Amel-Zadeh, A., Faasse, J., Li, K., & Meeks, G. (2020). Stewardship and value-relevance in accounting for the depletion of purchased goodwill. *Accounting for M&A: Uses and abuses of accounting in monitoring and promoting merger*. Routledge Studies in Accounting, 79-112.
- Amran, N. A. (2012). Mission statement and company performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Business and Behavioral Sciences*, 2(4), 98-107.
- Andrews, R. (2012). Fair Value, earnings management and asset impairment: The impact of a change in the regulatory environment. *Procedia Economics and Finance*, 2, 16-25. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00060-3](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00060-3)
- Atik, A. (2009). Detecting income-smoothing behaviors of Turkish listed companies through empirical tests using discretionary accounting changes. *Critical Perspectives on Accounting*, 20(5), 591-613. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2008.01.003>

- Avallone, F., & Quagli, A. (2015). Insight into the variables used to manage the *goodwill* impairment test under IAS 36. *Advances in accounting*, 31(1), 107-114. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2015.03.011>
- Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2014, March). *Goodwill* under IFRS: Relevance and disclosures in an unfavorable environment. *Accounting Forum* (38)1, 1-17. <http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2013.11.001>
- Beidleman, C. R. (1973). Income smoothing: The role of management. *The Accounting Review*, 48(4), 653-667.
- Brennan, M. J. (1991). A perspective on accounting and stock prices. *The Accounting Review*, 66(1), 67-79.
- Cappellesso, G., Rodrigues, J. M., & Prieto, M. F. (2017). Redução ao Valor Recuperável do *Goodwill*: Evidências do Gerenciamento de Resultados em sua Determinação. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(3), 286-303. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2017100303>
- Caruso, G.D., Ferrari, E. R., & Pisano, V. (2016). Earnings management and *goodwill* impairment: An empirical analysis in the Italian M&A context. *Journal of Intellectual Capital*, 17(1), 120-147. <http://dx.doi.org/10.1108/JIC-09-2015-0081>
- Carvalho, C., Rodrigues, A. M., & Ferreira, C. (2016). The recognition of *goodwill* and other intangible assets in business combinations – The Portuguese case. *Australian Accounting Review*, 26(1), 4-20. <https://doi.org/10.1111/auar.12073>
- Chen, V. Y., Keung, E. C., & Lin, I. M. (2019). Disclosure of fair value measurement in *goodwill* impairment test and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(3), 01-21. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100160>
- Choi, J. S., & Nam, J. A. (2019): Does managerial discretion affect the value relevance of *goodwill* impairment information under IFRS? Korean evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27(1), 1-23. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1686813>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- d'Arcy, A., & Tarca, A. (2018). Reviewing IFRS *goodwill* accounting research: Implementation effects and cross-country differences. *The International Journal of Accounting*, 53(3), 203-226. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.07.004>
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>
- Eckel, N. (1981). The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus*, 17(1), 28-40. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00099.x>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Filip, A., & Raffournier, B. (2014). Financial crisis and earnings management: The European evidence. *The International Journal of Accounting*, 49(4), 455-478. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.10.004>
- Filip, A., Jeanjean, T., & Paugam, L. (2015). Using real activities to avoid *goodwill* impairment losses: Evidence and effect on future performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(3-4), 515-554. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12107>
- Fudenberg, D., & Tirole, J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political economy*, 103(1), 75-93.
- Garcia, I. A. S, Lucena, W. G. L., & Gomes, A. K. L. J. (2020). Dissonância Cognitiva ou Teoria da Agência, o que Explica a Perda por Impairment do *Goodwill*? *Contabilidade*,

- Gestão e Governança, 23 (2), 200-217. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2020v23n2a4
- Garzella, S., Ferri, S., Fiorentino, R., & Paolone, F. (2020), "The (in)coherence in accounting for goodwill: Implications for a revision of international accounting standards", *Meditari Accountancy Research*, Vol. 28 No. 2, pp. 311-325. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2018-0398>
- Givoly, D., & Ronen, J. (1981). 'Smoothing' manifestations in fourth quarter results of operations: some empirical evidence. *Abacus*, 17(2), 174-193. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00108.x>
- Glaum, M., Landsman, W. R., & Wyrwa, S. (2018). Goodwill Impairment: The Effects of Public Enforcement and Monitoring by Institutional Investors. *The Accounting Review* 93(6). 149–180. doi: <https://doi.org/10.2308/accr-52006>
- Góis, A. D., & Soares, S. V. (2019). O Efeito Da Reputação Corporativa Segundo A Transparência Contábil No Gerenciamento De Resultados De Empresas Listadas Na B3. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 13(2) 219-234. <https://doi.org/10.17524/repec.v13i2.2229>
- Gonçalves, C., Ferreira, L., Rebelo, E., & Fernandes, J. S. (2019). Big bath e imparidades do goodwill. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(2), 312-331. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i2.3977>
- Habib, A. (2005). Firm-specific determinants of income smoothing in Bangladesh: An empirical evaluation. *Advances in International Accounting*, 18, 53-71. [https://doi.org/10.1016/S0897-3660\(05\)18003-9](https://doi.org/10.1016/S0897-3660(05)18003-9)
- Hamberg, M., & Beisland, L. A. (2014). Changes in the value relevance of goodwill accounting following the adoption of IFRS 3. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23(2), 59-73. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2014.07.002>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Hong, P. K., Paik, D. G., & Smith, J. V. D. L. (2018). A study of long-lived asset impairment under US GAAP and IFRS within the US institutional environment. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 74-89. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.05.001>
- Iatridis, G. E. (2018). Accounting discretion and executive cash compensation: An empirical investigation of corporate governance, credit ratings and firm value. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 29-49. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.02.008>
- Imhoff, E. A., (1977). 'Income Smoothing - A Case for Doubt', *Accounting Journal*, Spring.
- International Financial Reporting Standards (2023). *Goodwill and Impairment*. Recuperado de: <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/goodwill-and-impairment/#current-stage>
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Yang, D. H. (2005). Determinants of signaling by banks through loan loss provisions. *Journal of Business Research*, 58(3), 312-320. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2003.06.002>
- Karmon, D. J., & Lubwama, C. W. (1997). An events-study approach to detecting income-smoothing activities: Some evidence from multinational corporations. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 6(1), 75-95. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(97\)90013-6](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(97)90013-6)
- Martins, E. (2020). Goodwill: baixa, amortização ou impairment? E quando originado do passivo?. *Revista Fipecafi de Contabilidade, Controladoria e Finanças (RFCC)*, 1(1), 5-19.

- Mohd-Saleh, N., & Jaffar, R. (2011). The Impact of Assets Disposal and Economic Crisis on The Valuation of Assets Write-Offs. *Journal of Business Management and Accounting*, 1(1), 41-62.
- Mokhtar, E. S. (2010). Investigating risk reporting practices in Egypt (Tese). Cardiff University, Cardiff, País de Gales.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and business Research*, 18(69), 47-56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Niyama, J. K., Rodrigues, A. M. G., & Rodrigues, J. M. (2015). Algumas reflexões sobre contabilidade criativa e as normas internacionais de contabilidade. *Revista Universo Contábil*, 11(1), 69-87. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015104>
- Norris, K. B., & Ayres, F. L. (2000). Security market reaction to purchase business combinations at the first earnings announcement date. *Journal of Business Research*, 49(1), 79-88. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(98\)00118-0](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(98)00118-0)
- Olante, M. E. (2013). Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses—Evidence from the US. *Advances in Accounting*, 29(2), 243-254. <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2013.09.010>
- Pronunciamento Técnico CPC 01, de 07 de outubro de 2010. Redução ao Valor Recuperável. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/27_CPC_01_R1_rev%2012.pdf
- Pronunciamento Técnico CPC 15, de 3 de junho de 2011. Combinação de Negócios. Recuperado de static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2013.pdf
- Quaranta, A.G., Di Gabriele, N., & Zigiotti, E. (2019), "Impairment of intangible assets and disclosure by Italian banks", *Managerial Finance*, 45(2), 311-330. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0352>
- Ragothaman, S., & Bublitz, B. O. (1996). An empirical analysis of the impact of asset writedown disclosures on stockholder wealth. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35(3), 32-47.
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de Resultados e Nível dos Accruals Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. *Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.3.6>
- Sankar, M. R., & Subramanyam, K. R. (2001). Reporting discretion and private information communication through earnings. *Journal of Accounting Research*, 39(2), 365-386. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00017>
- Santos, A. C., Starosky, L., & Klann, R. C. (2014). Efeitos do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no value relevance das demonstrações contábeis de organizações brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(22), 95-118. <http://dx.doi.org.br/10.5007/2175-8069.2014v11n22p95>
- Schatt, A., Doukakis, L., Bessieux-Ollier, C., & Walliser E. (2016) Do Goodwill Impairments by European Firms Provide Useful Information to Investors?, *Accounting in Europe*, (13)3, 307-327, <https://doi.org/10.1080/17449480.2016.1254348>
- Silva, J. P., Borges, T. J. G., Gonçalves, R. S., & Nascimento, D. V. R. (2017). Convergência ao padrão IFRS e suavização de resultados em empresas de energia elétrica. *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 14(4), 281-296. <https://doi.org/10.4013/base.2017.144.04>
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of accounting research*, 32(1), 38-60. <https://doi.org/10.2307/2491386>
- Souza, M. M. (2015). Big bath: evidências brasileiras na adoção inicial da norma que trata de redução no valor recuperável do goodwill. *Revista Ambiente Contábil*, 7(1), 35-50.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355- 374. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>

- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *The American Economic Review*, 92(3), 460-501. <https://doi.org/10.1257/00028280260136363>
- Sun, J. (2011). The effect of analyst coverage on the informativeness of income smoothing. *The International Journal of Accounting*, 46(3), 333-349. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.07.005>
- Tsalavoutas, I. (2011). Transition to IFRS and compliance with mandatory disclosure requirements: What is the signal?. *Advances in Accounting*, 27(2), 390-405. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.08.006>
- Vogt, M., Pletsch, C. S., Morás, V. R., & Klann, R. C. (2016). Determinants of goodwill impairment loss recognition. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 349-362. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201602010>
- Wang, W. K., Chan, Y. C., Lu, W. M., & Chang, H. (2015). The impacts of asset impairments on performance in the Taiwan listed electronics industry. *International Journal of Production Research*, 53(8), 2410-2426. <https://doi.org/10.1080/00207543.2014.972526>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.
- Wen, H., & Moehle, S. R. (2016). Accounting for goodwill: An academic literature review and analysis to inform the debate. *Research in Accounting Regulation*, 28(1), 11-21. <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2016.03.002>
- Yildiz, Y. (2021). Foreign institutional investors, information asymmetries, and asset valuation in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 56, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101381>
- Yu, K., Hagigi, M., & Stewart, S. D. (2018). Income smoothing may result in increased perceived riskiness: Evidence from bid-ask spreads around loss announcements. *Journal of Corporate Finance*, 48, 442-459. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.007>

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta tese analisou o efeito da sinalização da combinação de negócios no retorno anormal e na suavização de resultados das companhias de capital aberto brasileiras. Para isso, tomou como base a Teoria da Sinalização, que foi desenvolvida por Spence (1973) ao indagar sobre a assimetria informacional entre o contratante (receptor) e o trabalhador (sinalizador). No contexto de assimetria, Morris (1987) introduz a Teoria da Sinalização na contabilidade, pois os gestores têm informações que os usuários externos não conhecem. Pela Teoria da Sinalização, as informações serão emitidas ao mercado quando proporcionarem benefícios para a empresa, e somente empresas que têm qualidade nos sinais terão esses benefícios, mesmo que o sinal emitido tenha cunho negativo (Connelly et al., 2011).

Dessa forma, para atender ao objetivo geral da tese, com respaldo na Teoria da Sinalização, exploraram-se os fatos relevantes de combinação de negócios e sua relação com o retorno anormal das ações, além das características sobre a transação de aquisição que podem ser sinalizadas ao mercado. No período de 2010 a 2021, analisou-se a reação do mercado acionário brasileiro frente às empresas que sinalizaram a aquisição do controle de outra companhia.

Em uma combinação de negócios, pode-se registrar um *goodwill*, que não é amortizado desde a adoção das normas internacionais de contabilidade, mas é testado anualmente sua recuperabilidade. A mudança de algo sistemático para algo eventual pode ocasionar o gerenciamento de resultados, e para isso foram explorados os períodos de 2001 a 2008 e de 2014 a 2021. Os três pontos explorados (fatos relevantes da combinação, características e baixa do *goodwill*) são sinais que visam auxiliar os usuários externos, principalmente os investidores, a atualizarem suas percepções sobre determinada empresa ou grupo de empresas.

O primeiro objetivo específico examinou o efeito da divulgação do fato relevante da combinação de negócios no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Foram analisados os fatos relevantes da intenção e da conclusão da combinação de negócios, além de comparar em qual deles o mercado proporcionou um retorno superior. Outro fato relevante analisado diz respeito aos que desmentiam boatos sobre combinações de negócios. Os resultados apontaram que desmentir notícias pode ser considerado benéfico pelos investidores. Mesmo que não resulte em uma aquisição de empresa, o mercado acionário reage ao fato relevante de empresas que negam as transações. O mesmo ocorre quando a empresa decide adquirir uma companhia e sinaliza essa informação aos potenciais investidores: ela

diminuiu a assimetria informacional existente entre gestor e usuários externos e, assim, o mercado reage positivamente ao anúncio nos primeiros dias.

Entretanto, a continuidade desse fato, ou seja, após a aprovação do conselho da empresa e do CADE, não se mostrou relevante para o mercado, o que pode ocorrer em virtude de a informação já ter sido absorvida anteriormente ou não se trazer novas informações aos investidores. Quando comparados os fatos relevantes da intenção e da conclusão da combinação de negócios em empresas que emitiram os dois fatos, percebe-se que não é comum a continuidade, visto que, dos 633 fatos relevantes de intenção, apenas 42 sinalizaram a conclusão ao mercado, o que pode ter acarretado a não significância dos grupos.

O segundo objetivo específico examinou o efeito da sinalização das características da combinação de negócios por meio do fato relevante no retorno anormal das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Além de sinalizar ao mercado a intenção, a empresa pode descrever detalhes, o que é recomendado pelos órgãos reguladores. Por isso, foram analisados o tipo da transação, o método de pagamento, se houve a informação de um benefício econômico futuro (*goodwill*) e se a adquirente foi a matriz ou a subsidiária. Os achados ressaltam a importância de a empresa sinalizar as informações sobre a aquisição de controle, porque a aquisição ser feita pela matriz ou por uma subsidiária não se mostrou diferente, indicando que os investidores entendem o sinal emitido de que as controladas estão realizando combinações de negócios e isso refletirá no desempenho consolidado da companhia.

Já a sinalização do *goodwill*, seja pelo valor estimado, seja pela indicação de que resultará em benefícios econômicos futuros, proporciona um retorno anormal positivo e superior àquela que não o divulga, então deve se tornar um ponto que os gestores precisam sinalizar em seus fatos. O mesmo não ocorre com o tipo de transação, em que ambos os tipos geraram retornos anormais positivos, o que indica que tanto a minimização do risco como a redução dos custos de produção são vistas como relevantes para os investidores. Já o método de pagamento não se mostrou um melhor que o outro, se em dinheiro ou em ações, financiamentos ou outros. Isso indica que o fato de a empresa informar como pretende fazer esse pagamento, se com caixa ou assumindo dívidas, é indiferente, desde que seja informado.

E o terceiro objetivo específico examinou o efeito da sinalização da amortização e da perda por *impairment* do *goodwill* no período pré e pós-adoção da IFRS na suavização de resultado em empresas brasileiras. No período pré-IFRS, o *goodwill* era baixado sistematicamente por meio da amortização, enquanto no pós-IFRS é realizado o teste de *impairment* para verificar a recuperabilidade do valor registrado. Os resultados mostraram que,

antes da adoção das normas internacionais, o *goodwill* reconhecido em uma combinação de negócios não era utilizado para a suavização dos resultados justamente por ser uma despesa sistemática, e não haveria motivos para o gestor reconhecer um valor diferente a cada exercício.

Quando analisado o período pós-IFRS, o *goodwill* deixou de ser baixado anualmente, pois não há mais uma obrigação contábil de sua baixa, apenas quando o teste de *impairment* indicar, o que foi observado por 78 vezes entre 2014 e 2021. A baixa quantidade de registro da perda por *impairment* do *goodwill* junto ao fato de estar positivamente relacionada com a suavização de resultados sugerem que os gestores fazem uso da subjetividade do teste de recuperabilidade para gerenciar seus resultados.

A Tabela 31 sintetiza as hipóteses de pesquisa e seus resultados.

Tabela 31 – Síntese dos resultados

Hipótese	Resultado
<i>H1: A sinalização de um fato relevante sobre boatos de combinação de negócios possui efeito no retorno anormal da empresa adquirente.</i>	Não é rejeitada
<i>H2: A sinalização do fato relevante da intenção de combinação de negócios possui efeito positivo no retorno anormal da empresa adquirente.</i>	Não é rejeitada
<i>H3: A sinalização do fato relevante da combinação de negócios concluída possui efeito positivo no retorno anormal da empresa adquirente.</i>	É rejeitada
<i>H4: A sinalização do fato relevante da intenção de combinação de negócios possui efeito positivo maior no retorno anormal da empresa adquirente do que o fato relevante da combinação de negócios concluída.</i>	É rejeitada
<i>H5: O fato relevante de combinação de negócios de uma empresa quando sinaliza um goodwill possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas em que não há sinalização.</i>	Não é rejeitada
<i>H6: A sinalização do fato relevante da combinação de negócios do tipo conglomerado possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas classificadas como horizontais ou verticais.</i>	É rejeitada
<i>H7: A sinalização do fato relevante da combinação de negócios com a contraprestação em dinheiro possui efeito positivo no retorno anormal superior àquelas classificadas como financiamento, parcelado ou ações.</i>	É rejeitada
<i>H8: A sinalização do fato relevante de combinação de negócios, feito por uma subsidiária da controladora, possui efeito no retorno anormal da empresa adquirente.</i>	Não é rejeitada
<i>H9: O reconhecimento da amortização do goodwill não possui relação com a suavização dos resultados.</i>	Não é rejeitada
<i>H10: O reconhecimento da perda por impairment do goodwill possui relação positiva com a suavização dos resultados.</i>	Não é rejeitada
<i>H11: O período posterior à adoção das normas internacionais com reconhecimento da perda por impairment do goodwill possui maior suavização dos resultados do que o período anterior à adoção das normas internacionais, com reconhecimento da amortização do goodwill.</i>	Não é rejeitada

Fonte: elaborada pela autora, 2023.

Os resultados encontrados denotam que as combinações de negócios propiciam sinais aos usuários externos das informações. A emissão do fato relevante sinaliza ao investidor uma transação que modifica a estrutura da empresa e que, se não fosse sinalizado em tempo hábil, tornar-se-ia conhecida das demonstrações intermediárias ou anuais, caso o gestor decidisse informar, mas perderia sua tempestividade. O mesmo ocorre com a sinalização do *goodwill*.

Fraunhoffer e Schiereck (2012) apontam que a divulgação é um modo de reduzir a assimetria informacional entre os interessados.

O *goodwill* é um importante fator da combinação, pois recebe um percentual alto da alocação da contraprestação (Fraunhoffer & Schiereck, 2012; Paugam et al., 2015; Pimenta et al., 2015) e após a adoção das normas internacionais tem sua baixa realizada pelo *impairment test* ou descontinuidade do investimento. A sinalização do *impairment* do *goodwill* pode ser observada com o cunho negativo, afinal, os benefícios econômicos futuros não se realizarão. Conforme Connelly et al. (2011), mesmo um sinal de cunho negativo pode ser absorvido pelo mercado como algo positivo, pois reduz a assimetria informacional. Ainda, um *goodwill* adquirido ao longo dos anos está gerando a rentabilidade pretendida, mas os investidores podem se questionar se o valor registrado continua sendo totalmente recuperável, e, ao sinalizar a perda, faz com que os investidores atualizem suas perspectivas sobre aquela combinação de negócios.

Nesta tese defendia-se que o efeito da sinalização da combinação de negócios reflete positivamente no retorno anormal e provoca a suavização de resultados. De fato, apurou-se que o retorno anormal de uma empresa, quando sinalizada uma combinação de negócios, seja para revelar a intenção de uma aquisição de controle, seja para desmentir uma aquisição, refletiu positivamente no retorno anormal das empresas listadas no mercado acionário brasileiro. Também, que características sinalizadas são importantes para os investidores, como o *goodwill* e o tipo de contraprestação, assim como, se o controle será adquirido por uma subsidiária e o método de pagamento. Ademais, apurou-se que a combinação de negócios por meio da baixa do *goodwill* provoca o gerenciamento de resultados pela suavização de resultados, reconhecendo a perda por *impairment* em momento que trará maiores benefícios à companhia, o que não ocorria anteriormente, quando a amortização era responsável pela baixa do *goodwill*.

Em síntese, empresas que sinalizam com frequência aos seus usuários externos transmitem ao mercado sinais confiáveis, o que não ocorre em empresas com sinais esporádicos. Dessa forma, a presente pesquisa reforça a necessidade de as empresas continuarem emitindo esses sinais, não só sobre combinações de negócios, mas sinais tempestivos que auxiliem os investidores em sua tomada de decisão e reduzam a assimetria informacional existente entre gestor e usuários externos.

Os resultados da pesquisa proporcionam implicações teóricas, práticas e sociais. Primeiramente como implicação teórica, tem-se a Teoria da Sinalização sendo explorada no contexto do mercado acionário brasileiro, cujo resultado indicou ser relevante a percepção do

investidor aos sinais emitidos, trazendo benefícios ao emissor, conforme preconiza a teoria. Segundo, por implicações práticas para os órgãos reguladores, em razão das discussões sobre as combinações de negócios e o *goodwill*, bem como a complexidade do teste de recuperabilidade. Assim, ao indicar que a adoção das normas internacionais de contabilidade acarretou o gerenciamento de resultados por *income smoothing* do *goodwill*, contribui com o debate sobre normas que versem sobre o teste de recuperabilidade ser mais rigoroso quanto a sua divulgação e realização. Isso permitirá que os usuários externos tenham conhecimento dos parâmetros e resultados do teste, principalmente na unidade geradora de caixa em que o *goodwill* se encontra. Terceiro, as implicações sociais estão voltadas aos usuários externos, principalmente pequenos investidores, pois os resultados demonstraram que os fatos relevantes podem ser utilizados para obter um retorno anormal positivo, principalmente se forem sobre intenções de combinações de negócios e informar as características da transação, ou ainda, atualizar as premissas sobre a empresa quando há o registro da perda por *impairment* do *goodwill*.

Conforme os resultados, a pesquisa contribuiu para a literatura da Teoria da Sinalização, explorando-a com os fatos relevantes das combinações de negócios ao indicar que a sua sinalização é observada como benéfica pelos investidores, proporcionando um retorno anormal positivo nos investimentos. E ao explorar a Teoria da Sinalização com o reconhecimento da perda por *impairment* do *goodwill* contribui pela expectativa do mercado em confirmar se aquele ativo continua produzindo os benefícios futuros, sendo a percepção da perda tida como positiva por proporcionar aos investidores a atualização do valor alocado do *goodwill*. Também contribuiu com a literatura de combinação de negócios observando a relevância dos fatos relevantes e suas características, principalmente ao preencher a lacuna do retorno anormal do *goodwill*, boatos e comparações entre fatos relevantes que informam ou não determinadas características. E preencheu a lacuna observada na literatura sobre o antes e o depois da adoção das normas internacionais, o método de baixa do *goodwill* e sua relação com a suavização de resultados.

Nesse ponto, estudos anteriores evidenciaram a relevância do *goodwill* quando realizado o *impairment test* (Amel-Zadeh et al., 2020; Hamberg, & Beisland, 2014) e junto ao fato da tese apontar que o teste de recuperabilidade é utilizado para suavizar os resultados, a tese contribui com os órgãos reguladores.

Segundo os resultados desta pesquisa, a amortização não influencia o gerenciamento de resultados, mas também não tem caráter informativo (Amel-Zadeh et al., 2020; Hamberg, &

Beisland, 2014). Assim, por mais complexo e passível de gerenciamento que o *impairment* do *goodwill* seja, um dos objetivos das normas internacionais é garantir que o valor dos ativos e passivos esteja próximo ao valor justo, além de proporcionar uma comparabilidade internacional, o que ocorre por meio do *impairment test*. O que pode ser feito pelos reguladores é introduzir normas que auxiliem os gestores na aplicabilidade do teste de recuperabilidade de forma que se torne menos subjetivo, minimizando a possibilidade de gerenciamento de resultados nas demonstrações financeiras.

Por fim, contribuição social para os gestores e os usuários externos, especificamente os investidores. O comportamento do gestor em relação à sinalização das informações pode comprometer a avaliação do investidor sobre a decisão de investir. Assim, ele deve sinalizar as informações necessárias, pois uma sinalização adequada é refletida no preço das ações a longo prazo, e, no curto prazo, pelo retorno anormal ao emitir um sinal confiável aos investidores. Já para os investidores, contribui com o momento em especular sobre as combinações de negócios e suas características.

As limitações da pesquisa requerem parcimônia na interpretação dos resultados. Primeiro, pelos fatos relevantes terem sido elencados na base de dados Refinitiv, o que pode ter suprimido alguns deles. Segundo, limita-se pelas ações negociadas na bolsa de valores brasileira, que, apesar do constante crescimento, ainda tem alguns ativos com maior negociação que outros. Terceiro, pelo fato de que a bolsa de valores brasileira surgiu em 1986 e o terceiro objetivo explorou dados de 1991, proporcionando um menor número de empresas para o período pré-IFRS. Para futuras pesquisas, sugere-se estender o país analisado, verificando em outros contextos sociais e econômicos a qualidade da informação contábil.

REFERÊNCIAS DA TESE

- Abuaddous, M., Hanefah, M. M., & Laili, N. H. (2014). Accounting standards, goodwill impairment and earnings management in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 6(12), 201-211. [10.5539/ijef.v6n12p201](https://doi.org/10.5539/ijef.v6n12p201)
- AbuGhazaleh, N. M., Al-Hares, O. M., & Roberts, C. (2011). Accounting discretion in goodwill impairments: UK evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(3), 165-204. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2011.01049.x>
- Ali, I. M., Rahim, N. A., Shukor, S. S. A., & Rashid, H. M. A. (2010, March). The relationship between intangible assets and firm value. In *The International Conference on Business and Economic Research* (p. 24-26).
- Almeida, C. & Toledo, L. (2017). *Fusão entre Kroton e Estácio é reprovada no Cade*. Recuperado de <https://exame.abril.com.br/negocios/kroton-e-estacio-o-fracasso-da-fusao/>
- Alves, K. R. C. P. (2020). *Determinantes do reconhecimento da perda por impairment test* (Tese de Dourorado) Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.
- Alves, K. R. C. P., & Silva, C. A. T. (2020). Determinantes do reconhecimento da perda pelo impairment test. *Revista Ambiente Contábil*, 12(2), 112-135. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2020v12n2ID19759>
- Alves, S. (2013). The association between goodwill impairment and discretionary accruals: Portuguese evidence. *Journal of Accounting, Business and Management*, 20(2), 84-98.
- Amaro, H. D., Bachmann, R. K. B., Fonseca, M. W., & Espejo, M. M. D. S. B. (2015). Impairment e Alisamento de Resultados: um Estudo em Companhias do Setor de Energia Elétrica Listadas na BM&FBovespa. *Revista Mineira de Contabilidade*, 16(1), 18-26.
- Amel-Zadeh, A., Faasse, J., Li, K., & Meeks, G. (2013). Has accounting regulation secured more valuable goodwill disclosures. Working paper, University of Cambridge. Available at SSRN, 2306584.
- Amel-Zadeh, A., Faasse, J., Li, K., & Meeks, G. (2020). Stewardship and value-relevance in accounting for the depletion of purchased goodwill. *Accounting for M&A: Uses and abuses of accounting in monitoring and promoting merger*. *Routledge Studies in Accounting*, 79-112.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, (12)2, 605-617. <https://doi.org/10.2307/3003575>
- Amran, N. A. (2012). Mission statement and company performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Business and Behavioral Sciences*, 2(4), 98-107.
- Andrews, R. (2012). Fair Value, earnings management and asset impairment: The impact of a change in the regulatory environment. *Procedia Economics and Finance*, 2, 16-25. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00060-3](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00060-3)
- Atik, A. (2009). Detecting income-smoothing behaviors of Turkish listed companies through empirical tests using discretionary accounting changes. *Critical Perspectives on Accounting*, 20(5), 591-613. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2008.01.003>
- Auger, G. A. (2014) Trust Me, Trust Me Not: An Experimental Analysis of the Effect of Transparency on Organizations, *Journal of Public Relations Research*, (26)4, 325-343, <https://doi.org/10.1080/1062726X.2014.908722>
- Avallone, F., & Quagli, A. (2015). Insight into the variables used to manage the goodwill impairment test under IAS 36. *Advances in accounting*, 31(1), 107-114. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2015.03.011>
- Avdasheva, S., & Tsytsulina, D. (2015). The effects of M&As in highly concentrated domestic vis-à-vis export markets: By the example of Russian metal industries. *Research in*

- International Business and Finance*, 34, 368-382.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.008>
- Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2014, March). *Goodwill* under IFRS: Relevance and disclosures in an unfavorable environment. *Accounting Forum* (38)1, 1-17.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2013.11.001>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Basse-Mama, H., Koch, N., Bassen, A., & Bank, T. (2013). Valuation effects of corporate strategic transactions in the cleantech industry. *Journal of Business Economics*, 83(6), 605-630. <https://doi.org/10.1007/s11573-013-0665-5>
- Beidleman, C. R. (1973). Income smoothing: The role of management. *The Accounting Review*, 48(4), 653-667.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M.P. (1993), Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 28(3), 347-362.
<https://doi.org/10.2307/2331418>
- Bouzgarrou, H., & Louhichii, W. (2014). Does the financing decision help to understand market reaction around mergers and acquisitions?. *Journal of Applied Business Research*, 30(2), 465-478. <https://doi.org/10.19030/jabr.v30i2.8418>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2018). Fusões, controle corporativo e governança. *Princípios de Finanças Corporativas*. (12 ed, parte 10, p.771-773, Trad Ronald Saraiva de Menezes). AMGH Editora Ltda.
- Brennan, M. J. (1991). A perspective on accounting and stock prices. *The Accounting Review*, 66(1), 67-79.
- Brouthers, K. D., Hastenburg, P. van, & den Ven, J. van (1998). If most mergers fail why are they so popular?. *Long Range Planning*, 31(3), 347-353. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(98\)80002-2](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(98)80002-2)
- Burrell, G., & Morgan, G. (1979). *Sociological Paradigms and Organisational Analysis: Elements of the Sociology of Corporate Life*. Londres: Ashgate.
<https://doi.org/10.4324/9781315609751>
- Cao, K., Coy, J., & Nguyen, T. (2016). The likelihood of management involvement, offer premiums, and target shareholder wealth effects: Evidence from the 2002–2007 LBO wave. *Research in International Business and Finance*, 36, 641-655.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.01.002>
- Cappellesso, G., Rodrigues, J. M., & Prieto, M. F. (2017). Redução ao Valor Recuperável do *Goodwill*: Evidências do Gerenciamento de Resultados em sua Determinação. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(3), 286-303.
<http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2017100303>
- Caruso, G.D., Ferrari, E. R., & Pisano, V. (2016). Earnings management and *goodwill* impairment: An empirical analysis in the Italian M&A context. *Journal of Intellectual Capital*, 17(1), 120-147. <http://dx.doi.org/10.1108/JIC-09-2015-0081>
- Carvalho, C., Rodrigues, A. M., & Ferreira, C. (2016). The recognition of *goodwill* and other intangible assets in business combinations – The Portuguese case. *Australian Accounting Review*, 26(1), 4-20. <https://doi.org/10.1111/auar.12073>
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic management journal*, 7(2), 119-139.
<https://doi.org/10.1002/smj.4250070203>
- Chen, V. Y., Keung, E. C., & Lin, I. M. (2019). Disclosure of fair value measurement in *goodwill* impairment test and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(3), 01-21. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100160>

- Choi, J. S., & Nam, J. A. (2019): Does managerial discretion affect the value relevance of goodwill impairment information under IFRS? Korean evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27(1), 1-23. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1686813>
- Chuang, K. S. (2018) Glamour versus value, market timing and firm performance: evidence from mergers and acquisitions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51, 967–1003. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0694-1>
- Chukwu, G. J., & Salifu, D. (2018). Purchased goodwill and financial performance of banks in Nigeria. *IOSR Journal of Business and Management*, 20(10), 52-58. <https://doi.org/10.9790/487X-2010025258>
- Clougherty, J. A., & Duso, T. (2011). Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies. *Strategic Organization*, 9(4), 310-335. <https://doi.org/10.1177/1476127011421536>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Cortés, L. M., García, J. J., & Agudelo, D. (2015). Effects of mergers and acquisitions on shareholder wealth: Event study for Latin American airlines. *Latin American Business Review*, 16(3), 205-226. <https://doi.org/10.1080/10978526.2015.1075238>
- Dalmácio, F. Z. (2009). *Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização* (Tese de Doutorado) Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. <https://doi.org/10.11606/T.12.2009.tde-17122009-171118>
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo, A. Neto, & (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 14(5) 104-139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Damascena, D. S., Silva, S. E. P., Santos, J. O., & Godoi, A. F.. (2017) Análise do impacto de fatos relevantes no retorno das ações de empresa de educação superior. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 8(3), 1-12. <https://doi.org/10.6008/SPC2179-684X.2017.003.0001>
- d'Arcy, A., & Tarca, A. (2018). Reviewing IFRS goodwill accounting research: Implementation effects and cross-country differences. *The International Journal of Accounting*, 53(3), 203-226. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.07.004>
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>
- Donnelly, R., & Hajbaba, A. (2014). The acquisition puzzle and mispricing: Evidence of over-optimism. *International Journal of Managerial Finance*, 10(4), 470-493. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2012-0001>
- Dranev, Y., Frolova, K., & Ochirova, E. (2019). The impact of fintech M&A on stock returns. *Research in International Business and Finance*, 48, 353-364. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.01.012>
- Eckel, N. (1981). The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus*, 17(1), 28-40. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00099.x>
- Eloy, J. C. C., & de Souza, M. M. (2018). Reconhecimento dos ativos intangíveis nas combinações de negócios: uma análise nas características das companhias de capital aberto brasileiras no período entre 2012 e 2014. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 12(1), 116-136. <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v12i1.21649>

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Ferreira, M. P., Santos, J. C., Almeida, M. I. R., & Reis, N. R. (2014). Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980–2010. *Journal of Business Research*, 67(12), 2550-2558. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.015>
- Filip, A., & Raffournier, B. (2014). Financial crisis and earnings management: The European evidence. *The International Journal of Accounting*, 49(4), 455-478. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.10.004>
- Filip, A., Jeanjean, T., & Paugam, L. (2015). Using real activities to avoid goodwill impairment losses: Evidence and effect on future performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(3-4), 515-554. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12107>
- Fraunhoffer, R., & Schiereck, D. (2012). Consolidation and communication in European energy markets. *International Journal of Energy Sector Management*, 6(4), 534-557. <https://doi.org/10.1108/17506221211282028>
- Fudenberg, D., & Tirole, J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political economy*, 103(1), 75-93.
- Garcia, I. A. S, Lucena, W. G. L., & Gomes, A. K. L. J. (2020). Dissonância Cognitiva ou Teoria da Agência, o que Explica a Perda por Impairment do Goodwill? *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23 (2), 200-217. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2020v23n2a4
- García-Canal, E., & Sánchez-Lorda, P. (2007). One more only if it is one of us. The number of partners and the stock market reaction to domestic and international alliance formation in EU telecom firms. *International Business Review*, 16(1), 83-108. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2006.10.001>
- Garzella, S., Ferri, S., Fiorentino, R., & Paolone, F. (2020), "The (in)coherence in accounting for goodwill: Implications for a revision of international accounting standards", *Meditari Accountancy Research*, Vol. 28 No. 2, pp. 311-325. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-11-2018-0398>
- Givoly, D., & Ronen, J. (1981). ‘Smoothing’ manifestations in fourth quarter results of operations: some empirical evidence. *Abacus*, 17(2), 174-193. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00108.x>
- Glaum, M., Landsman, W. R., & Wyrwa, S. (2018). Goodwill Impairment: The Effects of Public Enforcement and Monitoring by Institutional Investors. *The Accounting Review* 93(6). 149–180. doi: <https://doi.org/10.2308/accr-52006>
- Goddard J., Molyneux P. & Zhou T. (2012) Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 18(5), 419-438. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2011.601668>
- Góis, A. D., & Soares, S. V. (2019). O Efeito Da Reputação Corporativa Segundo A Transparência Contábil No Gerenciamento De Resultados De Empresas Listadas Na B3. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 13(2) 219-234. <https://doi.org/10.17524/repec.v13i2.2229>
- Gonçalves, C., Ferreira, L., Rebelo, E., & Fernandes, J. S. (2019). Big bath e imparidades do goodwill. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(2), 312-331. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i2.3977>

- Habib, A. (2005). Firm-specific determinants of income smoothing in Bangladesh: An empirical evaluation. *Advances in International Accounting*, 18, 53-71. [https://doi.org/10.1016/S0897-3660\(05\)18003-9](https://doi.org/10.1016/S0897-3660(05)18003-9)
- Hamberg, M., & Beisland, L. A. (2014). Changes in the value relevance of *goodwill* accounting following the adoption of IFRS 3. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23(2), 59-73. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2014.07.002>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Hirschey, M., & Richardson, V. J. (2002). Information content of accounting *goodwill* numbers. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21(3), 173-191. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(02\)00048-0](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(02)00048-0)
- Hong, P. K., Paik, D. G., & Smith, J. V. D. L. (2018). A study of long-lived asset impairment under US GAAP and IFRS within the US institutional environment. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 74-89. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.05.001>
- Hossain, M. M., Heaney, R. A., & Koh, S. (2016). Director trading, or lack thereof, and acquiring firm performance: Evidence from Australian mergers and acquisitions. *Accounting Research Journal*, 29(3), 332-347. <https://doi.org/10.1108/ARJ-12-2014-0109>
- Iatridis, G. E. (2018). Accounting discretion and executive cash compensation: An empirical investigation of corporate governance, credit ratings and firm value. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 29-49. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.02.008>
- Imhoff, E. A., (1977). 'Income Smoothing - A Case for Doubt', *Accounting Journal*, Spring.
- International Financial Reporting Standards (2023). *Goodwill and Impairment*. Recuperado de: <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/goodwill-and-impairment/#current-stage>
- Jaffe, J., Jindra, J., Pedersen, D., & Voetmann, T. (2015). Returns to acquirers of public and subsidiary targets. *Journal of Corporate Finance*, 31, 246-270. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.005>
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Yang, D. H. (2005). Determinants of signaling by banks through loan loss provisions. *Journal of Business Research*, 58(3), 312-320. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2003.06.002>
- Karmon, D. J., & Lubwama, C. W. (1997). An events-study approach to detecting income-smoothing activities: Some evidence from multinational corporations. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 6(1), 75-95. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(97\)90013-6](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(97)90013-6)
- Khansa, L. (2015). M&As and market value creation in the information security industry. *Journal of Economics and Business*, 82, 113-134. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeconbus.2015.07.003>
- Kode, G. V. M., Ford, J. C., & Sutherland, M. M. (2003). A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature. *South African Journal of Business Management*, 34(1), 27-38.
- Kos, S. R., Barros, C. M. E., & Colauto, R. D. (2017). Impacto da divulgação de eventos subsequentes no retorno anormal: Estudo em Companhias do Ibovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 9(2), 60-79.
- Kriek, P. A., & Kayo, E. K. (2013). Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-17.

- Léger, P. M., & Quach, L. (2009). Post-merger performance in the software industry: The impact of characteristics of the software product portfolio. *Technovation*, 29(10), 704-713. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2009.05.016>
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*, 8(2), 218-225. <https://doi.org/10.5465/amr.1983.4284724>
- Lubatkin, M., & O'Neill, H. (1988). Merger strategies, economic cycles, and stockholder value. *Interfaces*, 18(6), 65-71. <https://doi.org/10.1287/inte.18.6.65>
- Lusyana, D., & Sherif, M. (2016). Do mergers create value for high-tech firms? The hounds of dotcom bubble. *The Journal of High Technology Management Research*, 27(2), 196-213. <http://dx.doi.org/10.1016/j.hitech.2016.10.009>
- Ma, J., Pagán, J. A., & Chu, Y. (2012). Wealth effects of bank mergers and acquisitions in Asian emerging markets. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 28(1), 47-58. <https://doi.org/10.19030/jabr.v28i1.6683>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Malmendier, U., Moretti, E., & Peters, F. S. (2018). Winning by losing: Evidence on the long-run effects of mergers. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3212-3264. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy009>
- Martínez, G., & López, G. (2003). ¿Generan valor las fusiones a las empresas colombianas?. *Estudios Gerenciales*, 19(86), 51-61.
- Martins, E. (2020). Goodwill: baixa, amortização ou impairment? E quando originado do passivo?. *Revista Fipecafi de Contabilidade, Controladoria e Finanças (RFCC)*, 1(1), 5-19.
- Melo, A. (2019, novembro, 06). Cade aprova aquisição da Avon pela Natura. Valor Econômico. Recuperado de <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/11/06/cade-aprova-aquisicao-da-avon-pela-natura.ghtml>
- Mohd-Saleh, N., & Jaffar, R. (2011). The Impact of Assets Disposal and Economic Crisis on The Valuation of Assets Write-Offs. *Journal of Business Management and Accounting*, 1(1), 41-62.
- Mohil, S., Patro, A., & Nayyar, R. (2019). Options availability effect on informed trading in M&As. *Managerial Finance*, 45(10/11), 1382-1397. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2018-0326>
- Mokhtar, E. S. (2010). Investigating risk reporting practices in Egypt (Tese). Cardiff University, Cardiff, País de Gales.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and business Research*, 18(69), 47-56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Neethu T C, Viswanathan R., Arun T C, Parveen J. (2019). Behavioral Perspective on Investor's Reaction to Mergers and Acquisitions Announcements. *International Journal of Recent Technology and Engineering*, 8(2S4), 334-336. <https://doi.org/10.35940/ijrte.B1063.0782S419>
- Niyama, J. K., Rodrigues, A. M. G., & Rodrigues, J. M. (2015). Algumas reflexões sobre contabilidade criativa e as normas internacionais de contabilidade. *Revista Universo Contábil*, 11(1), 69-87. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015104>
- Norris, K. B., & Ayres, F. L. (2000). Security market reaction to purchase business combinations at the first earnings announcement date. *Journal of Business Research*, 49(1), 79-88. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(98\)00118-0](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(98)00118-0)
- Olante, M. E. (2013). Overpaid acquisitions and goodwill impairment losses—Evidence from the US. *Advances in Accounting*, 29(2), 243-254. <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2013.09.010>

- Palmucci, F., & Caruso, A. (2011). Measures of Market Reaction in Mergers and Acquisitions in Italy. *Corporate Ownership and Control*, 8(2), 131-144.
- Paugam, L., Astolfi, P., & Ramond, O. (2015). Accounting for business combinations: Do purchase price allocations matter?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 362-391. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.003>
- Pessanha, G. R. G., Santos, T. A., Calegario, C. L. L., Sáfadi, T., & Alcântara, J. N. (2014). Influências das fusões e aquisições no valor de mercado das instituições bancárias adquirentes. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(3), 145-158.
- Pimenta, M. M., Marques, J. A. V. D. C., & Macedo, M. A. D. S. (2015). Retornos anormais versus criação de valor e sinergias operacionais de firmas brasileiras envolvidas em combinações de negócios. *Pensar Contábil*, 17(64) 30-38.
- Pronunciamento Técnico CPC 01, de 07 de outubro de 2010. Redução ao Valor Recuperável. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/27_CPC_01_R1_rev%2012.pdf
- Pronunciamento Técnico CPC 15, de 3 de junho de 2011. Combinação de Negócios. Recuperado de static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2013.pdf
- Quaranta, A.G., Di Gabriele, N., & Zigiotti, E. (2019), "Impairment of intangible assets and disclosure by Italian banks", *Managerial Finance*, 45(2), 311-330. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0352>
- Ragothaman, S., & Bublitz, B. O. (1996). An empirical analysis of the impact of asset writedown disclosures on stockholder wealth. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35(3), 32-47.
- Reddy, K., Qamar, M., & Yahanpath, N. (2019). Do mergers and acquisitions create value? The post-M&A performance of acquiring firms in China and India. *Studies in Economics and Finance*, 36(2), 240-264. <https://doi.org/10.1108/SEF-01-2018-0027>
- Režňáková, M, & Pěta, J. (2018). The factors driving the synergy value in mergers of mechanical engineering companies in the Czech Republic. *Journal of International Studies*, 11(3), 239-254. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2018/11-3/19>
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de Resultados e Nível dos Accruals Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. *Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.3.6>.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2002). *Administração financeira*. (2 ed, cap 30). São Paulo: Atlas.
- Sankar, M. R., & Subramanyam, K. R. (2001). Reporting discretion and private information communication through earnings. *Journal of Accounting Research*, 39(2), 365-386. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00017>
- Santos, A. C., Starosky, L., & Klann, R. C. (2014). Efeitos do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no value relevance das demonstrações contábeis de organizações brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(22), 95-118. <http://dx.doi.org.br/10.5007/2175-8069.2014v11n22p95>
- Sarfati, G., & Shwartzbaum, A. (2013). Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 7(4), 1-23. <https://doi.org/10.12712/rpca.v7i4.11145>
- Schatt, A., Doukakis, L., Bessieux-Ollier, C., & Walliser E. (2016) Do Goodwill Impairments by European Firms Provide Useful Information to Investors?, *Accounting in Europe*, (13)3, 307-327, <https://doi.org/10.1080/17449480.2016.1254348>
- Scott, W. R. (2015). Financial Accounting Theory Seventh Edition. *United States: Canada Cataloguing*. 503-505.

- Shalev, R., Zhang, I. X., & Zhang, Y. (2013). CEO compensation and fair value accounting: Evidence from purchase price allocation. *Journal of Accounting Research*, 51(4), 819-854. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12015>
- Silva, J. P., Borges, T. J. G., Gonçalves, R. S., & Nascimento, D. V. R. (2017). Convergência ao padrão IFRS e suavização de resultados em empresas de energia elétrica. *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 14(4), 281-296. <https://doi.org/10.4013/base.2017.144.04>
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of accounting research*, 32(1), 38-60. <https://doi.org/10.2307/2491386>
- Souza, J. G. M., & Gartner, I. R. (2019). Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil: análise dos efeitos de aquecimento do mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 234-251. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806320>
- Souza, M. M. (2015). Big bath: evidências brasileiras na adoção inicial da norma que trata de redução no valor recuperável do goodwill. *Revista Ambiente Contábil*, 7(1), 35-50.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>
- Stiglitz, J. E. (2000). The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *The quarterly journal of economics*, 115(4), 1441-1478. <https://doi.org/10.1162/003355300555015>
- Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *The American Economic Review*, 92(3), 460-501. <https://doi.org/10.1257/00028280260136363>
- Sun, J. (2011). The effect of analyst coverage on the informativeness of income smoothing. *The International Journal of Accounting*, 46(3), 333-349. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.07.005>
- Tampakoudis, I., Nerantzidis, M., Subeniotis, D., Soutsas, A., & Kiosses, N. (2019). Bank mergers and acquisitions in Greece: the financial crisis and its effect on shareholder wealth. *International Journal of Managerial Finance*, 16(2), 273-296. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2019-0080>
- Tanna, S., & Yousef, I. (2019). Mergers and acquisitions: implications for acquirers' market risk. *Managerial Finance*, 45(4), 545-562. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2018-0446>
- Truong, Y., Mazloomi, H., & Berrone, P. (2021). Understanding the impact of symbolic and substantive environmental actions on organizational reputation. *Industrial Marketing Management*, 92, 307-320. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2020.05.006>
- Tsalavoutas, I. (2011). Transition to IFRS and compliance with mandatory disclosure requirements: What is the signal?. *Advances in Accounting*, 27(2), 390-405. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.08.006>
- Tulcidas, S. R. (2018). *A divulgação de informação do Goodwill pelas empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa: análise das divulgações nas contas consolidadas* (Dissertação de Mestrado). Instituto Universitário de Lisboa Business School, Lisboa, Portugal.
- Vogt, M., Pletsch, C. S., Morás, V. R., & Klann, R. C. (2016). Determinants of goodwill impairment loss recognition. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 349-362. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201602010>
- Wang, W. K., Chan, Y. C., Lu, W. M., & Chang, H. (2015). The impacts of asset impairments on performance in the Taiwan listed electronics industry. *International Journal of Production Research*, 53(8), 2410-2426. <https://doi.org/10.1080/00207543.2014.972526>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.

- Wen, H., & Moehrl, S. R. (2016). Accounting for *goodwill*: An academic literature review and analysis to inform the debate. *Research in Accounting Regulation*, 28(1), 11-21. <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2016.03.002>
- Woo, W.-S., Cho, S., Park, K.-H. & Byun, J. (2018). Excess offer premium and acquirers' performance. *Studies in Economics and Finance*, 35(3), 407-425. doi: <https://doi.org/10.1108/SEF-06-2016-0135>
- Yildiz, Y. (2021). Foreign institutional investors, information asymmetries, and asset valuation in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 56, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101381>
- Yu, K., Hagigi, M., & Stewart, S. D. (2018). Income smoothing may result in increased perceived riskiness: Evidence from bid-ask spreads around loss announcements. *Journal of Corporate Finance*, 48, 442-459. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.007>
- Zaremba, A., & Płotnicki, M. (2016). Mergers and acquisitions: Evidence on post-announcement performance from CEE stock markets. *Journal of Business Economics and Management*, 17(2), 251-266. <https://doi.org/10.3846/16111699.2015.1104384>