

# **Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill Reconhecido nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras\***

## **Value Relevance vis-à-vis Disclosure on Business Combinations and Goodwill Recognized by Publicly Traded Brazilian Companies**

**Maíra Melo de Souza**

Universidade Federal de Santa Catarina, Departamento de Ciências Contábeis, Florianópolis, SC, Brasil

**José Alonso Borba**

Universidade Federal de Santa Catarina, Departamento de Ciências Contábeis, Florianópolis, SC, Brasil

Recebido em 20.02.2016 – Desk aceite em 12.03.2016 – 3ª versão aprovada em 30.09.2016

### **RESUMO**

Este trabalho teve como objetivo verificar o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) reconhecido nas companhias brasileiras de capital aberto. A amostra de pesquisa é composta pelas companhias brasileiras de capital aberto que realizaram alguma combinação de negócios no período entre 2010 e 2013 e tiveram o papel de adquirente na transação, perfazendo uma amostra de 202 observações. Para mensurar o nível de *disclosure*, foi elaborada uma métrica a partir do CPC-15 R1 (2011) realizando a abertura de alguns itens de divulgação a fim de alcançar um maior detalhamento das informações. A coleta dos dados foi realizada por meio das notas explicativas integrantes das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) anuais consolidadas, disponibilizadas no *website* da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Os resultados demonstraram que o nível de *disclosure* das combinações de negócios é positivamente e significativamente relacionado ao preço das ações das companhias analisadas. Já o *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios, embora em média apresente um valor significativo na transação, não demonstrou significância estatística para explicar o preço das ações. Vale ressaltar, também, que a média do nível de *disclosure* identificado nas notas explicativas da amostra analisada nesta pesquisa foi muito baixa, indicando que as companhias precisam melhorar, no que tange à transparência das informações.

**Palavras-chave:** combinações de negócios, *goodwill*, *disclosure*, *value relevance*.

### **ABSTRACT**

The objective of this study is to examine the *value relevance* of the level of *disclosure* on business combinations and goodwill recognized by publicly traded Brazilian companies. The research sample is composed of publicly traded Brazilian companies that carried out any type of business combination, as the acquiring entity, between 2010 and 2013, yielding a total sample of 202 observations. To measure the disclosure level of each, a metric was created based on CPC-15 R1 (2011) to examine certain disclosure items in order to render a greater level of detail. Data collection was carried out using the footnotes to the annual consolidated standardized financial statements (DFPs) available from the São Paulo Stock Exchange (BM&FBOVESPA) website. The results revealed that disclosure levels for business combinations are positively and significantly associated with the stock price of the companies analyzed. As to the recognition of goodwill during business combinations, despite the fact that it represents a significant share of the value of the transactions, no statistical significance explaining stock price behavior was found. It also bears mentioning that the average level of disclosure identified in the explanatory notes in the sample was very low, indicating that companies need to improve when it comes to transparency of information.

**Keywords:** business combinations, *goodwill*, *disclosure*, *value relevance*.

\*Trabalho apresentado no XVI USP International Conference in Accounting e no XIII Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil, julho de 2016.

## 1 INTRODUÇÃO

Em um ambiente econômico vulnerável, uma das alternativas que as empresas utilizam para se fortalecer são as combinações de negócios (Mortensen, 1994; Chi & Tang, 2007). São exemplos de combinações de negócios (reorganizações societárias) as incorporações, fusões e aquisições.

O International Accounting Standards Board (IASB) possui a norma IFRS 3 que trata das operações de *business combinations* (combinações de negócios), determinando como as companhias devem proceder quanto ao tratamento contábil e as exigências de divulgação em notas explicativas. O Brasil também adota essa norma por meio do CPC 15 R1 (correlacionado à norma IFRS 3 do IASB).

Entretanto, por recomendar intensa utilização do valor justo (*fair value*) para contabilização e divulgação das combinações de negócios, a norma IFRS 3 é considerada uma das mais complexas do IASB (Baboukardos & Rimmel, 2014). Apesar dos esforços desta organização, a implementação da norma IFRS3 ainda é um grande desafio nos países que adotaram as suas normas (Mario, Baboukardos, Cunningham & Hassel, 2011).

No Brasil, diante do desafio apresentado pela norma que trata de combinações de negócios, no contexto de convergência aos padrões do IASB, estudos tratando do *disclosure* obrigatório pertinente à IFRS 3 ganham relevância. Além disso, o Brasil é um ambiente propício para pesquisas abrangendo a transparência das informações contidas nas DFPs publicadas, considerando que se trata de um país em desenvolvimento que passa por diversas crises envolvendo corrupção e falta de transparência.

Nesse contexto, o *disclosure* das informações sobre as combinações de negócios exerce um papel importante no sentido de fornecer aos usuários os detalhes pertinentes às políticas contábeis adotadas e aos valores atinentes às transações realizadas (Shalev, 2009).

A importância do *disclosure* obrigatório também pode ser explicada pela teoria da agência. Exposta por Jensen e Meckling (1976), ela mostra que o gerenciamento de resultados pode ser utilizado em decorrência de conflitos de interesses nos quais aquele que possui o controle na empresa (agente) pode gerenciar suas decisões visando a demonstrar uma situação condizente com seus propósitos e ambições, em detrimento dos demais interessados nos retornos da empresa. A ideia subjacente é que aquele que detém o controle das decisões da empresa pode utilizar essa condição para obter benefícios individuais em detrimento dos demais interessados que não participam

do processo decisório, mas que possuem interesse nos retornos que a empresa pode proporcionar.

Assim, ainda existem dificuldades enfrentadas por órgãos normatizadores na definição dos padrões a serem seguidos, bem como pelos pesquisadores, no sentido de fornecer evidências empíricas sobre o *disclosure* obrigatório pertinente às normas de contabilidade (Schipper, 2007).

Talvez pelo fato de não existir uma teoria ampla versando sobre o *disclosure* obrigatório, várias questões ainda precisam ser estudadas no que diz respeito a como divulgar as informações obrigatórias e como o usuário vê a divulgação realizada (Schipper, 2007).

Além disso, a maioria dos trabalhos sobre *disclosure* é proveniente de países com modelo contábil anglo-saxão e trata do *disclosure* voluntário; ainda existem poucas pesquisas abordando o *disclosure* obrigatório em mercados menos desenvolvidos (Schipper, 2007; Hassan, Romilly, Giorgioni & Power, 2009; Baboukardos & Rimmel, 2014).

A divulgação contábil desempenha um papel essencial na redução da assimetria informacional no contexto da teoria da agência (Klann, Beuren & Hein, 2015). Nessa concepção, as empresas que realizam melhores níveis de *disclosure*, nas demonstrações contábeis e notas explicativas, estão contribuindo para a transparência perante o mercado.

Além disso, outro ponto destacado por Schipper (2007) é a maneira como o usuário das demonstrações contábeis vê o *disclosure* realizado pelas empresas. Nessa linha de estudos inserem-se os trabalhos sobre *value relevance*.

As pesquisas sobre *value relevance* buscam avaliar a relevância das informações contábeis por meio do seu reflexo no preço das ações (Barth, Beaver & Landsman, 2001; Beaver, 2002; Baboukardos & Rimmel, 2014; Tsalavoutas & Dionysiou, 2014).

No Brasil, a expressão inglesa *value relevance* é entendida como a extensão do impacto que determinada informação contábil produz no preço das ações da empresa (Ramos & Lustosa, 2013). Dessa maneira, a questão primária dos estudos sobre *value relevance* é saber se o conteúdo das demonstrações contábeis é relevante para os investidores (Barth et al., 2001; Beaver, 2002; Lopes, 2002a; Baboukardos & Rimmel, 2014; Tsalavoutas & Dionysiou, 2014).

Como o nível de *disclosure* pode ser transformado em uma variável numérica, alguns estudos avaliaram a relação entre *value relevance* e o nível de *disclosure* das informações contábeis. Tratando-se do *disclosure*

voluntário, como exemplos podem-se mencionar os trabalhos de Alfaraih e Alanezi (2011), Al-akra e Ali (2012) e Uyar e Kilic (2012). Sobre o *disclosure* obrigatório, como exemplos podemos citar as pesquisas de Davis-Friday, Folami, Liu e Mittelstaedt (1999), Hassan e Mohd-Saleh (2010), Bokpin (2013) e Tsalavoutas e Dionysiou (2014). Abrangendo tanto o *disclosure* obrigatório como o voluntário, existe a pesquisa de Hassan et al. (2009). Os resultados dos trabalhos mencionados divergem, dependendo do país de realização da pesquisa.

Considerando a lacuna existente relacionada aos estudos envolvendo o *disclosure* obrigatório (Schipper, 2007), a complexidade relacionada à norma IFRS 3 que trata de combinações de negócios (Mario et al., 2011; Baboukardos & Rimmel, 2014) e a importância do *disclosure* na redução da assimetria informacional (Leuz & Verrecchia, 2000; Verrecchia, 2001; Patel, Balic & Bwakndouira, 2002; Klann et al., 2015), a presente pesquisa pretende contribuir para o tema abordando a *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios no mercado emergente brasileiro.

Além disso, tratando-se de combinações de negócios, outro tema importante é o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) reconhecido nessas transações (Nakayama & Salotti, 2014).

O *goodwill* é um ativo cujo tratamento contábil atribuído pelas normas IFRS é considerado complexo, sendo alvo de vários questionamentos acerca da subjetividade em torno do seu reconhecimento nas combinações de negócios e posteriores testes no valor recuperável (*impairment test*) (Baboukardos & Rimmel, 2014).

Como as normas IFRS determinam a utilização do valor justo na contabilização e tratamento contábil subsequente do *goodwill*, as críticas dos pesquisadores centram-se na subjetividade existente, que abre espaço para as escolhas contábeis de gestão e, conseqüentemente, para o gerenciamento de resultados (Hayn & Hughes, 2006; Petersen & Plenborg, 2010; Detzen & Zülch, 2012; Baboukardos & Rimmel, 2014).

No Brasil, Nakayama (2012) verificou que, em 2010, a média percentual do valor do *goodwill* adquirido nas combinações de negócios representou 53,16% do valor da contraprestação.

Em um levantamento realizado no ano de 2012 pela *American Appraisal* (empresa especialista em avaliação de ativos e negócios), relativo aos anos de 2010 e 2011,

e apresentado em um trabalho intitulado “*Global M&A Valuation Outlook*”, foi divulgado que em alguns setores o valor do *goodwill* chega a atingir mais de 40% do valor pago na combinação de negócios. Os resultados do levantamento demonstram que a parcela atribuída ao *goodwill* é significativa.

Alguns estudos exploraram a relevância do *goodwill* gerado nas combinações de negócios, tais como Jennings, Robinson, Thompson e Duvall (1996), Henning, Lewis e Shaw (2000) e Baboukardos e Rimmel (2014). Outras pesquisas investigaram o *value relevance* do *goodwill* total (acumulado de vários anos) apresentado no Balanço Patrimonial, sendo que nesses trabalhos os autores abordaram a relevância do ativo intangível e englobaram o *goodwill* visando a avaliar sua relevância. São exemplos os artigos de Godfrey e Koh (2001), Dahmash, Durand e Watson (2009) e Oliveira, Rodrigues e Craig (2010). Os resultados desses trabalhos demonstraram uma relação positiva entre o valor do *goodwill* e o preço da ação.

Visando a analisar as combinações de negócios e o *goodwill* reconhecido no cenário brasileiro, a intenção desta pesquisa é fornecer evidências sobre a maneira com que as companhias abertas estão evidenciando as informações concernentes às suas combinações de negócios, bem como demonstrar se o nível de *disclosure* realizado e o *goodwill* reconhecido são significativos, estatisticamente, para explicar o preço da ação.

Diante do exposto, formulou-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do *goodwill* reconhecido nas companhias brasileiras de capital aberto?** A questão de pesquisa revela o objetivo do presente estudo. Este é o primeiro trabalho no Brasil que aborda o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios. Visando a responder o problema de pesquisa, foram formuladas duas hipóteses apresentadas a seguir:

H1: Há uma relação positiva entre o nível de *disclosure* das combinações de negócios das companhias brasileiras e o preço de suas ações.

H2: O valor do *goodwill* reconhecido pelas companhias brasileiras nas combinações de negócios é um fator significativo nas avaliações dos investidores acerca do preço da ação.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Disclosure das Combinações de Negócios e o Goodwill Adquirido

Healy, Palepu e Ruback (1992) analisaram a performance das empresas resultantes de combinação de negócios nas 50 maiores fusões e incorporações realizadas nos Estados Unidos entre os anos de 1979 e 1984. Os autores demonstraram que as empresas obtiveram melhorias no desempenho pós-combinação de negócios e os resultados revelaram melhores índices de produtividade e aumentos nos retornos de fluxo de caixa operacional.

Baboukardos e Rimmel (2014) explicam que as combinações de negócios são operações nas quais um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independente da existência de contraprestação. Nos casos em que há uma contraprestação em troca do controle, ela pode ocorrer por meio de pagamento ou promessa de pagamento em dinheiro ou ações. Por outro lado, nas situações em que não existe contraprestação a cumprir por parte do adquirente, a transação é realizada por meio unicamente contratual. São exemplos de combinações de negócios as fusões, incorporações e aquisições realizadas entre empresas.

Os motivos para a realização das combinações de negócios variam de empresa para empresa, mas autores como Godoy e Santos (2006) ressaltam a busca de sinergia entre as empresas participantes dessas transações, acrescentando ainda as alterações que ocorrem no ambiente de mercado interno e externo, bem como a rapidez com que surgem novos mercados a explorar. Esses fatores de mercado tornam as fusões e aquisições de empresas, muitas vezes, o meio mais rápido e eficiente para se chegar a mercados mais desenvolvidos.

Nesse ambiente econômico em que as empresas buscam se fortalecer por meio de realização de combinações de negócios, Shalev (2009) destaca a importância da adequada evidenciação (*disclosure*) das informações pertinentes a essas transações nos relatórios contábeis divulgados aos usuários externos.

Shalev (2009) argumenta que a magnitude dos reflexos e impactos econômicos que as combinações de negócios podem causar no país coloca em evidência a importância do adequado *disclosure*, considerando que, em grande parte dos casos, essas transações envolvem significativas quantias em dinheiro e relevante repercussão social e que colaboradores e sociedade serão afetados.

No Brasil, o pronunciamento contábil CPC-15 (R1, 2011), correlacionado à norma internacional IFRS 3, determina as exigências de divulgação pertinentes às combinações de negócios realizadas no país. Porém, conforme ressaltam Baboukardos e Rimmel (2014), a norma IFRS 3 é considerada uma das mais complexas do conjunto de normas internacionais.

A complexidade da norma IFRS 3 começa pelo método de aquisição, que exige a utilização do valor justo (*fair value*) na mensuração dos ativos e passivos da adquirida (Dorata & Zaldivar, 2010; Mario et al., 2011; Baboukardos & Rimmel, 2014), determinando também que os intangíveis identificáveis, passivos adquiridos, *goodwill* ou ganho por compra vantajosa sejam reconhecidos na data de aquisição.

Dessa maneira, em uma combinação de negócios o adquirente deve realizar a avaliação do valor justo dos ativos líquidos da adquirida (ativos e passivos a valor justo, incluindo os passivos contingentes) e também deve reconhecer os intangíveis identificáveis que antes não constavam no balanço da adquirida. A diferença entre o valor da contraprestação transferida pela aquisição de controle, o valor dos ativos líquidos da adquirida avaliados a valor justo e o valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos constitui o *goodwill* (Samkin & Deegan, 2010; Giuliani & Brännström, 2011; Detzen & Zülch, 2012; Martins, Gelbcke, Santos & Iudicibus, 2013).

É possível depreender que, no ambiente em que são realizadas as combinações de negócios, os ativos intangíveis, dentre os quais o *goodwill*, são recursos econômicos adquiridos cada vez mais importantes e representam uma parcela significativa em muitas dessas transações (Chen, Kohlbeck & Warfield, 2008; Detzen & Zülch, 2012).

Pela norma IFRS 3 do IASB, o tratamento contábil do *goodwill* é altamente influenciado pelo valor justo, tanto no seu reconhecimento inicial como nos posteriores testes no valor recuperável (*impairment test*), sendo alvo de muitas críticas acerca de sua complexidade, subjetividade (Baboukardos & Rimmel, 2014) e possibilidade de gerenciamento contábil (Beatty & Weber, 2006; Hayn & Hughes, 2006; Carlin & Finch, 2010; Jahmani, Dowling & Torres, 2010; Li, Shroff, Venkataraman & Zhang, 2011; Detzen & Zülch, 2012; Ramanna & Watts, 2012).

Baboukardos e Rimmel (2014) abordam a complexidade da norma que trata de combinações de negócios e do *goodwill* que pode ser gerado nessas

transações, bem como da relevância do *disclosure*. Eles encontraram evidências de que o *goodwill* é relevante nas empresas com maiores níveis de *compliance* às exigências de divulgação constantes na norma IFRS 3. O próximo tópico contempla alguns estudos anteriores sobre *value relevance*, ressaltando-se que não foi identificado nenhum estudo anterior tratando da relevância do *disclosure* relativo à norma IFRS 3, especificamente.

## 2.2 Alguns Estudos Anteriores sobre Value Relevance

Lopes (2002b) investigou o *value relevance* das variáveis contábeis (patrimônio líquido por ação e lucro por ação) no Brasil. O período analisado foi de 1998 a 1999. Os resultados demonstraram que o poder explicativo do patrimônio líquido por ação se mostrou maior do que o poder explicativo do lucro por ação. O autor interpretou o baixo poder explicativo do resultado do exercício argumentando que a alta concentração de propriedade nas empresas brasileiras faz com que esta informação não seja crucial para a redução da assimetria informacional, tendo em vista que os grandes acionistas controladores já possuem acesso privilegiado a ela.

No Brasil, Rezende (2005) verificou o *value relevance* do lucro líquido, patrimônio líquido e do ativo diferido em empresas do setor de telecomunicações (nova economia) e, comparativamente, em empresas do ramo de aço/metals e bancos/seguradoras (representando a velha economia) entre os anos de 1995 a 2003. O autor verificou que as variáveis contábeis (lucro por ação e patrimônio líquido por ação) são relevantes para explicar o preço da ação nos três setores analisados, contudo, o valor do ativo diferido não apresentou significância estatística em nenhum dos setores.

Kang e Pang (2005) investigaram se as diferenças no nível de *disclosure* entre países desenvolvidos e emergentes refletem maior *value relevance* nos países desenvolvidos. Os autores constataram que o *value relevance* das informações contábeis nos Estados Unidos (país desenvolvido) é superior ao *value relevance* das informações em países emergentes, sugerindo que o maior nível de *disclosure* nos países desenvolvidos exerce influência no *value relevance* das informações constantes nos relatórios contábeis.

## 3 METODOLOGIA

O presente estudo enquadra-se como exploratório-descritivo e, quanto à abordagem do problema, engloba avaliações de cunho quantitativo e qualitativo, considerando que foram utilizadas ferramentas estatísticas

Em relação à relevância do nível de *disclosure* obrigatório em um país emergente, a pesquisa realizada por Hassan e Mohd-Saleh (2010), em empresas da Malásia, investigou o *value relevance* do *disclosure* dos instrumentos financeiros baseados na norma MASB 24. Os autores relataram uma associação positiva entre o nível de divulgação dos instrumentos financeiros e o preço das ações, sugerindo que um melhor nível de *disclosure* relacionado aos instrumentos financeiros melhora o *value relevance* destes ativos perante o mercado.

Alfaraih e Alanezi (2011) analisaram se o nível de *disclosure* voluntário afeta o *value relevance* das informações contábeis na perspectiva do investidor, nas empresas listadas na Bolsa de Valores do Kuwait no ano de 2007. Eles verificaram que o lucro por ação é fortemente significativo para os investidores do Kuwait, ao nível de significância de 1%; todavia, a variável nível de *disclosure* voluntário não apresentou relevância estatística. Os pesquisadores interpretaram esse resultado como decorrente da incapacidade de grande parte dos investidores de precificar, em suas avaliações de preço de ações, melhores níveis de *disclosure* voluntário.

Tsalavoutas e Dionysiou (2014) analisaram o *value relevance* do nível de *compliance* com a norma IFRS e se havia diferença entre empresas com alto e baixo nível de *compliance* em relação às exigências de *disclosure* da norma. O estudo foi realizado na Grécia, e contou com uma amostra de 150 empresas. Os autores constataram que o cumprimento das exigências de divulgação é positivamente e significativamente relacionado ao preço das ações, concluindo que as informações de natureza obrigatória são relevantes para os investidores na medida em que os mesmos tendem a valorizar as empresas mais transparentes.

É possível notar nos estudos anteriores que as pesquisas sobre *value relevance* tendem a constatar a relevância do lucro líquido e do patrimônio líquido, ambas variáveis contábeis que explicam apenas uma pequena parte do preço da ação. Em adição, ao inserir variáveis pertinentes ao *disclosure*, alguns estudos concluíram que o nível de evidência é relevante para explicar uma parte do preço da ação. Esses resultados em relação ao *disclosure* ensejam as pesquisas nessa área, buscando fornecer mais evidências acerca desse fato.

para responder o problema de pesquisa, mas também foi realizada a análise qualitativa do *disclosure* nas notas explicativas das companhias.

No que tange à obtenção dos dados, a pesquisa se

classifica como documental. Para atender os objetivos desta pesquisa, foi necessário medir o nível de *disclosure* das companhias brasileiras abertas que realizaram alguma combinação de negócios no período entre 2010 e 2013. A obtenção dos dados para calcular o nível de evidenciação se deu por meio das notas explicativas publicadas pelas companhias, respeitando, em cada caso, o ano em que ocorreu cada combinação de negócios.

Dessa maneira, se uma combinação de negócios foi realizada em 15 de outubro de 2010, a análise do nível de *disclosure* foi verificada nas notas explicativas integrantes das demonstrações financeiras padronizadas (DFPs) relativas ao exercício social findo em 2010. Todos os dados relativos a essa combinação também respeitaram esse critério. Em todos os casos foram analisadas as DFPs consolidadas.

### 3.1 Construção da Métrica e Obtenção do Nível de Disclosure

Visando a mensurar o nível de *disclosure* relativo a cada combinação de negócios componente da amostra, calculou-se um índice de *disclosure* com base nas informações divulgadas pelas empresas em suas notas explicativas pertinentes ao ano em que ocorreu a combinação de negócios.

Para obtenção de cada índice de *disclosure*, primeiramente foi necessário elaborar uma métrica abrangendo as informações que precisam ser divulgadas pelas empresas, concernentes às combinações de negócios realizadas.

Nakayama (2012) utilizou uma métrica com base nas determinações do CPC-15 (2009). A base para a métrica

do referido autor foi a primeira versão do pronunciamento contábil relativo a combinações de negócios. Seu trabalho objetivou medir o nível de evidenciação das combinações de negócios no ano de 2010 e identificar fatores determinantes do nível de evidenciação realizado pelas empresas brasileiras.

A métrica desenvolvida na presente pesquisa foi além daquela utilizada por Nakayama (2012), visto que se realizou uma abertura das exigências contidas no CPC-15 R1 (2011), visando a um detalhamento de informações sobre as combinações de negócios, sendo composta por um total de 80 itens.

A intenção foi contribuir para o atendimento do atributo de completeza preconizado pela Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil Financeiro do CPC (2011), que aduz que “para a informação ser representada fidedignamente ela precisa ser completa, neutra e livre de erros”.

Para o cálculo do índice de evidenciação, adotou-se a metodologia utilizada nas pesquisas sobre combinações de negócios realizadas por Shalev (2009), Nakayama (2012), e Nakayama e Salotti (2014), atribuindo 1 (um) para “Evidenciação do Item”, 0 (zero) para “Não Evidenciação do Item” e NA (Não se Aplica) para os casos em que determinado(s) item(ns) da métrica não se aplica(m) ao(s) respectivo(s) caso(s).

Cada índice de *disclosure* foi obtido dividindo-se a quantidade evidenciada em notas explicativas pela quantidade total de itens da métrica que eram aplicáveis para evidenciação. A fórmula a seguir apresenta o procedimento utilizado no cálculo do índice relativo a cada combinação de negócios componente da amostra analisada nesta pesquisa.

$$\text{Índice de Disclosure} = \frac{\text{Quantidade de itens evidenciados nas Notas Explicativas}}{(\text{Quantidade Total de itens da Métrica} - \text{Itens que Não se Aplicam})}$$

Ressalta-se que cada combinação de negócios, componente da amostra, foi analisada individualmente, resultando num índice para cada uma delas.

Conforme é possível observar na fórmula, houve o cuidado de identificar as situações em que determinado item da métrica não se aplicava ao respectivo caso, pois esses itens não foram considerados na quantidade total de referência para cálculo do índice. Por exemplo, nas empresas que reconheceram *goodwill*, a evidenciação dos itens relativos ao “Ganho por Compra Vantajosa” não se aplica. Outro caso de “Não se Aplica” foi pertinente aos itens da métrica em que a própria empresa informou, em suas notas explicativas, que não ocorreu o respectivo caso, permitindo então a atribuição de “Não se Aplica”

àquele item.

Já nos casos em que a empresa nada mencionou sobre a ocorrência ou não de determinado fato correspondente a algum item da métrica, deixando a dúvida se o fato deveria ter sido divulgado ou não, nomeou-se “Não Evidenciação do Item”, visto que não é possível saber se ocorreu ou não o fato passível de evidenciação.

Partiu-se do argumento de que, se o fato não se aplicava à empresa, ela poderia ter informado em suas notas explicativas, o que não deixaria dúvidas quanto à ocorrência ou não do item.

Optou-se por analisar as notas explicativas integrantes das demonstrações contábeis anuais, denominadas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), em

virtude da importância que suas informações representam para o mercado, pois contemplam o lucro ou prejuízo líquido do exercício social.

Pesquisas semelhantes sobre *value relevance* do *goodwill* e/ou intangíveis identificáveis e *value relevance* do *disclosure*, realizadas por diversos autores, como Jennings et al. (1996), Henning et al. (2000), Dahmash et al. (2009), Hassan et al. (2009), Hassan e Mohd-Saleh (2010), Oliveira et al. (2010) e Baboukardos e Rimmel (2014), também utilizaram as informações provenientes das demonstrações contábeis anuais como base para seus trabalhos.

### 3.2 Apresentação das Variáveis Utilizadas

Neste tópico são apresentadas as informações sobre as variáveis utilizadas na análise estatística. A variável dependente é representada pelo preço da ação (Preço). O conjunto das variáveis explicativas é composto pelo nível de *disclosure* da combinação de negócios, *goodwill* por ação, intangível identificável por ação, *goodwill* relativo, lucro por ação (LPA) e patrimônio líquido por ação (VPA).

#### 3.2.1 Preço da ação (P) - Variável dependente.

Em relação à variável dependente “preço da ação”, alguns estudos sobre *value relevance* utilizaram o preço da ação três meses após a data de encerramento do exercício social. Como exemplos, podem-se mencionar os trabalhos de Vafaei, Taylor e Ahmed (2011), Jennings et al. (1996), Hassan e Mohd-Saleh (2010) e Oliveira et al. (2010).

Os autores que optaram pela metodologia relativa ao preço da ação três meses após a data do exercício encerrado, explicam que sua intenção foi testar os preços das ações em que estivessem retratados os reflexos das informações contidas nas demonstrações financeiras anuais já publicadas. Diante do exposto, nesta pesquisa optou-se por utilizar o preço da ação três meses após o encerramento do exercício como *proxy* para a variável dependente “preço da ação”.

Foram coletados os preços de fechamento da ação ordinária, e quando este não estava disponível foi utilizado o valor da ação preferencial. Os dados relativos aos preços das ações foram obtidos por meio da base de dados ECONOMATICA®.

#### 3.2.2 Nível de *disclosure* da combinação de negócios.

As combinações de negócios são operações em que um adquirente obtém o controle de outra empresa (adquirida), passando então a ter preponderância nas principais atividades que podem afetar os retornos da adquirida (CPC-15 R1, 2011).

Considerando a magnitude dos impactos que as combinações de negócios podem gerar no ambiente

econômico do país, o adequado *disclosure* das informações pertinentes a estas operações torna-se importante (Shalev, 2009).

Dentre os benefícios ocasionados pelo aumento no *disclosure* corporativo, Healy, Hutton e Palepu (1999) destacaram o melhor desempenho das ações da empresa no mercado. Nesta mesma linha de pesquisa, Bushee e Noe (1999) concluíram que os investidores tendem a ser atraídos por empresas com maiores níveis de *disclosure*.

Algumas pesquisas indicam que um maior nível de *disclosure* acarreta redução da assimetria informacional, ocorrendo uma redução no risco e, conseqüentemente, o reflexo pode ser visto na melhoria do desempenho das ações no mercado (Healy et al., 1999; Malacrida & Yamamoto, 2006).

Na Grécia, Baboukardos e Rimmel (2014) constataram que o *goodwill* tem um forte efeito sobre o preço das ações de empresas com elevado grau de evidênciação do *goodwill* com base na IFRS 3, mas nenhum efeito no preço das empresas com baixo nível de divulgação do *goodwill*. Esta é uma possível indicação de que a redução do risco proporcionada por maiores níveis de divulgação é relevante para explicar o preço das ações.

Empresas que apresentam um melhor nível de *disclosure* proporcionam maior grau de confiabilidade aos investidores brasileiros (Malacrida & Yamamoto, 2006). Nessa perspectiva, espera-se que os investidores valorizem as empresas brasileiras com maior nível de *disclosure* sobre suas combinações de negócios. A hipótese H1 desta pesquisa afirma que:

H1: Há uma relação positiva entre o nível de *disclosure* das combinações de negócios de empresas brasileiras e o preço de suas ações.

A operacionalização da variável “Disc” foi por meio de um índice de *disclosure* calculado conforme explicação no item 3.1.

#### 3.2.3 *Goodwill* por ação.

O teste da variável explicativa “*goodwill* por ação” pretende fornecer evidências para a aceitação ou refutação da segunda hipótese formulada nesta pesquisa. Estudos anteriores forneceram evidências estatísticas de que o mercado atribui relevância ao *goodwill* reconhecido pelas empresas, como os de Jennings et al. (1996), Henning et al. (2000), Godfrey e Koh (2001), Dahmash et al. (2009), Oliveira et al. (2010) e Cazavan-Jeny (2004).

Ressalta-se que os trabalhos mencionados estudaram o *value relevance* do *goodwill* em países desenvolvidos, e esta pesquisa fornece evidências sobre um mercado em desenvolvimento (emergente).

Baboukardos e Rimmel (2014) argumentam que, nas combinações de negócios, a adquirente deverá avaliar os valores justos dos ativos e passivos, e verificar a existência de intangíveis identificáveis passíveis de reconhecimento individual. Somente depois de verificados tais valores é possível avaliar o valor do *goodwill*.

Além da subjetividade no reconhecimento inicial, o tratamento contábil posterior do *goodwill* também sofre críticas na literatura. Sob esse aspecto, Jahmani et al. (2010) observam que a abordagem de avaliações anuais no valor recuperável do *goodwill*, em vez da amortização sistemática, permite uma volatilidade em relação ao resultado do exercício, já que as perdas são suscetíveis de reconhecimento em quantidades variadas. Para os autores, os gerentes podem escolher o melhor momento para reconhecer as perdas por *impairment*, visando a uma suavização dos lucros.

Nesse contexto, a possibilidade de gerenciamento de resultados é um dos assuntos em foco quando se aborda o *goodwill*. Ball, Kothari e Robin (2000) discorrem que os gerentes podem variar a aplicabilidade das normas de contabilidade e, nesse contexto, a abertura existente nas normas relacionadas ao tratamento contábil do *goodwill* permite essa flexibilidade.

O *value relevance* do *goodwill* foi evidenciado por Jennings et al. (1996), em trabalho pioneiro, no qual demonstrou que os investidores utilizam as informações disponíveis associadas ao *goodwill* adquirido nas combinações de negócios, sendo que estas se refletem no preço da ação. Partindo da premissa de que o valor do *goodwill* reconhecido em uma combinação de negócios é significativo no momento de os investidores atribuírem preço às ações, fundamenta-se a constituição da segunda hipótese de pesquisa:

H2: O valor do *goodwill* reconhecido pelas empresas nas combinações de negócios é um fator significativo nas avaliações dos investidores acerca do preço da ação.

A informação relativa ao valor do *goodwill* reconhecido foi obtida por meio das notas explicativas referentes ao ano em que ocorreu a combinação de negócios. Para operacionalizar essa variável, dividiu-se o valor do *goodwill* reconhecido na combinação de negócios pela quantidade total de ações da companhia, informação obtida no *site* da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA).

### 3.2.4 Intangível identificável por ação.

Para alguns autores, o *goodwill* é considerado um resíduo, tendo em vista que, para obter seu valor, é necessário deduzir do valor da contraprestação: a) o

valor dos ativos líquidos da empresa adquirida a valor justo; e b) o valor dos ativos intangíveis identificáveis. Dessa forma, o restante constitui o *goodwill* (Samkin & Deegan, 2010; Giuliani & Brännström, 2011; Detzen & Zülch, 2012; Martins et al., 2013).

Em uma combinação de negócios, apenas integrarão o valor do *goodwill* os ativos que não atenderam aos critérios de reconhecimento de intangíveis individuais (identificáveis), estabelecidos pelo CPC-04 R1 (2010), na data de aquisição.

Dessa maneira, em uma combinação de negócios, as empresas adquirentes devem mensurar os valores dos ativos intangíveis identificáveis adquiridos e a parcela de ativos intangíveis que não for passível de identificação integrará o valor do *goodwill* adquirido na respectiva transação.

Percebe-se que as críticas da teoria relacionadas à subjetividade do reconhecimento do *goodwill* nas combinações de negócios impactam também o reconhecimento dos intangíveis identificáveis, pois, dependendo do valor que for reconhecido como intangível identificável, haverá impacto no valor do *goodwill*. Em função disso, considerou-se importante neste trabalho incluir a variável intangível identificável por ação.

A variável “intangível identificável por ação” foi incluída visando a verificar se ela é significativa estatisticamente em relação ao preço da ação. As pesquisas de Dahmash et al. (2009) e Oliveira et al. (2010) verificaram que os intangíveis identificáveis são relevantes nas avaliações dos investidores australianos e portugueses, respectivamente.

A informação referente ao valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos foi obtida por meio das notas explicativas relativas ao ano em que ocorreu a combinação de negócios. Para operacionalizar a variável “intangível identificável por ação” dividiu-se o valor total dos intangíveis identificáveis, reconhecidos na respectiva combinação de negócios, pela quantidade total de ações da companhia, informação obtida no *site* da BM&FBOVESPA.

### 3.2.5 Goodwill relativo.

Em várias combinações de negócios, percebe-se que o valor do *goodwill* representou parcela significativa da contraprestação assumida (pagamento em dinheiro, ações ou por meio da assunção de obrigações a serem honradas posteriormente) pela adquirente para adquirir o controle da adquirida, esses casos podem ser verificados nos trabalhos de Shalev (2009) e Nakayama e Salotti (2014).

A variável “*goodwill* relativo” foi obtida por meio da divisão do valor do *goodwill* reconhecido na combinação de negócios pelo valor da contraprestação assumida na combinação de negócios, e possui a finalidade de testar

se esta proporção é relevante para os investidores no que tange à atribuição de preço das ações.

As informações referentes ao valor do *goodwill* adquirido na combinação de negócios e ao valor da contraprestação assumida na respectiva transação foram obtidas por meio das notas explicativas relativas ao ano em que ocorreu a operação.

### 3.2.6 Lucro por ação.

A variável contábil “lucro líquido” se mostrou relevante em várias pesquisas sobre *value relevance*, que derivaram do modelo de Ohlson (1995). Como exemplos podem-se mencionar os trabalhos de Rezende (2005), Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009), Oliveira et al. (2010), Alfaraih e Alanezi (2011), Dalmácio, Rezende, Lima e Martins (2011), Yamaji e Miki (2011), AbuGhazaleh, Al-Hares e Haddad (2012) e Silva, Macedo e Marques (2012).

No que compete a mercados emergentes, como é o caso do Brasil, a pesquisa de Alfaraih e Alanezi (2011) no Kuwait demonstrou que o lucro por ação é fortemente significativo para os investidores na avaliação do preço das ações, ao nível de significância estatística de 1%. No Brasil, as pesquisas de Rezende (2005) e Silva et al. (2012) também demonstraram que o lucro por ação é relevante para explicar o preço das ações.

Nesta pesquisa, o valor relativo ao lucro por ação foi obtido pela divisão entre o valor do resultado do exercício (coletado na ECONOMATICA®) e a quantidade total de ações da empresa, obtida no *site* da BM&FBOVESPA. Optou-se por esta abordagem de obtenção dos dados visando a promover uma harmonia com o modo como foi calculado o *goodwill* por ação e o intangível identificável por ação.

### 3.2.7 Patrimônio líquido por ação.

Alguns estudos sobre *value relevance*, partindo do modelo de Ohlson (1995), demonstraram que a variável patrimônio líquido (PL) é significativa para explicar o preço das ações. Como exemplos, é possível citar os trabalhos de Lopes (2002b), Rezende (2005), Lapointe-Antunes et al. (2009), Oliveira et al. (2010), Dalmácio et

al. (2011), Xu, Anandarajan e Curatola (2011), Yamaji e Miki (2011) e AbuGhazaleh et al. (2012).

Nessa mesma linha, com base no modelo de Ohlson (1995), a variável referente ao patrimônio líquido por ação foi utilizada nesta pesquisa. O valor desta variável foi obtido dividindo o valor do patrimônio líquido (coletado na ECONOMATICA®) pela quantidade total de ações da empresa, obtida no *site* da BM&FBOVESPA.

## 3.3 Amostra de Pesquisa

A amostra de pesquisa é constituída por todas as companhias brasileiras de capital aberto que atendem, no conjunto, as três condições seguintes: (i) realizaram combinação de negócios em algum dos anos compreendidos entre 2010 e 2013; (ii) houve transferência de controle na referida transação; e (iii) tiveram o papel de adquirentes na transação realizada.

A informação relativa às empresas que realizaram combinações de negócios no período entre 2010 e 2013 foi obtida a partir dos fatos relevantes divulgados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dessa maneira, foram analisados todos os fatos relevantes que anunciavam fusões, incorporações, aquisições e cisões, e selecionados apenas os casos em que a combinação de negócios resultou em transferência de controle.

Ressalta-se que compuseram a amostra apenas as empresas que exerceram o papel de adquirentes na combinação de negócios, ou seja, as empresas que adquiriram o controle após a combinação realizada.

As transações que não resultaram em transferência de controle não foram utilizadas na amostra, visto que nesses casos o CPC-15 R1 (2011) não determina a utilização do método de aquisição.

Além disso, somente os casos de combinações de negócios efetivamente concretizados foram considerados para a composição da amostra de pesquisa; com isso, não foram considerados os casos em que a combinação encontrava-se em processo de negociação.

A Tabela 1 demonstra a composição da amostra referent à quantidade de combinações de negócios que constituíram objeto de estudo nesta pesquisa.

**Tabela 1** Composição da amostra de pesquisa utilizada

Ano	Quantidade de companhias	Quantidade combinações evidenciadas
2010	29	54
2011	28	66
2012	29	55
2013	16	27
Total	102	202

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme é possível observar na Tabela 1, a quantidade de companhias difere da quantidade de combinações de negócios identificadas, visto que existem companhias que realizaram várias combinações de negócios no mesmo ano. Nesta pesquisa, a amostra foi constituída por combinação de negócios realizada; dessa maneira, cada combinação de negócios é uma observação na amostra.

Decidiu-se pela composição da amostra de pesquisa por combinação de negócios, e não por companhia, porque seriam analisados o nível de *disclosure* e o valor do *goodwill* reconhecido por combinação de negócios. A amostra por companhia impossibilitaria esta análise, considerando que seria necessário utilizar a média do nível de *disclosure* e a média do valor de *goodwill* reconhecido nas empresas que realizaram mais de uma combinação de negócios dentro do mesmo ano, o que poderia distorcer os resultados da pesquisa.

A partir dessa metodologia, obtiveram-se 202 combinações de negócios, evidenciadas nas notas

explicativas das companhias brasileiras de capital aberto que constituíram o objeto de estudo da presente pesquisa.

Em relação aos tipos de combinações de negócios analisadas, de acordo com os parâmetros estabelecidos para o levantamento da amostra, foram identificadas 192 aquisições e 10 incorporações.

Contudo, dentre as 202 combinações de negócios identificadas, em seis casos não foi possível obter o preço da ação, em virtude de tais dados não estarem disponíveis para consulta na base de dados ECONOMATICA®. Este fato impossibilitou a utilização destas seis observações na análise de regressão linear múltipla, que possui como variável dependente o preço da ação.

Desta maneira, seis combinações de negócios foram retiradas da amostra, quais sejam: Évora, Multiner, Universo Online, Invepar, Berna Participações e Unidas S.A.. A amostra final contemplou 196 observações para as análises estatísticas.

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

A Tabela 2 apresenta os resultados da estatística descritiva relativa às variáveis utilizadas nesta pesquisa,

na qual foram analisados 196 casos de combinações de negócios ocorridas entre os anos 2010 e 2013.

**Tabela 2** Estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Preço da Ação	15,99	11,03	0,009	78,95
Nível de Disclosure	0,29	0,10	0,07	0,66
Goodwill por Ação	0,17	0,59	0	6,09
Intangíveis Identificáveis por Ação	0,06	0,23	0	2,15
Goodwill Relativo	0,69	1,29	0	16,63
Lucro por Ação	0,58	1,07	-0,36	6,49
Patrimônio Líquido por Ação	4,29	7,01	-0,001	32,89

**Nota.** Preço da Ação = preço da ação três meses após o encerramento do exercício no período  $n$ ; Nível de Disclosure = índice de evidenciação das combinações de negócios que compuseram a amostra de pesquisa; Goodwill por Ação = valor do goodwill reconhecido na combinação de negócios dividido pela quantidade total de ações da empresa; Intangíveis Identificáveis por Ação = valor total dos intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios, dividido pela quantidade total de ações da empresa. Goodwill Relativo = valor do goodwill dividido pelo valor da contraprestação relativa à combinação de negócios. Lucro por Ação = valor do resultado (lucro ou prejuízo) líquido do exercício social, no respectivo período  $n$  (em que ocorreu a combinação de negócios), dividido pela quantidade total de ações da empresa. Patrimônio Líquido por Ação = valor do Patrimônio Líquido no período  $n$ , dividido pela quantidade total de ações da empresa.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

É possível perceber na Tabela 2 que a média do nível de *disclosure* realizado pela amostra desta pesquisa é baixa (média de 0,29), sendo que o nível máximo atingiu 0,66 e o nível mínimo apenas 0,07. As companhias analisadas

precisam melhorar sua divulgação acerca das combinações de negócios realizadas.

A Tabela 2 também demonstra que o *goodwill* possui valor significativo em algumas combinações de negócios

realizadas pelas companhias brasileiras de capital aberto, considerando que a média do *goodwill* relativo obteve o valor de 0,69, o que indica que, em média, 69% do valor da contraprestação paga pela adquirente na combinação de negócios corresponde ao *goodwill* adquirido.

Comparando o valor máximo do *goodwill* por ação com os intangíveis identificáveis por ação, constata-se que o valor do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios analisadas tende a ser superior ao valor dos intangíveis identificáveis. Este resultado sugere que as

empresas pagam por um conjunto de intangíveis que não foram identificados individualmente no momento da transação, com base em uma expectativa de rentabilidade que elas registram em seu ativo como *goodwill*.

Complementarmente, realizou-se a Análise de Correspondência (ANACOR) para verificar a associação existente entre o nível de *disclosure* e o setor de atuação das companhias analisadas nesta pesquisa. A Figura 1 demonstra os resultados verificados.

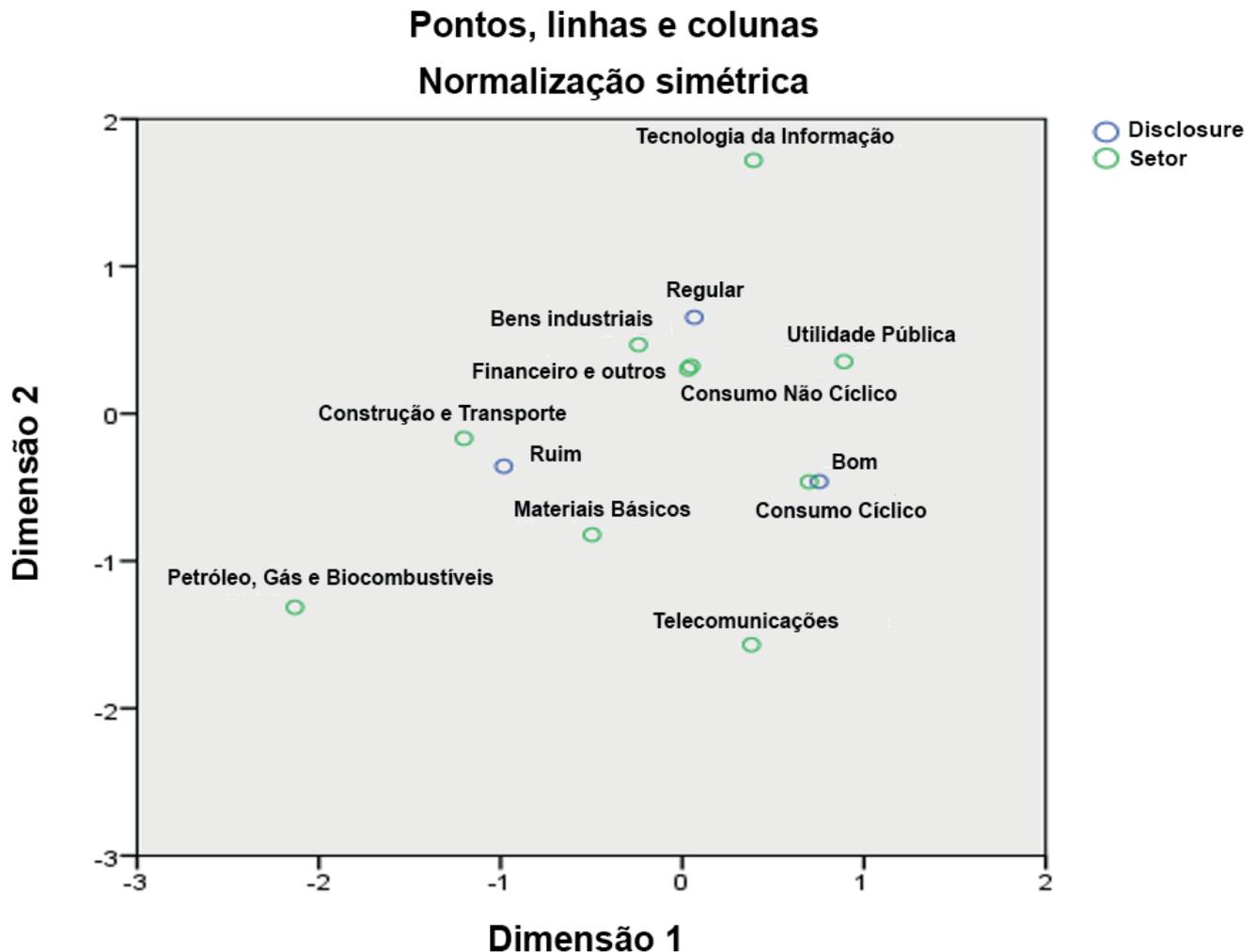


Figura 1. Mapa perceptual nível de disclosure x setor.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Figura 1, é possível afirmar que existe uma associação entre: (i) nível de *disclosure* bom e setor de consumo cíclico; (ii) nível de *disclosure* regular e os setores de bens industriais, consumo não cíclico, financeiro e outros; e (iii) nível de *disclosure* ruim e os setores de construção e transportes e materiais básicos. Estas associações são possíveis devido à proximidade em

que se encontram as referidas categorias.

Além disso, o setor de utilidade pública ficou entre os níveis de *disclosure* bom e regular, visto que ele se encontra próximo às duas categorias mencionadas.

Visando a averiguar se o nível de *disclosure* das combinações de negócios e o *goodwill* são relevantes para explicar o preço das ações, foi testado um

modelo de regressão linear múltipla, contendo como variável dependente o preço da ação e como variáveis independentes o nível de *disclosure* da combinação de

negócios, *goodwill* por ação, intangível identificável por ação, *goodwill* relativo, lucro por ação e patrimônio líquido por ação. A Tabela 3 apresenta os resultados encontrados.

**Tabela 3** Resultados do modelo de regressão múltipla

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	T	Valor p
Constante	6,804	2,701	2,519	0,013
Nível de <i>disclosure</i>	23,613	7,727	3,056	0,003
<i>Goodwill</i> por ação	0,111	1,505	-0,076	0,939
Intangível identificável por ação	-5,632	3,519	-1,601	0,111
<i>Goodwill</i> relativo	-0,25	0,596	-0,42	0,675
Lucro por ação	1,84	1,137	1,618	0,107
Patrimônio líquido por ação	0,365	0,184	1,985	0,049

F: 5,098  
 Valor p: 0,000  
 R<sup>2</sup>: 14,10%  
 R<sup>2</sup> Ajustado: 11,30%

**Fonte:** Dados da pesquisa.

O “valor p” do modelo resultou em 0,000, demonstrando que ele é significativo ao nível de 1%, ou seja, em conjunto as variáveis explicativas que compõem o modelo são significativas para explicar a variável dependente “preço da ação”.

O valor do R<sup>2</sup> indica que 14,10% das variações no preço das ações das companhias brasileiras de capital aberto que realizaram combinações de negócios no período entre 2010 e 2013 podem ser explicadas por um modelo envolvendo as seguintes variáveis: nível de *disclosure* da combinação de negócios realizada no ano, *goodwill* por ação, intangível identificável por ação, *goodwill* relativo, lucro por ação e patrimônio líquido por ação.

Entretanto, realizando a análise individual relativa ao poder explicativo de cada variável componente do modelo, apenas o “nível de *disclosure* da combinação de negócios realizada no ano” e o “patrimônio líquido por ação” são significativos ao nível de 5%, para explicar a variável dependente “preço da ação”. Ambas possuem uma associação positiva com o preço da ação, o que sugere que quanto maior o nível de *disclosure* e o patrimônio líquido por ação, maior o preço atribuído à ação.

Ressalta-se que a variável “nível de *disclosure* da combinação de negócios realizada no ano” apresentou significância ao nível de 1%, corroborando a hipótese 1

desta pesquisa. Por outro lado, a hipótese 2 foi refutada, visto que a variável “*goodwill* por ação” não se mostrou significativa no modelo de regressão.

O resultado do modelo de regressão também permite observar que a variável “lucro por ação” se mostra significativa ao nível de 10%, com um coeficiente positivo, o que sugere que quanto maior o lucro por ação, maior o preço da ação.

O maior poder explicativo do patrimônio líquido por ação em relação ao lucro por ação corrobora os resultados já demonstrados na pesquisa de Lopes (2002b), na qual o autor explica que tal resultado pode ter relação com o fato de, no Brasil, a maioria das empresas possuir estrutura de controle acionário concentrado e que pode afetar a relevância do lucro líquido.

As variáveis “intangível identificável por ação” e “*goodwill* relativo” apresentaram coeficiente negativo, o que poderia sugerir que quanto maior o valor dessas variáveis, menor seria o preço da ação; todavia, ambas não demonstraram significância estatística no modelo, assim, os resultados desta pesquisa não suportam tais inferências acerca dessas duas variáveis.

No que tange aos pressupostos de validade do modelo de regressão, para análise da multicolinearidade foram realizados os testes VIF e Tolerance. A Tabela 4 apresenta os resultados encontrados.

Tabela 4 Testes VIF e Tolerance

Variáveis	VIF	Tolerance
Nível de <i>Disclosure</i>	1,124	0,889
<i>Goodwill</i> por Ação	1,415	0,707
Intangível Identificável por Ação	1,197	0,835
<i>Goodwill</i> Relativo	1,054	0,949
Lucro por Ação	2,659	0,376
Patrimônio Líquido por Ação	2,958	0,338
<b>Média VIF</b>	<b>1,73</b>	

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados dos dois testes demonstram que o modelo não apresenta multicolinearidade problemática, sendo que os valores VIF das variáveis não foram superiores a 3 e os valores pertinentes ao teste Tolerance não foram inferiores a 0,10.

No que compete à homoscedasticidade dos resíduos, realizou-se o teste de Pesarán-Pesarán, que, conforme Cunha e Coelho (2009), foi desenvolvido para examinar a existência de homoscedasticidade, isto é, se a variância dos resíduos mantém-se constante em todo o espectro das variáveis independentes. Quando não atendido este pressuposto, existe o problema de heteroscedasticidade, e medidas precisam ser tomadas para corrigir este problema.

As hipóteses testadas são: H0, indicando que os resíduos são homoscedásticos, e H1, representando que os resíduos são heteroscedásticos.

O teste Pesarán-Pesarán resultou em um valor Sig. de 0,960, aceitando a hipótese nula que afirma que os resíduos são homoscedásticos. Portanto, não existe problema de heteroscedasticidade no modelo.

A normalidade dos resíduos foi analisada por meio do teste Kolmogorov-Smirnov (K-S). O valor Sig. do teste K-S resultou em 0,121. Este resultado indica que o teste do modelo aceitou a hipótese H0, que atesta que a distribuição é normal. Dessa forma, o pressuposto de normalidade foi atendido.

## 5 CONCLUSÕES

O objetivo desta pesquisa foi verificar o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do *goodwill* reconhecido nas companhias brasileiras de capital aberto. Os resultados deste estudo demonstraram que:

- i. A variável “nível de *disclosure*” das combinações de negócios realizadas se apresentou positivamente significativa, ao nível de 1%, para explicar o preço das ações na amostra analisada;
- ii. A variável “patrimônio líquido por ação” se mostrou positivamente significativa, ao nível de 5%, para explicar o preço das ações na amostra analisada;
- iii. A variável “lucro por ação” se apresentou positivamente significativa ao nível de 10%, para explicar o preço das ações na amostra analisada; e
- iv. As variáveis “*goodwill* por ação”, “intangível identificável por ação” e “*goodwill* relativo” reconhecidos na combinação de negócios não se mostraram significativas para explicar o preço das ações na amostra analisada.

Em relação ao *value relevance* do *disclosure* das combinações de negócios realizadas pelas companhias brasileiras, os resultados demonstraram que os investidores tendem a valorizar as empresas que fornecem mais informações sobre a transação realizada, confirmando a hipótese H1 desta pesquisa.

Os resultados sugerem que as ações das empresas que apresentam um melhor nível de divulgação, em média, tendem a ser mais valorizadas pelos investidores. Estes resultados condizem com os achados de Hassan e Mohd-Saleh (2010).

Em relação ao *value relevance* do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios, a hipótese H2 foi refutada e os resultados sugerem que o valor do *goodwill* reconhecido na combinação de negócios não é relevante para explicar o preço das ações no Brasil. Esse resultado pode ter relação com o baixo nível de evidênciação do *goodwill* no Brasil.

Apesar de os resultados relativos ao *value relevance* do *goodwill* não terem apresentado significância, é importante destacar que, ao comparar o valor máximo do *goodwill* por ação com os intangíveis identificáveis por

ação, constata-se que o valor do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios analisadas tende a ser superior ao valor dos intangíveis identificáveis. Este resultado permite sugerir que, em grande parte das combinações de negócios ocorridas no Brasil entre 2010 e 2013, as companhias não conseguiram reconhecer intangíveis que se qualificassem para registro individual, alocando então a maior parcela ao *goodwill*.

Adicionalmente, o nível médio de *disclosure* das combinações de negócios no Brasil é baixo, não sendo suficiente para proporcionar uma visão adequada dos métodos utilizados e dos referidos ativos adquiridos nas combinações de negócios; dessa maneira, os investidores parecem valorizar as companhias que apresentam maior transparência.

Contudo, é importante ressaltar que os resultados do presente estudo se limitam à amostra e período analisados, isto é, não podem ser generalizados para

outras companhias ou períodos diferentes.

Cabe destacar também como limitação desta pesquisa o fato de a métrica utilizada para mensurar o nível de *disclosure* ter sido elaborada com base unicamente no CPC 15 (R1), não sendo abrangidas outras bases normativas. Além disso, a coleta dos dados foi feita por método qualitativo e, nesse caso, o papel do pesquisador foi essencial na análise do *disclosure* realizado pelas companhias.

Outra limitação desta pesquisa refere-se ao fato de as companhias não realizarem combinações de negócios em todos os anos, impossibilitando uma análise temporal do nível de evidenciação da amostra.

Sugere-se, para pesquisas posteriores, um estudo comparativo envolvendo o *value relevance* do nível de *disclosure* obrigatório de companhias brasileiras (mercado emergente) e de companhias situadas em um mercado desenvolvido.

## REFERÊNCIAS

- AbuGhazaleh, N. M., Al-Hares, O. M., & Haddad, A. E. (2012). The Value Relevance of goodwill impairments: UK Evidence. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), 206-216.
- Al-Akra, M., & Ali, M. (2012). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East: The case of Jordan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(5), 533-549.
- Alfaraih, M. M., & Alanezi, F. S. (2011). Does voluntary disclosure level affect the value relevance of accounting information? *Accounting & Taxation*, 3(2), 65-84.
- American Appraisal (2012). *Global M&A Valuation Outlook*. Recuperado de <http://www.american-appraisal.com.br/AA-Files/Library/PDF/GlobalMAValuationOutlook.pdf>.
- Baboukardos, D., & Rimmel, G. (2014). Goodwill under IFRS: Relevance and disclosures in an unfavorable environment. *Accounting Forum*, 38(1), 1-17.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), p. 1-51.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 77-104.
- Beatty, A., & Weber, J. (2006). Accounting discretion in fair value estimates: an examination of SFAS 142 goodwill impairments. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 257-288.
- Beaver, W. H. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*, 77(2), 453-474.
- Bokpin, G. A. (2013). Determinants and value relevance of corporate disclosure. *Journal of Applied Accounting Research*, 14(2), 127-146.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (1999). Disclosure quality, institutional investors, and stock return volatility. Recuperado de [https://www.researchgate.net/profile/Christopher\\_Noel/publication/228171436\\_Disclosure\\_Quality\\_Institutional\\_Investors\\_and\\_Stock\\_Return\\_Volatility/links/0deec52a05b6a45390000000.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Christopher_Noel/publication/228171436_Disclosure_Quality_Institutional_Investors_and_Stock_Return_Volatility/links/0deec52a05b6a45390000000.pdf).
- Carlin, T. M., & Finch, N. (2010). Evidence on IFRS goodwill impairment testing by Australian and New Zealand firms. *Managerial Finance*, 36(9), 785-798.
- Cazavan-Jeny, A. (2004). Le ratio market-to-book et la reconnaissance des immatériels – une étude du marché français. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 10(2), 99-124.
- Chen, C., Kohlbeck, M., & Warfield, T. (2008). Timeliness of impairment recognition: Evidence from the initial adoption of SFAS 142. *Advances in Accounting*, 24(1), 72-81.
- Chi, L.-C., & Tang, T.-C. (2007). Impact of reorganization announcements on distressed-stock returns. *Economic Modelling*, 24(5), 749-767.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011). *Pronunciamento Técnico CPC 15 R1, de 03 de junho de 2011. Combinação de negócios*. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC>.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2010). *Pronunciamento Técnico CPC 04 R1, de 05 de novembro de 2010. Ativo intangível*. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC>.
- Dahmash, F. N., Durand, R. B., & Watson, J. (2009). The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. *The British Accounting Review*, 41(2), 120-137.
- Dalmácio, F. Z., Rezende, A. J., Lima, E. M., & Martins, E. (2011). A relevância do goodwill no processo de avaliação das empresas brasileiras. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 8(4), 359-372.
- Davis-Friday, P. Y., Folami, L. B., Liu, C.-S., & Mittelstaedt, H. F. (1999). The value relevance of financial statement recognition

- vs. disclosure: evidence from SFAS no. 106. *The Accounting Review*, 74(4), 403-423.
- Detzen, D., & Zülch, H. (2012). Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(2), 106-126.
- Dorata, N. T., & Zaldivar, I. P. (2010). Fair value and business combinations. *Review of Business*, 30(2), 31-39.
- Giuliani, M., & Brännström, D. (2011). Defining goodwill: a practice perspective. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 9(2), 161-175.
- Godoy, C. R., & Santos, A. (2006). Contabilidade para fusões e aquisições de empresas: soluções históricas para problemas contemporâneos. *Revista de Administração*, 41(1), 29-42.
- Godfrey, J. M., & Koh, P-S. (2001). The relevance to firm valuation of capitalizing intangible assets in total and by category. *Australian Accounting Review*, 11(24), 39-48.
- Hassan, M. S., & Mohd-Saleh, N. (2010). The value relevance of financial instruments disclosure in Malaysian firms listed in the main board of Bursa Malaysia. *Int. Journal of Economics and Management*, 4(2), 243-270.
- Hassan, O. A. G., Romilly, P., Giorgioni, G., & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 79-102.
- Hayn, C., & Hugues, P. J. (2006). Leading indicators of goodwill impairment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 21(3), 223-265.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175.
- Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-520.
- Henning, S. L., Lewis, B. L., & Shaw, W. H. (2000). Valuation of the components of purchased goodwill. *Journal of Accounting Research*, 38(2), 375-386.
- Jahmani, Y., Dowling, W. A., & Torres, P. D. (2010). Goodwill impairment: a new window for earnings management. *Journal of Business & Economics Research*, 8(2), 19-23.
- Jennings, R., Robinson, J., Thompson, R. B., & Duvall, L. (1996). The relation between accounting goodwill numbers and equity values. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(4), 513-533.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kang, T., & Pang, Y. H. (2005). Economic development and the value-relevance of accounting information - a disclosure transparency perspective. *Review of Accounting and Finance*, 4(1), 5-31.
- Klann, R. C., Beuren, I. M., & Hein, N. (2015). Canonical relationship between performance indicators based on Brazil, US and IFRS accounting standards of Brazilian and United Kingdom companies. *Journal of Accounting and Taxation*, 7(1), 1-12.
- Lapointe-Antunes, P., Cormier, D., & Magnan, M. (2009). Value relevance and timeliness of transitional goodwill-impairment losses: Evidence from Canada. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 56-78.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38 (supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm), 91-124.
- Li, Z., Shroff, P. K., Venkataraman, R., & Zhang, I. X. (2011). Causes and consequences of goodwill impairment losses. *Rev Account Stud*, 16(4), 745-778.
- Lopes, A. B. (2002a). *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Lopes, A. B. (2002b). The Value Relevance of Earnings and Book Values in Brazil: Old versus New Economy. In *Anais do 26º Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil.
- Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa 2006. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 17(edição especial), 65-79.
- Mario, C., Baboukardos, D., Cunningham, G. M., & Hassel, L. G. (2011). The impact of IFRS on reporting for business combinations: an in-depth analysis using the telecommunications industry. In *Annals of the Faculty of Economics, University of Oradea*, 1(1), 557-593. Recuperado de <http://steconomicueoradea.ro/anale/volume/2011/n1/054.pdf>.
- Martins, E., Gelbcke, E. R., Santos, A., & Iudícibus, S. (2013). *Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. São Paulo: Atlas.
- Mortensen, R. (1994). Accounting for business combinations in the global economy: purchase, pooling, or? *Journal of Accounting Education*, 12(1), 81-87.
- Nakayama, W. K. (2012). *Divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios na vigência do pronunciamento técnico CPC 15* (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Nakayama, W. K., & Salotti, B. M. (2014). Fatores determinantes do nível de divulgação de informações sobre combinações de negócios com a entrada em vigor do pronunciamento técnico CPC 15. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 25(66), 267-280.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: evidence from the Portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*, 42(4), 241-252.
- Patel, S. A., Balic, A., & Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3(4), 325-337.
- Petersen, C., & Plenborg, T. (2010). How do firms implement impairment tests of goodwill? *ABACUS - A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 46(4), 419-446.
- Ramanna, K., & Watts, R. L. (2012). Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment. *Rev Account Stud*, 17(4), 749-780.

- Ramos, D. A., & Lustosa, P. R. B. (2013). Verificação empírica da *value relevance* na adoção das normas internacionais de contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. *Contexto*, 13(25), 70-83.
- Rezende, A. J. (2005). The relevance of accounting information in the process of valuation of companies in the new and old economy - an analysis of asset investments and their effects on the value relevance of earnings and book value. *BBR - Brazilian Business Review*, 2(1), 33-52.
- Samkin, G., & Deegan, C. (2010). Calculating non-controlling interest in the presence of goodwill impairment. *Accounting Research Journal*, 23(2), 213-233.
- Schipper, K. (2007). Required disclosures in financial reports. *The Accounting Review*, 82(2), 301-326.
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. *The Accounting Review*, 84(1), 239-270.
- Silva, A. F., Macedo, M. A. S., & Marques, J. A. V. C. (2012). Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 A 2007: uma discussão com foco nas variáveis LL, FCO E EBITDA. *Revista Universo Contábil*, 8(2), 6-24.
- Tsalavoutas, I., & Dionysiou, D. (2014). Value relevance of IFRS mandatory disclosure requirements. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(1), 22-42.
- Uyar, A., & Kılıç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 363-376.
- Vafaei, A., Taylor, D., & Ahmed, K. (2011). The value relevance of intellectual capital disclosures. *Journal of Intellectual Capital*, 12(3), 407-429.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 97-180.
- Xu, W., Anandarajan, A., & Curatola, A. (2011). The value relevance of goodwill impairment. *Research in Accounting Regulation*, 23(2), 145-148.
- Yamaji, N. & Miki, J. (2011). The value relevance of goodwill and goodwill amortization: evidence from listed Japanese companies. *BA Business & Accounting Review*, 7, 19-30.

**Endereço para correspondência:**  
Maira Melo de Souza

Universidade Federal de Santa Catarina, Departamento de Ciências Contábeis  
Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n – CEP: 88040-900  
Trindade – Florianópolis – SC – Brasil  
E-mail: maira.souza@ufsc.br