



VALUE RELEVANCE DE FUSÕES E AQUISIÇÕES: ANÁLISE DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO BRASILEIRAS

Vanessa Noguez Machado

Doutoranda em Contabilidade
Bolsista CAPES de Doutorado
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
e-mail: vanessanoguezmachado93@gmail.com

Aline Wildner Rodrigues

Pós-Graduada em Controladoria de Gestão
Contadora
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)
e-mail: awildner@gmail.com

Márcia Bianchi

Doutora em Economia
Professora do DCCA-UFRGS e do PPGCONT-UFRGS
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)
e-mail: marcia.bianchi@ufrgs.br

Área Temática: Contabilidade para Usuários Externos

RESUMO

Esta pesquisa tem por objetivo analisar a associação das Fusões e Aquisições (F&A) com o *value relevance* de empresas de capital aberto listadas na B3, no período de 2010 a 2021. Para tal maneira, por meio de uma análise quantitativa, descritiva e documental, foram estimados modelos de *value relevance* para companhias em diferentes grupos relacionados a F&A, quanto sob o enfoque das companhias que efetuaram e não efetuaram essas operações, como das características intrínsecas as F&A, distinguindo pela origem das companhias participantes (domésticas e internacionais) e pelo tipo de operação (horizontal, vertical e conglomerado). Como resultados, pode-se observar que nem sempre companhias que efetuaram F&A apresentarão maior *value relevance* das demais, principalmente no caso de F&A internacionais e horizontais. Esses resultados auxiliam na compreensão de como as F&A estão associadas ao *value relevance*, propiciando um aprimoramento no planejamento de tomadores de decisão internos e externos das organizações.

Palavras-chave: *Value Relevance*. Fusões e Aquisições. Qualidade da Informação Contábil.

1 INTRODUÇÃO

Como forma de estratégia de crescimento acelerada por parte das empresas, os processos de Fusões e Aquisições (F&A) vem aumentando cada vez mais em todo o mundo a mais de duas décadas, com maiores números registrados desses negócios em 2021 (Hussain et al., 2022; Statista, 2022). Segundo Büchler (2022), as F&A afetam diretamente a estratégia corporativa, dada a sua proposta de crescimento estratégico como ponto chave dessas operações, pela avaliação do investimento e sinergias das operações. Ainda, o autor salienta



que é um processo estratégico que visa garantir a unidade de negócios e desenvolvimento de mercado em ambiente competitivo, necessitando de um desenho estratégico bem elaborado como ponto crucial para aquisições bem-sucedidas.

Tendo como foco o aumento na lucratividade, redução de custos, criação de valor e inserção em novos mercados, as F&A se mostram cada vez mais comuns entre as companhias nos mercados de capitais, sendo relevantes não apenas em virtude do seu potencial de criação de valor para as companhias participantes dessas operações, mas também em virtude do seu potencial de distribuição de valor de sinergia criado (Malmendier et al., 2018). Entretanto, mesmo com essas expectativas por parte das empresas de que exista sinergia resultante nessas operações (Healy & Wahlen, 1999), nem sempre o resultado advindo das F&A é positivo para as companhias participantes do processo, em virtude de altos custos gerados para fechamento dessas operações e de problemas de planejamento (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Estudos apontam que as companhias adquirentes que efetuam fusões e aquisições tendem a apresentar uma diminuição dos seus lucros após as operações (Datta et al., 1992; Moeller & Schlingemann, 2004; Renneboog & Vansteenkiste, 2019; Singh & Montgomery, 1987), em virtude dos valores dispendidos na transação e incorporação (Bereskin et al., 2018; Jensen, 2005), bem como altos valores de prêmios na compra (Bartov et al., 2021), resultando em menores lucros a curto prazo. Nesse cenário, o mercado acaba se voltando para as informações contábeis reportadas por parte dessas companhias após as F&A, causando um maior *value relevance* quando da ocorrência de tais operações (Kwon & Wang, 2018).

Diversos estudos que compõem a literatura de *value relevance* salientam sobre a importância dos resultados contábeis no caso das companhias não apresentarem ganhos recorrentes ou de apresentarem prejuízos (Alhadab & Tahat, 2016; Berger et al., 1996; Burgstahler & Dichev, 1997; Collins et al., 1997; Collins et al., 1999; Yulianti et al., 2020). Isso ocorre em virtude das expectativas do mercado frente a essas companhias e dessas informações contábeis se mostrarem como um bom substituto dos lucros presentes e futuros das entidades quando as companhias se mostram em situação financeira pouco favorável, de forma que ao passo que o lucro das companhias diminui, o valor contábil reportado por elas aumenta sua relevância para os usuários da informação (Collins et al., 1997).

Nesse contexto, se faz relevante uma análise sobre a relevância das informações contábeis, visando propiciar um panorama geral a respeito dessa percepção de utilidade das informações contábeis por parte do mercado após essas operações. Com isso, a presente pesquisa visa responder o seguinte questionamento: qual a associação do fechamento das Fusões e Aquisições (F&A) com o *value relevance* das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3)? Para tanto, busca-se analisar a associação das Fusões e Aquisições (F&A) com o *value relevance* de empresas de capital aberto listadas na B3, no período de 2010 a 2021.

O presente estudo se justifica em virtude da necessidade de mais pesquisas que apresentem como enfoque o *value relevance* de F&A (Kwon & Wang, 2018), podendo contribuir não apenas para o desenvolvimento de literatura e estado da arte a respeito da temática, mas também para gerar insumos sobre os principais resultados evidenciados nos estudos objeto de análise sobre essa relevância da informação contábil. Além disso, a pesquisa avança os achados de Kwon e Wang (2018) não apenas por sua análise em um mercado como o do Brasil, mas também analisando demais características intrínsecas a essas operações, como a origem das companhias participantes (F&A doméstica e internacional) e tipo de operação (horizontal, vertical e conglomerado) se relacionam com a relevância da informação contábil reportada pelas companhias adquirentes. Com isso, é possível gerar insights também para os gestores sobre como suas informações contábeis são vistas pelo



mercado quando efetuam F&A de forma a compreender os reflexos na oscilação dos preços de suas ações quando da divulgação de suas informações contábeis.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção discorre a respeito de Fusões e Aquisições (F&A), *Value Relevance* e desenvolvimento das hipóteses de pesquisa, visando fornecer um panorama geral de seus conceitos e estado da arte.

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

As Fusões e Aquisições (F&A) podem ser caracterizadas como operações estratégicas de criação de valor efetuadas entre duas ou mais companhias as quais se mostram econômica e legalmente independentes entre si, visando a composição de um negócio econômica maior unificado (Ernst & Häcker, 2011). De acordo com Berkovitch e Narayanan (1993), uma das maiores motivações das empresas para efetuar as operações de F&A corresponde à busca pela sinergia da operação, ou seja, quando o valor gerado pela operação é maior do que a soma do patrimônio das empresas adquirentes e adquiridas, se mostrando uma combinação eficiente e com geração de ganhos econômicos.

Contudo, não necessariamente apenas visando sinergia é que essas operações são efetuadas. Dentre as possíveis motivações para tais negócios, tem-se o objetivo de crescimento das companhias e das remunerações executivas, regulações do ambiente em que as companhias se encontra, expansão para novos setores e mercados, além de oportunidade de internacionalização (Cartwright & Cooper, 1990; Deng & Yang, 2015; Khan et al., 2017; Haleblan et al., 2009). Ainda, Jong e Fliers (2020) acrescenta a isso a geração de valor esperada por parte das companhias adquirentes em virtude de gestão ineficiente da empresa alvo, bem como aspectos como subvalorização e mercado aquecido.

O processo das F&A entre as companhias pode ocorrer de duas formas: pela fusão de ativos líquidos da adquirente e adquirida; e pelo controle de um ou mais negócios da empresa adquirente (Hambrick & Crozier, 1985). Essas operações podem ser domésticas - quando as empresas adquirente e alvo operam seus negócios no mesmo país - e internacionais - quando a adquirente e a alvo operam seus negócios em países distintos, o que tende a afetar o desempenho gerado por meio dessas operações (Dranev et al., 2019). Isso ocorre em virtude do risco atrelado não apenas à integração dessas companhias quando pertencentes a países distintos (Shimizu et al., 2004), mas também em virtude de cambio, cultura e demais aspectos do ambiente em que essas companhias estão inseridas (Erel et al. 2012).

Além disso, o tipo de combinação de negócios efetuadas por essas companhias participantes do processo de F&A pode vir a afetar o mercado em que essas organizações negociam suas operações (Avdasheva & Tsytsulina, 2015). Conforme Weston e Weaver (2001), as F&A podem ser horizontais, verticais ou conglomeradas:

- a) *Horizontais*: quando envolvem duas ou mais empresas de negócios semelhantes, no mesmo setor ou segmento;
- b) *Verticais*: quando envolvem duas ou mais empresas de negócios em diferentes estágios das operações de produção, podendo ser negócios complementares; e
- c) *Conglomeradas*: quando envolvem duas ou mais empresa atuam em atividades não relacionadas.



Mesmo com a expectativa de sinergia resultante dessas operações de F&A para as companhias participantes desses negócios (Healy & Wahlen, 1999), Renneboog e Vansteenkiste (2019) ressaltam que nem todas as operações de F&A geram retornos para as companhias a curto prazo. De acordo com os autores, as empresas podem apresentar, inclusive, casos de retorno negativo após o anúncio, o que pode ser explicado por altos custos de transação (Hitt et al., 2001), seleção inadequada das companhias alvo (Hitt et al., 2001) e, até mesmo, problemas de integração e de distância cultural e geográfica (Child et al., 2001; Xie et al., 2017).

2.2 VALUE RELEVANCE

O *value relevance*, também conhecido como relevância das informações contábeis, corresponde à relação entre o reporte das informações contábeis das companhias e sua utilidade percebida pelo mercado (Beisland, 2009; Cappellesso et al., 2019). Considerado como uma *proxy* de qualidade da informação contábil por apresentar características fundamentais da informação contábil (Dechow et al., 2010), o *value relevance* pode ser analisado por meio do impacto do reporte dos resultados na oscilação dos preços das ações das companhias (Beaver, 1968), capturando os reflexos da divulgação dos lucros nas ações, principalmente quando divergente do previsto (Ball & Brown, 1968).

Para Holthausen e Watts (2001), a literatura de *value relevance* pode ser classificada em três categorias: 1) estudos de associação relativa; 2) estudos de associação incremental; e 3) estudos de conteúdo de informações marginais. No que diz respeito à associação relativa, tem-se a associação comparativa dos valores de mercado de ações das companhias e suas oscilações com medidas alternativas de resultado contábil dessas organizações, testando, normalmente, diferentes números contábeis finais e sua associação com os retornos de mercado. Já os estudos de associação incremental analisam a utilidade dos números contábeis para o mercado por meio do valor explicativo dos retornos em janelas longas, visando utilizar a avaliação do mercado para prever os coeficientes e erro da regressão com os números contábeis como forma de medição. Por fim os estudos de conteúdo de informações marginais geralmente analisam eventos específicos, com retornos de uma curta janela temporal para analisar se a divulgação dos números contábeis está associada com as mudanças no valor do retorno de mercado. De modo geral, segundo os autores, a maior parte dos estudos que analisam *value relevance* correspondem às análises de associação (relativa e/ou incremental).

Nessa linha, Ohlson (1995) propôs, com base em operacionalização de associação estatística, que a capitalização de uma organização através de seus investidores apresenta função direta com os valores contábeis, lucros e outras variáveis de controle relevantes. Ainda, Collins et al. (1997) acreditam que o *value relevance* se traduz como o poder explicativo da informação contábil sobre o preço das ações ou o retorno das ações ou ambos, mesmo que tal explicabilidade seja baseada apenas em aspectos quantitativos, não levando em conta o impacto qualitativo das informações contábeis para o mercado.

O modelo de Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999), pautado nos pressupostos de *Residual Income Valuation* (RIV), proposto por Ohlson (1995), se baseia nos retornos anormais das ações, de forma que o preço das ações após o ano fiscal seria explicado pelo valor do patrimônio líquido e do lucro líquido da companhia. Para os autores, tal modelo tenderia a explicar de forma mais robusta os modelos esses retornos do que modelos pautados em informações contábeis como valores de dividendos e fluxos de caixa.



2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA

Tendo em vista que as operações de F&A apresentam mudanças significativas para as empresas participantes, quanto ao seu risco, desempenho e, até mesmo, estrutura organizacional, pode haver discrepâncias entre os valores demonstrações financeiras, principalmente no que tange as informações constantes no balanço patrimonial e na demonstração do resultado da adquirente (Kwon & Wang, 2018). Para Kwon e Wang (2018), essa diferença ocorre em virtude de o registro dessas operações no balanço consolidado demorar para ser refletido na demonstração do resultado, gerando uma lacuna informacional entre essas demonstrações.

Por isso, o valor contábil das companhias tende a se apresentar com maior relevância (*value relevance*) do que os lucros repostados (Kwon & Wang, 2018), quando em se tratando de companhias adquirentes de F&A, dado a finalidade das informações contábeis no fornecimento de informações úteis para a tomada de decisão dos usuários da informação (Barth *et al.*, 2001). Com isso, levanta-se a hipótese 1 (H1).

H1. Companhias adquirentes de F&A apresentam um maior *value relevance* do que companhias que não efetuaram F&A.

Outro fator a ser observado é no tocante à origem dessas F&A. Isso ocorre em virtude de países adquirentes originados de economias com maiores riscos de mercado, como países emergentes, tendem a apresentar uma maior geração de valor quando efetuam F&A domésticas, tendo em vista a maior facilidade de integração e o risco atrelado às operações internacionais (Dranev *et al.*, 2019). Já em casos de companhias adquirentes que se encontram em países com mercados mais consolidados e de menor risco, tendem a se beneficiar mais de F&A internacionais, uma vez que o risco atribuído às operações pode ser mais facilmente administrado por essas empresas (Erel *et al.* 2012).

Dado o maior risco atrelado às operações internacionais (Dranev *et al.*, 2019; Erel *et al.* 2012; Shimizu *et al.*, 2004), as companhias podem apresentar diferentes comportamentos quanto à qualidade da informação reportada (Ho, 2010; Jiraporn *et al.*, 2008), inclusive sob o ponto de vista de como essas informações são vistas pelo mercado. Um maior risco atrelado às operações faz com que essas sejam ainda mais monitoradas pelos seus stakeholders, visando prezar por seus investimentos, gerando uma maior relevância da informação contábil reportada por elas nesses casos, assim como consta na hipótese 2 (H2).

H2. Companhias adquirentes de F&A internacionais apresentam um maior *value relevance* do as que efetuaram F&A domésticas.

O tipo de combinação de negócios também tende a apresentar diferentes níveis de relevância sob o ponto de vista de suas informações reportadas. Isso ocorre em virtude das características intrínsecas às operações e seu risco para os investidores, dado que em casos de conglomerado, por exemplo, a estratégia de buscar empresas fora do seu ramo de operações é uma forma de diversificar sua carteira de investimentos, o que tenderia a diminuir o risco atrelado a essas operações (Brealey *et al.*, 2018; Chatterjee, 1986). Tal diminuição dos riscos, de acordo com fulano, possibilitaria com que o desempenho dessas operações fosse maximizado, gerando retornos superiores em relação aos demais tipos de operações (Chatterjee, 1986).

Por outro lado, no caso de F&A horizontais e verticais, as companhias tendem a atuar no mesmo setor de atuação ou em setores com atividades complementares, o que pode apresentar um maior risco atrelado a essas operações, dado que tendem a competir pela mesma fatia do mercado (Brealey *et al.*, 2018) ou pelo fornecimento de insumos seus



concorrentes (Avdasheva & Tsytsulina, 2015). Contudo, nesses casos, acredita-se que esse tipo de operação possa fazer com que as participantes possam produzir em conjunto para ganhar vantagem competitiva entre as demais empresas do mercado e aumentar seus lucros, mesmo que em primeiro momento possam competir entre si (Avdasheva & Tsytsulina, 2015; Brealey et al., 2018; Clougherty & Duso, 2011).

Pautando-se nisso, acredita-se que os investidores tendem a apresentar um enfoque maior em operações de F&A do tipo conglomerado, em busca evidenciar retornos anormais maiores, fazendo com que as informações contábeis dessas operações se mostrem mais relevantes do que as demais. Assim, levanta-se a hipótese 3 (H3).

H3. Companhias adquirentes de F&A do tipo conglomerado apresentam um maior *value relevance* do as que efetuaram F&A do tipo horizontal e vertical.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com relação à associação das Fusões e Aquisições (F&A) com o *value relevance* das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), a pesquisa é classificada como quantitativa (Raupp & Beuren, 2013), descritiva (Gil, 2011) e documental (Tranfield et al., 2003). A partir dos dados de fusões e aquisições advindos da base de dados Refinitiv®, juntamente com os dados financeiros advindos da Economática®, aplicou-se regressão múltipla com dados em painel por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para a amostra geral de 337 empresas não financeiras para o período de 2010 a 2021, sendo 110 que efetuaram operações de F&A. Assim, a composição da amostra, com seus respectivos quantitativos de fusões e aquisições por ano, consta na Tabela 1.

Tabela 1

Composição da Amostra

| Setores | Amostra Geral (a) | Cias que efetuaram F&A (b) | (a/b) | Quantidade de F&A | | | | |
|--------------------------------|-------------------|----------------------------|---------------|-------------------|-----------|-----------|------------|-----------|
| | | | | DOM | INT | HOR | VER | CON |
| Bens industriais | 60 | 15 | 25.00% | 34 | 19 | 15 | 26 | 12 |
| Comunicações | 9 | 3 | 33.33% | 5 | 0 | 0 | 4 | 1 |
| Consumo cíclico | 90 | 33 | 36.67% | 66 | 7 | 15 | 30 | 28 |
| Consumo não cíclico | 30 | 12 | 40.00% | 28 | 25 | 10 | 42 | 1 |
| Materiais básicos | 31 | 9 | 29.03% | 21 | 8 | 7 | 14 | 8 |
| Outros | 14 | 0 | 0.00% | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Petróleo gás e biocombustíveis | 12 | 8 | 66.67% | 21 | 3 | 8 | 13 | 3 |
| Saúde | 24 | 7 | 29.17% | 17 | 0 | 3 | 12 | 2 |
| Tecnologia da informação | 19 | 11 | 57.89% | 27 | 2 | 10 | 9 | 10 |
| Utilidade pública | 48 | 12 | 25.00% | 48 | 9 | 11 | 31 | 15 |
| Total Geral | 337 | 110 | 32.64% | 267 | 73 | 79 | 181 | 80 |

Nota. DOM = Operações domésticas, quando adquirente e alvo são do mesmo país; INT = Operações domésticas, quando adquirente e alvo são de países distintos; HOR = Operações de F&A do tipo horizontal; VER = Operações de F&A do tipo vertical; CON = Operações de F&A do tipo conglomerado.

Vale ressaltar que foram objeto de análise apenas as companhias que apresentaram operações de F&A completas e com aquisição acima de 50%, efetuando o controle das companhias adquirentes. Quando ao período, os anos de 2020 e 2021 foram controlados nos modelos em virtude dos potenciais impactos da pandemia de Coronavírus (Covid-19) na nos resultados. Além disso, o estudo analisa apenas as companhias não financeiras em virtude das



distinções financeiras entre as companhias financeiras e não financeiras, o que poderia comprometer a análise comparativa das empresas analisadas (Peasnell et al., 2000).

De forma a evidenciar as variáveis utilizadas na pesquisa para a análise, a Tabela 2 demonstra todas as variáveis objeto de análise com suas respectivas descrições e fonte de dados.

Tabela 2
Variáveis da Pesquisa

| Variáveis | | Sigla | Descrição | Base de dados | |
|----------------------------------|-----------------------------|-------------------|---|---------------|---|
| Modelo de Value Relevance | | | | | |
| Dependente | Preço por ação | PA _{it} | Preço por ação da empresa <i>i</i> três meses após o final do ano <i>t</i> . | | |
| Independentes | Patrimônio líquido ajustado | PL _{it} | Patrimônio líquido por ação, excluído o lucro líquido por ação anual, da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> . | Economatica | |
| | Lucro líquido | LL _{it} | Lucro líquido por ação anual da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> . | | |
| Variáveis de Controle | | | | | |
| F&A | Operação de F&A | OFA _{it} | Variável binária, representando 1 se a companhia efetuou operação de F&A e 0 caso contrário. | Refinitiv | |
| | | NFA _{it} | Variável binária, representando 1 se a companhia não efetuou operação de F&A e 0 caso contrário. | | |
| | Origem | Doméstica | DOM _{it} | | Variável binária, representando 1 se a F&A é doméstica (entre companhias do mesmo país) e 0 caso contrário. |
| | | Internacional | INT _{it} | | Variável binária, representando 1 se a F&A é internacional (entre companhias de países distintos) e 0 caso contrário. |
| | Tipo | Horizontal | HOR _{it} | | Variável binária, representando 1 se a F&A é horizontal e 0 caso contrário. |
| | | Vertical | VER _{it} | | Variável binária, representando 1 se a F&A é vertical e 0 caso contrário. |
| | Conglomerado | CON _{it} | Variável binária, representando 1 se a F&A é conglomerado e 0 caso contrário. | | |

Nota. Serão controlados efeitos fixos de setor, ano e país.

Visando estimar o value relevance das companhias analisadas, utilizou-se o modelo original de Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999), o qual se baseia no *Residual Income Valuation* (RIV) de Ohlson (1995), sobre os retornos anormais no preço das ações das companhias com base no seu valor de patrimônio líquido e lucro líquido reportado. Já para a análise da sua associação com as F&A, o modelo será analisado para cada um dos grupos de companhias categorizados por meio de variáveis binárias, visando a análise comparativa tanto de companhias efetuaram e não efetuaram operações de F&A (OFA e NFA), quanto para a comparação de origem (DOM e INT) e tipo (HOR, VER e CON).

A operacionalização do modelo para cada uma das análises foi por meio do software Stata®, efetuando os testes de multicolinearidade (VIF = 1,07), heterocedasticidade (0,7664) e autocorrelação (0,0000), apresentando problemas de autocorrelação, os quais foram tratados por meio de erros padrões-robustos. Ainda se utilizou de testes de comparação de amostras como o teste não paramétricos de Mann-Whitney e as variáveis PA, PL e LL tiveram seu controle de outliers por meio de winsorização a 1%.



4 ANÁLISE DOS DADOS

A Tabela 3 evidencia a estatística descritiva dos dados da pesquisa que compõem o modelo de value relevance para cada um dos grupos de F&A analisados, bem como para a amostra geral da pesquisa.

Tabela 3

Estatísticas descritivas por grupos de F&A

| Grupos | Variável | Obs. | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|--------|----------|------|---------|---------------|---------|---------|
| OFA | PA | 992 | 9,7814 | 35,449 | 0,211 | 295,052 |
| | PL | 1117 | 4,5047 | 21,739 | -68,479 | 413,332 |
| | LL | 1117 | 0,1975 | 2,683 | -26,485 | 51,274 |
| NFA | PA | 1582 | 10,0659 | 34,078 | 0,211 | 295,052 |
| | PL | 2103 | 13,1084 | 60,104 | -68,479 | 413,332 |
| | LL | 2103 | 0,6120 | 7,791 | -26,485 | 51,274 |
| DOM | PA | 929 | 10,2206 | 36,582 | 0,211 | 295,052 |
| | PL | 1045 | 4,6290 | 22,463 | -68,479 | 413,332 |
| | LL | 1045 | 0,1853 | 2,769 | -26,485 | 51,274 |
| INT | PA | 263 | 3,8735 | 3,745 | 0,290 | 20,657 |
| | PL | 293 | 3,9565 | 5,818 | -1,751 | 46,502 |
| | LL | 293 | 0,3051 | 1,063 | -5,169 | 5,775 |
| HOR | PA | 380 | 6,8525 | 24,390 | 0,211 | 295,052 |
| | PL | 419 | 4,2542 | 20,386 | -7,169 | 413,332 |
| | LL | 419 | 0,3529 | 2,668 | -5,169 | 51,274 |
| VER | PA | 663 | 7,4823 | 26,923 | 0,211 | 295,052 |
| | PL | 774 | 5,2745 | 24,701 | -68,479 | 413,332 |
| | LL | 774 | 0,2583 | 2,812 | -26,485 | 51,274 |
| CON | PA | 390 | 12,9407 | 41,720 | 0,211 | 295,052 |
| | PL | 447 | 4,0924 | 22,361 | -53,909 | 413,332 |
| | LL | 447 | 0,2882 | 3,255 | -15,543 | 51,274 |
| Geral | PA | 2574 | 9,9563 | 34,607 | 0,211 | 295,052 |
| | PL | 3220 | 10,1239 | 50,394 | -68,479 | 413,332 |
| | LL | 3220 | 0,4682 | 6,494 | -26,485 | 51,274 |

Nota. Vale ressaltar que as mesmas companhias podem ter efetuado tanto operações domésticas quanto internacionais, sendo DOM e INT não excludentes. O mesmo ocorre para HOR, VER e COM, de forma que uma mesma companhia pode ter efetuado um ou mais tipos de F&A, não sendo excludentes. Já OFA e NFA são excludentes, sendo consideradas as que efetuaram operações de F&A como OFA e as que não efetuaram como NFA.

A partir da Tabela 3 é possível notar que quando comparados os resultados de relacionados os preços por ações (PA), patrimônio líquido (PL) e lucro líquido (LL) das companhias, as que efetuaram F&A (OFA) apresentaram uma média menor (9,7814, 4,5047 e 0,1975) do que as que não efetuaram F&A (NFA) no período analisado (10,0659, 13,1084 e 0,6120). Isso leva a crer que não necessariamente o valor gerado e refletido no preço das ações por meio de F&A tende a ser maior do que as companhias que não utilizaram dessa estratégia, assim como preconizado por Renneboog e Vansteenkiste (2019).

Quando analisados os grupos que tratam da origem das companhias adquirente e adquirida (alvo), pode-se notar que os preços das ações tendem a ser maiores para as F&A domésticas, tanto para PA (10,2206), quanto para PL (4,6290), indo ao encontro da ideia de que no Brasil, que é um país de economia emergente, as companhias tenderiam a apresentar



um maior retorno quando efetuadas F&A nacionais (domésticas), dado o menor risco atrelado a essas operações e a maior aceitabilidade por parte de seus stakeholders (Dranev et al., 2019). Ainda, o lucro líquido das companhias que efetuaram operações domésticas tende a ser menor do que as das internacionais, podendo ser explicado em virtude dessas operações causarem uma discrepância entre os valores do balanço patrimonial e de resultado da adquirente (Kwon & Wang, 2018), ainda mais quando a geração de valor é rapidamente refletida no preço das ações, como é o caso das F&A domésticas.

Com relação aos tipos de F&A, é possível notar que os conglomerados apresentam os maiores valores médios de preço das ações quando comparadas as horizontais e verticais, indo ao encontro de que o mercado reagiria mais rápido à geração de valor desse tipo de F&A que leva em consideração a diversificação de investimentos ou a busca por uma oportunidade (Brealey et al., 2018; Chatterjee, 1986). Entretanto o mesmo não é observado para PL e LL, sendo maiores para vertical e horizontal, respectivamente.

Utilizando-se das informações advindas da estatística descritiva, foi efetuado o teste não paramétrico de comparação de dois grupos, o Mann-Whitney, o qual evidencia se os valores das respectivas variáveis analisadas se mostram significativamente distinto entre os grupos analisados, conforme elucidado na Tabela 4.

Tabela 4

Teste não paramétrico de comparação entre dois grupos (Mann-Whitney)

| Variáveis | OFA vs NFA | DOM vs. NDOM | INT vs. NINT | HOR vs. NHOR | VER vs. NVER | CON vs. NCON |
|-----------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| PA | 1,1% | 0,1% | 10,1% | 90,3% | 10,3% | 0,0% |
| PL | 0,0% | 0,0% | 0,6% | 3,9% | 0,0% | 18,1% |
| LL | 0,7% | 3,2% | 4,4% | 39,4% | 0,0% | 98,9% |

Nota. NDOM = Operações que não são domésticas; NINT = Operações que não são internacionais; NHOR = Operações de F&A que não são do tipo horizontal; NVER = Operações de F&A que não são do tipo vertical; NCON = Operações de F&A que não são do tipo conglomerado. Demais descrições de variáveis constantes na Tabela 2.

Com base nos resultados auferidos, é possível notar que a variável quando comparadas as companhias que efetuaram e não efetuaram F&A, todas as variáveis do modelo se mostraram significativamente distintas. Já quando se analisou a origem, apenas PA não se mostra significativamente distinta para as companhias com F&A internacionais e as que não tiveram F&A internacionais. Ademais, em se tratando do tipo, PA apenas se mostrou significativamente distinta quando analisada as companhias de conglomerado e não conglomerado. Assim, de modo geral, os resultados levam a crer que existe diferenças significativas nos valores das variáveis analisadas para os grupos de F&A objeto de análise, reforçando a relevância do exame de suas características quando ao *value relevance*.

Para que possa ser analisada a associação das F&A com o *value relevance* das companhias brasileiras, procedeu-se na regressão de dados em painel do modelo de Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999) para cada um dos grupos de F&A, apresentadas na Tabela 5.

Tabela 5

Regressão de dados por Grupo de F&A

| PA _{it} | '(1) Geral | '(2) OFA | '(3) NFA | '(4) DOM | '(5) INT | '(6) HOR | '(7) VER | '(8) CON |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|----------------------|---------------------|----------------------|
| Constante | 27,541*** (6,120) | 28,334*** (7,632) | 25,998*** (7,879) | 30,505*** (8,179) | 2,940** (1,133) | 31,603** (14,901) | 16,739** (6,976) | 36,676** (15,302) |
| PL _{it} | 0,131 | -0,080 | 0,269** | -0,083 | 0,145 | -1,336 | -0,018 | 0,592 |



| | | | | | | | | |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|---------|----------|----------|-----------|
| | (0,100) | (0,072) | (0,106) | (0,074) | (0,139) | (0,886) | (0,024) | (0,635) |
| LL _{it} | 0,029 | -0,379 | -0,112 | -0,338 | 1,413** | -8,131 | -0,153 | 1,263 |
| | (0,235) | (0,762) | (0,189) | (0,793) | (0,624) | (5,095) | (0,398) | (1,820) |
| COV _t | -25,312*** | -29,369*** | -22,929*** | -31,715*** | 0,43 | -24,829 | -16,030* | -43,351** |
| | (5,468) | (9,597) | (6,199) | (10,276) | (1,039) | (15,108) | (9,069) | (19,190) |
| Observações | 2.574 | 992 | 1.582 | 929 | 263 | 380 | 663 | 390 |
| R ² Ajustado | 0,089 | 0,089 | 0,115 | 0,096 | 0,273 | 0,181 | 0,053 | 0,150 |

Nota. COV = Controle do período pandêmico nos anos de 2020 e 2021. Efeito fixo por país e ano. ***, **, * é significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Erros-padrão robustos em parênteses.

Os resultados da Tabela 5 denotam que existe um maior poder explicativo (R² ajustado) da relevância do valor das empresas analisadas para os casos de companhias que não efetuam operação de F&A (NFA), diferentemente do esperado e evidenciado por Kwon e Wang (2018). Ainda, uma diferença observada entre as companhias OFA e NFA é o final do PL em relação ao preço das ações. Ao passo que para as empresas que não efetuaram F&A, quanto maior for o valor contábil das empresas, maior será o preço de suas ações, o mesmo não é observado para as que efetuaram F&A, apresentando sinal negativo em relação ao preço das ações. Com base nisso, a hipótese 1, a qual levanta que companhias adquirentes de F&A apresentam um maior *value relevance* do que companhias que não efetuaram F&A, é rejeitada.

No que tange à análise comparativa do *value relevance* entre as companhias que efetuaram F&A domésticas e internacionais, é possível notar que a análise da origem das companhias participantes dessas operações se mostra mais relevante (0,096 e 0,273) do que a análise do modelo geral (0,089). Ainda, assim como esperado, o modelo que apresentou maior poder explicativo (R² ajustado) foi o de *value relevance* das companhias com F&A internacionais. Isso leva a crer que companhias adquirentes de F&A internacionais apresentam um maior *value relevance* do que as que efetuaram F&A domésticas, podendo ser explicado pelo risco dessas operações ser maior (Dranev et al., 2019; Shimizu et al., 2004; Erel et al. 2012) e, por isso, suas informações contábeis recebem uma maior atenção por parte do mercado, de modo que a hipótese 2 não pode ser rejeitada.

Por fim, quando analisada a associação entre os tipos de F&A e o *value relevance*, nota-se que, de modo geral, a análise dos tipos se faz mais relevante (0,181, 0,053 e 0,150) do que para a amostra geral (0,089). Ainda, as F&A horizontais é que apresentam o maior R² ajustado, denotando que as companhias que efetuam esse tipo de operação como forma de ampliar seus negócios por meio da incorporação da concorrência tende a receber mais atenção por parte do mercado (Avdasheva & Tsytsulina, 2015; Brealey et al., 2018; Clougherty & Duso, 2011). Isso leva a crer que, diferentemente do esperado, companhias adquirentes de F&A do tipo conglomerado não apresentam um maior *value relevance* do que as que efetuaram F&A do tipo horizontal e vertical e, por isso, a hipótese 3 é rejeitada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa objetiva analisar a associação das Fusões e Aquisições (F&A) com o *value relevance* de empresas de capital aberto listadas na B3, no período de 2010 a 2021. Dessa forma, foram estimados os modelos de *value relevance* de modelo de Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999) para cada um dos grupos de F&A objeto de estudo, tanto sob o ponto de vista comparativo entre companhias que efetuaram e não efetuaram operações de



F&A no período analisado, quando com base na comparação da origem das adquirentes e alvos (entre as F&A domésticas e internacionais) e tipo de operações (horizontal, vertical e conglomerado).

A partir dos resultados auferidos, de modo geral, evidencia-se que nem sempre companhias que efetuaram F&A apresentarão maior *value relevance* das demais, nem mesmo maiores valores de preço das ações. Assim como esperado e preconizado pela literatura, a origem das companhias participantes das operações de F&A se mostra como um fator relevante para as companhias, principalmente no que tange às F&A internacionais, as quais denotam maior *value relevance* do que as domésticas por seu caráter mais arriscado em um cenário emergente como o brasileiro. Por outro lado, mesmo que a análise por tipos de F&A tenha demonstrado maior *value relevance* do que a análise geral, as companhias que apresentaram maior relevância da informação contábil foram as que efetuaram F&A horizontais, diferentemente do esperado.

Nesse contexto, o estudo contribui para a literatura e debate a respeito do *value relevance* e F&A, trazendo evidências que existe uma associação entre essas operações e a qualidade da informação contábil reportada por essas companhias, bem como que sua origem e tipo pode vir a afetar a forma com a qual as informações contábeis dessas empresas são vistas pelo mercado. Tais resultados podem auxiliar não apenas na compreensão das características intrínsecas às F&A, como também sobre a forma com a qual o mercado vê suas informações reportadas, facilitando o planejamento não apenas dos gestores na sua tomada de decisão e reporte, como o de seus investidores, credores e demais usuários externos da informação.

Como limitações do estudo, tem-se a análise apenas para as companhias não financeiras e que apresentam operações de F&A completas com mais de 50% de controle, analisando como aspecto de qualidade da informação contábil apenas a métrica de *value relevance*. Por isso, para pesquisas futuras, sugere-se a análise por percentual de controle, bem como que abranja o *value relevance* das companhias de setores financeiros, pautando a pesquisa nas características distintas dessas companhias e sua relação com a qualidade da informação contábil.

REFERÊNCIAS

- Alhadab, M., & Tahat, Y. (2016). The value relevance of unrealized gains and losses around the financial credit crisis: Evidence from the UK. *Corporate Ownership and Control*, 14(1-2), 351- 359.
- 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.
- 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.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.



- 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(1-3), 77–104.
- Bartov, E., Cheng, C. S. A., & Wu, H. (2021). Overbidding in Mergers and Acquisitions: An Accounting Perspective. *The Accounting Review*, 96(2), 55–79.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67.
- Beisland, A. (2009). A Review of the *Value relevance* Literature. *The Open Business Journal*, 2, 7-27.
- Bereskin, F., Byun, S.K., Officer, M.S., & Oh, J.M. (2018). The effect of cultural similarity on mergers and acquisitions: evidence from corporate social responsibility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(5), 1995-2039.
- Berger, P., Ofek E., & Swary I. (1996). Investor valuation of the abandonment option. *Journal of Financial Economics*, 42, 257-287.
- Berkovitch, E.; Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 28(3), 347-362.
- 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.
- Büchler, J. (2022). *Business Wargaming for Mergers & Acquisitions: Systematic Application in the Strategy and Acquisition Process*. Springer.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
- Cappellesso, G., Rocha, L. C. N., & Dantas, J. A. (2019). *Value relevance* da Perda por Redução ao Valor Recuperável do Goodwill: Evidências das Empresas Listadas na Bm&Fbovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(3), 102-120.
- Cartwright, S. & Cooper, C. L. (1990). The Impact of Mergers and Acquisitions on People at Work: Existing Research and Issues. *British Journal of Management*, 1(2), 65-76.
- 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.
- Child, J., Faulkner, D., & Pitkethly, R. (2001). *The management of international acquisitions: Realizing their potential value*. Oxford University Press: New York.



- Clougherty, J. A., & Duso, T. (2011). Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies. *Strategic Organization*, 9(4), 310-335.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 39-67.
- Collins, D. W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*, 74(1), 29–61.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, 13(1), 67–84.
- Dechow, P. M.; Ge, W.; Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: a review of proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401.
- Deng, P., & Yang, M. (2015). Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*, 24, 157-172.
- 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.
- Erel, I., Liao R. C., & Weisbach M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045–1082.
- Ernst, D., & Häcker, J. (2011). *Applied international corporate finance* (2nd ed.). Vahlen.
- Gil, A. C. (2011). *Métodos E Técnicas de Pesquisa Social*. (6. Ed.) São Paulo: Atlas.
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502.
- Hambrick, D. C., & Crozier, L. M. (1985). Stumblers and stars in the management of rapid growth. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 31–45.
- Hitt, M. A., Harrison, J. S., & Ireland, R. D. (2001). *Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders*. Oxford University Press: New York.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 3–75.



- Hussain, T., Tunyi, A. A., Sufyan, M., & Shahab, Y. (2022). Powerful bidders and value creation in M&As. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102076.
- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19.
- Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Mathur, I. (2008). Does Corporate Diversification Exacerbate or Mitigate Earnings Management? An Empirical Analysis. *International Review of Financial Analysis*, 17(5), 1087-1109.
- Jong, A. D., Fliers, P. T. (2020). Predicting Takeover Targets: Long-Run Evidence from the Netherlands. *De Economist*, 168, 343–368.
- Khan, Z., Rao-Nicholson, R., Akhtar, P., & He, S. (2021). Cross-border mergers and acquisitions of emerging economies' multinational enterprises - The mediating role of socialization integration mechanisms for successful integration. *Human Resource Management Review*, 31(3), 100578.
- Kwon, S. H., & Wang, G. (2018). The change in the value relevance of accounting information after mergers and acquisitions: evidence from the adoption of SFAS 141(R). *Accounting & Finance*. 60(3), 2717-2757.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm TAM and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201–228.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2013). Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: Beuren, I. M. (Org.) *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 76-97.
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699.
- Singh, P. (2012). Does Poor Quality of Institutions Attract Cross-Border Mergers and Acquisitions? *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*, 1(2), 191–230.
- Statista (2022). *Number of merger and acquisition (M&A) transactions worldwide from 2010 to 2021*. Finance & Insurance: Financial Services. Recuperado de <https://www.statista.com/statistics/267368/number-of-mergers-and-acquisitions-worldwide-since-2005/#:~:text=Over%20500%2C000%20merger%20and%20acquisition,overall%2C%20exceeding%2063%2C000%20during%202021>



- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207–222.
- Weston, J., & Weaver, S. (2001). *Mergers and acquisitions*. The McGraw-Hill Executive MBA Series, McGraw-Hill.
- Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52(2), 127-183.
- Yulianti, R., Widagdo, A. K., Setiawan, D., & Sutopo, B. (2020). Value relevance of realized gains and losses on available-for-sale securities. *Journal of International Studies*, 13(2), 81-97.