

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

VALUE RELEVANCE OF MERGERS AND ACQUISITIONS: ANALYSIS OF BRAZILIAN PUBLIC CAPITAL COMPANIES

Área Temática: Usuários Externos

VANESSA NOGUEZ MACHADO

Universidade Federal de Santa Catarina. E-mail: vanessanoguezmachado93@gmail.com

MÁRCIA BIANCHI

Universidade Federal do Rio Grande do Sul. E-mail: marcia.bianchi@ufrgs.br

ALINE WILDNER RODRIGUES

Universidade Federal do Rio Grande do Sul. E-mail: awildner@gmail.com

MARIA IVANICE VENDRUSCOLO

Universidade Federal do Rio Grande do Sul. E-mail: maria.ivanice@ufrgs.br

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 Brasil, Bolsa, Balcão, no período de 2010 a 2021, considerando que a literatura internacional apresenta aumento no value relevance após estes processos. Por meio de uma análise quantitativa, descritiva e documental foram estimadas regressões múltiplas por Mínimos Quadrados Ordinários a partir de modelos de value relevance (Collins et al. 1997, 1999) para companhias grupos de companhias que efetuaram F&A e não efetuaram essas operações, como das características intrínsecas às 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 apresentaram maior value relevance das demais, principalmente no caso de F&A internacionais e horizontais. As companhias adquirentes de F&A internacionais apresentam um maior value relevance do que as domésticas, podendo ser explicado pelo risco dessas operações ser maior. A pesquisa contribui com insumos para a tomada de decisões estratégicas de empresas que estão considerando realizar transações de F&A frente à seleção criteriosa de parceiros adequados, avaliação de sinergias potenciais e identificação dos possíveis impactos no valor contábil das empresas envolvidas. Esses resultados implicam na análise de risco e retorno dos investimentos relacionados a essas operações, auxiliando 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.*

Abstract: *This research aims to analyze the association of Mergers and Acquisitions (M&A) with the value relevance of publicly traded companies listed on Brasil, Bolsa, Balcão, in the period from 2010 to 2021, considering that international literature shows an increase in value relevance after these processes. Through a quantitative, descriptive and documentary analysis, multiple regressions using Ordinary Least Squares were estimated based on value relevance models (Collins et al. 1997, 1999) for companies, groups of companies that carried out M&A and did not carry out these operations, such as characteristics intrinsic to M&A, distinguishing by the origin of the participating companies (domestic and international) and the type of operation (horizontal, vertical and*

conglomerate). As a result, it can be observed that companies that carried out M&A did not always have greater value relevance than the others, especially in the case of international and horizontal M&A. Companies acquiring international M&A have a greater value relevance than domestic ones, which can be explained by the higher risk of these operations. The research contributes with inputs for the strategic decision-making of companies that are considering carrying out M&A transactions through the careful selection of suitable partners, evaluation of potential synergies and identification of possible impacts on the book value of the companies involved. These results imply the analysis of risk and return on investments related to these operations, helping to understand how M&A is associated with value relevance, providing an improvement in the planning of internal and external decision makers within organizations.

Keywords: *Value Relevance. Mergers and Acquisitions. Accounting Quality Information.*

1 INTRODUÇÃO

Os processos de Fusões e Aquisições (F&A) vem aumentando em todo o mundo a mais de duas décadas, em especial nas companhias do mercado de capitais (MALMENDIER et al., 2018), com maiores registros desses negócios em 2021, sendo vistos como forma de estratégia de crescimento acelerada por parte das empresas (HUSSAIN et al., 2022; STATISTA, 2022). Segundo Büchler (2022), as F&A afetam diretamente as empresas pela avaliação do investimento e sinergias das operações. Ainda, o autor salienta que visa garantir a unidade de negócios e desenvolvimento de mercado em ambiente competitivo, contudo, necessitando de um planejamento 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 apresentam potencial de sinergia do investimento (MALMENDIER et al., 2018). Entretanto, mesmo com essas expectativas por parte das empresas (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 destes processos tendem a apresentar uma diminuição dos seus lucros a curto prazo após as operações de F&A (DATTA et al., 1992; MOELLER; SCHLINGEMANN, 2004; RENNEBOOG; VANSTEENKISTE, 2019; SINGH; MONTGOMERY, 1987). Tal resultado decorre em virtude dos valores dispendidos na transação e na incorporação (BERESKIN et al., 2018; JENSEN, 2005), bem como altos valores de prêmios a serem pagos na compra (BARTOV et al., 2021). Nesse cenário, o mercado se volta para as informações contábeis reportadas por parte dessas companhias após as F&A, apresentando um maior value relevance quando da ocorrência de tais operações (KWON; WANG, 2018). Isso ocorre em virtude das expectativas do mercado frente as informações contábeis se mostrarem como um bom substituto dos lucros presentes e futuros das entidades, de forma que ao passo que o lucro das companhias diminui, o valor contábil do patrimônio reportado por elas aumenta sua relevância para os usuários da informação (COLLINS et al., 1997).

Diversos estudos que compõem a literatura internacional de value relevance salientam sobre a importância do valor contábil patrimonial no caso das companhias não apresentarem ganhos recorrentes ou mesmo 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). Nesse contexto, 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 é relevante ao mercado. 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 do 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.

Como contribuições práticas, no contexto da tomada de decisões estratégicas, a pesquisa fornece insights para as empresas que estão considerando realizar transações de F&A frente à seleção criteriosa de parceiros adequados, avaliação de sinergias potenciais e identificação dos possíveis impactos no valor das empresas envolvidas. Por meio desses resultados, os gestores podem ser capazes de embasar suas decisões estratégicas em evidências empíricas sólidas que podem influenciar na percepção do mercado em relação ao desempenho e ao valor das empresas envolvidas, de forma a compreender os reflexos na oscilação dos preços de suas ações quando da divulgação de suas informações contábeis. Da mesma forma, se fazendo relevante para investidores, analistas financeiros e reguladores na avaliação do sucesso e dos impactos dessas transações.

Outra contribuição importante dessa análise é a sua aplicação e implicação na análise de risco e retorno dos investimentos relacionados a essas operações. Com base nos resultados auferidos, os investidores podem tomar decisões mais fundamentadas, considerando o potencial de valorização ou desvalorização das ações das empresas envolvidas nessas transações quando da divulgação de suas informações contábeis.

2 VALUE RELEVANCE DE 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 encontram, expansão para novos setores e mercados, além de oportunidade de internacionalização (CARTWRIGHT; COOPER, 1990; DENG; YANG, 2015; KHAN *et al.*, 2017; HALEBLIAN *et al.*, 2009). Ainda, Jong e Fliers (2020) acrescentam 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 consideradas domésticas - quando a empresa adquirente e a 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). O tipo de combinação de negócios efetuado por companhias participantes do processo de F&A pode vir a afetar o mercado em que essas organizações negociam suas operações (AVDASHEVA; TSYTSULINA, 2015). 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).

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 empresas que 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, 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).

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 reportados, 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, aumentando a relevância dos números contábeis reportados por parte das companhias ao mercado.

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).

Por isso, o valor contábil das companhias tende a se apresentar com maior relevância (*value relevance*) do que os lucros repostados (COLLINS *et al.*, 1997; 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 que 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 (DRANEV *et al.*, 2019), 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 de 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 de 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 que as que efetuaram F&A do tipo horizontal e vertical.

3 METODOLOGIA

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 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: F&A = fusão e aquisição; 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) 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, Quadro 1 demonstra as variáveis objeto de análise com suas respectivas descrições e fonte de dados.

Quadro 1 - 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> .	Economatica	
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> .		
	Lucro líquido	LL _{it}	Lucro líquido por ação anual da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .		
Grupos analisados					
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. Controlados efeitos fixos de setor e ano.

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 foi analisado para cada um dos grupos de companhias categorizados por meio de variáveis binárias, visando a análise comparativa tanto de companhias que efetuaram (OFA) e não efetuaram operações de F&A (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 (FÁVERO; BELFIORE, 2022), os quais foram tratados por meio de erros padrões-robustos com clusterização por companhia. 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 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 2 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 2 - Estatísticas descritivas por grupos de F&A

Grupos	Variável	Observações	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. 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 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 2 é possível notar que quando comparados os resultados de relacionados aos 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 nas 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 às 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 operações de F&A 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 distintos entre os grupos analisados (FAVERO; BELFIORE, 2022), conforme elucidado na Tabela 3.

Tabela 3 – Teste não paramétrico de comparação entre dois grupos (Mann-Whitney)

Var.	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 no Quadro 1.

Com base nos resultados da Tabela 3, é possível notar que, quando comparadas as companhias que efetuaram e não efetuaram F&A, todas as variáveis do modelo se mostraram significativamente distintas, considerando-se os resultados apurados entre 1,1% e 0%, e para as domésticas e não domésticas (entre 0% e 3,2%). Ao se analisar a origem das operações de F&A, o LL não se mostra significativamente distinta para as companhias com F&A horizontais e não horizontais (39,4%) e para as companhias de conglomerado e não conglomerado (98,9%), bem como o PA não se mostra significativamente distinta para as companhias com F&A internacionais e as que não tiveram F&A internacionais (10,1%), para as operações horizontais e não horizontais (90,3%) e para as modalidades vertical e não vertical (10,3%). Ademais, em se tratando do tipo de F&A, 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 nas regressões múltiplas, com 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 4.

Tabela 4 - 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 (0,100)	-0,080 (0,072)	0,269** (0,106)	-0,083 (0,074)	0,145 (0,139)	-1,336 (0,886)	-0,018 (0,024)	0,592 (0,635)
LL _{it}	0,029 (0,235)	-0,379 (0,762)	-0,112 (0,189)	-0,338 (0,793)	1,413** (0,624)	-8,131 (5,095)	-0,153 (0,398)	1,263 (1,820)
COV _t	-25,312*** (5,468)	-29,369*** (9,597)	-22,929*** (6,199)	-31,715*** (10,276)	0,43 (1,039)	-24,829 (15,108)	-16,030* (9,069)	-43,351** (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. 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; PL = Patrimônio líquido; LL = lucro líquido; 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 4 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 a relação negativa do PL em relação ao PA. 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. Logo, a expectativa de sinergia resultante das operações de F&A para as companhias participantes desses negócios nem sempre geram retornos para as companhias a curto prazo. 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* por tipo de companhias que efetuaram F&A entre domésticas e internacionais, é possível notar que a análise da origem das companhias participantes dessas operações se mostra mais relevante (R² ajustado 0,096 e 0,273, respectivamente) 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 (0,273). 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 sob essa perspectiva se faz mais relevante (R² ajustado 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). Tal percepção do mercado pode ser atribuída pela sinergia esperada entre duas ou mais empresas de negócios semelhantes, no mesmo setor ou segmento, em detrimento de duas ou mais empresas de negócios em diferentes estágios das operações de produção, ou negócios complementares. 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 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 companhias 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 apresentaram maior *value relevance* das demais, levando-se em consideração o

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 adquirentes, 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 tenham 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 em relação aos conglomerados.

Nesse contexto, o estudo contribui para a literatura e para o 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 (doméstica e internacional) e tipo (Horizontal, Vertical e Conglomerado) podem 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 percebe 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. The value relevance of unrealized gains and losses around the financial credit crisis: evidence from the UK. **Corporate Ownership and Control**, v. 14, n. 1-2, p. 351-359, 2016.
- AVDASHEVA, S.; TSYTSULINA, D. 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**, v. 34, p. 368-382, 2015.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, 1968, p. 159-178.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v.31, n1-3, p. 77-104, 2001.
- BARTOV, E.; CHENG, C. S. A.; WU, H. Overbidding in Mergers and Acquisitions: An Accounting Perspective. **The Accounting Review**, v. 96, n. 2, p. 55-79, 2021.
- BEAVER, W. H. The Information Content of Annual Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, 67, 1968.
- BEISLAND, A. A Review of the Value relevance Literature. **The Open Business Journal**, v. 2, p. 7-27, 2009.
- BERESKIN, F.; BYUN, S. K.; OFFICER, M.S.; OH, J.M. The effect of cultural similarity on mergers and acquisitions: evidence from corporate social responsibility. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 53, n. 5, p. 1995-2039, 2018.

BERGER, P.; OFEK E.; SWARY I. Investor valuation of the abandonment option. **Journal of Financial Economics**, 42, p. 257-287, 1996.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 28, n. 3, p. 347-362, 1993.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Fusões, controle corporativo e governança**. Princípios de Finanças Corporativas, Trad Ronald Saraiva de Menezes, 12 ed., AMGH Editora Ltda., p.771-773, 2018.

BÜCHLER, J. **Business Wargaming for Mergers & Acquisitions: Systematic Application in the Strategy and Acquisition Process**. Springer, 2022.

BURGSTHALER, D.; DICHEV, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 99-126, 1997.

CAPPELLESSO, G.; ROCHA, L. C. N.; DANTAS, J. A. Value relevance da Perda por Redução ao Valor Recuperável do Goodwill: evidências das Empresas Listadas na Bm&Fbovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 29, n. 3, p. 102-120, 2019.

CARTWRIGHT, S.; COOPER, C. L. The Impact of Mergers and Acquisitions on People at Work: Existing Research and Issues. **British Journal of Management**, v. 1, n. 2, p. 65-76, 1990.

CHATTERJEE, S. Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. **Strategic Management Journal**, v. 7, n.2, p. 119-139, 1986.

CHILD, J.; FAULKNER, D.; PITKETHLY, R. **The management of international acquisitions: Realizing their potential value**. Oxford University Press: New York, 2001.

CLOUGHERTY, J. A.; DUSO, T. Using rival effects to identify synergies and improve merger typologies. **Strategic Organization**, v.9, n. 4, p. 310-335, 2011.

COLLINS, D. W.; MAYDEW, E. L.; WEISS, I. S. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal of accounting and economics**, v. 24, n. 1, p. 39-67, 1997.

COLLINS, D. W.; PINCUS, M.; XIE, H. Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. **The Accounting Review**, v. 74, n. 1, p. 29-61, 1999.

DATTA, D. K., PINCHES, G. E., & NARAYANAN, V. K. Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. **Strategic Management Journal**, v. 13, n. 1, p. 67-84, 1992.

DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. M. Understanding earnings quality: a review of proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.

DENG, P.; YANG, M. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. **International Business Review**, v. 24, p. 157-172, 2015.

DRANEV, Y.; FROLOVA, K.; OCHIROVA, E. The impact of fintech M&A on stock returns. **Research In International Business And Finance**, v. 48, p. 353-364, 2019.

EREL, I.; LIAO R. C.; WEISBACH M. S. Determinants of cross-border mergers and acquisitions. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1045-1082, 2012.

- ERNST, D.; HÄCKER, J. **Applied international corporate finance** (2nd ed.). Vahlen, 2011.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. (2022). **Manual de análise de dados**. Rio de Janeiro, RJ: LTC
- GIL A. C. **Métodos E Técnicas de Pesquisa Social**. (6. Ed.) São Paulo: Atlas, 2011.
- HALEBLIAN, J.; DEVERS, C. E.; MCNAMARA, G.; CARPENTER, M. A. DAVISON, R. B. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. **Journal of Management**, v. 35, n. 3, p. 469-502, 2009.
- HAMBRICK, D. C.; CROZIER, L. M. Stumblers and stars in the management of rapid growth. *Journal of Business Venturing*, v.1, n. 1, p. 31-45, 1985.
- HITT, M. A.; HARRISON, J. S.; IRELAND, R. D. **Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders**. Oxford University Press: New York, 2001.
- HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 3-75, 2001.
- HUSSAIN, T.; TUNYI, A. A.; SUFYAN, M.; SHAHAB, Y. Powerful bidders and value creation in M&As. **International Review of Financial Analysis**, v. 81, 102076, 2022.
- JENSEN, M. C. Agency Costs of Overvalued Equity. **Financial Management**, v. 34, n. 1, p. 5-19, 2005.
- JIRAPORN, P.; KIM, Y. S.; MATHUR, I. Does Corporate Diversification Exacerbate or Mitigate Earnings Management? An Empirical Analysis. **International Review of Financial Analysis**, v. 17, n. 5, p. 1087-1109, 2008.
- JONG, A. D.; FLIERS, P. T. Predicting Takeover Targets: Long-Run Evidence from the Netherlands. **De Economist**, v. 168, p. 343-368, 2020
- KHAN, Z.; RAO-NICHOLSON, R.; AKHTAR, P.; HE, S. Cross-border mergers and acquisitions of emerging economies' multinational enterprises - The mediating role of socialization integration mechanisms for successful integration. **Human Resource Management Review**, v. 31, n. 3, p. 100578, 2021.
- KWON, S. H.; WANG, G. The change in the value relevance of accounting information after mergers and acquisitions: evidence from the adoption of SFAS 141(R). **Accounting & Finance**, v. 60, n. 3, p. 2717-2757, 2018.
- MOELLER, S. B.; SCHLINGEMANN, F. P.; STULZ, R. M. Firm TAM and the gains from acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 73, n. 2, p.201-228, 2004.
- OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.
- RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. 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, 2013.
- RENNEBOOG, L.; VANSTEENKISTE, C. Failure and success in mergers and acquisitions. **Journal of Corporate Finance**, v. 58, p. 650-699, 2019.
- SINGH, P. Does Poor Quality of Institutions Attract Cross-Border Mergers and Acquisitions? **South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance**, v. 1, n. 2, p. 191-230, 2012.

STATISTA. Number of merger and acquisition (M&A) transactions worldwide from 2010 to 2021. **Finance & Insurance: Financial Services**, 2022. 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. Towards a methodology for developing evidence informed management knowledge by means of systematic review. **British Journal of Management**, v. 14, n. 3, p. 207–222, 2003.

WESTON, J.; WEAVER, S. Mergers and acquisitions. The McGraw-Hill Executive MBA Series, McGraw-Hill, 2001.

XIE, E.; REDDY, K. S.; LIANG, J. Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. **Journal of World Business**, v. 52, n. 2, p. 127-183, 2017.

YULIANTI, R.; WIDAGDO, A. K.; SETIAWAN, D.; SUTOPO, B. Value relevance of realized gains and losses on available-for-sale securities. **Journal of International Studies**, v. 13, n. 2, p. 81-97, 2020.