

Fatores Determinantes do Nível de Divulgação de Informações sobre Combinações de Negócios com a Entrada em Vigor do Pronunciamento Técnico CPC 15

Determining Factors of the Level of Disclosure of Information on Business Combinations with the Entry into Force of the Accounting Standard CPC 15

Wilson Kazumi Nakayama

Mestre, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo
E-mail: wknakayama@usp.br

Bruno Meirelles Salotti

Professor Doutor, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo
E-mail: brunofea@usp.br

Recebido em 11.05.2013 – Desk Aceite em 23.05.2013 – 4ª versão aceita em 21.08.2014.

RESUMO

Este trabalho teve por objetivo investigar a divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios ocorridas no Brasil em 2010, quando entrou em vigor o Pronunciamento Técnico CPC 15, e avaliar quais foram os fatores determinantes para o nível de divulgação das informações relacionadas com ele. Para avaliar o nível de divulgação, foi elaborado um índice de divulgação da combinação de negócios (INDCOMB), com base no *disclosure index* desenvolvido por Shalev (2009). Avaliou-se, à luz da literatura sobre divulgação e combinação de negócios, se os seguintes fatores influenciavam o nível de divulgação: o porte da empresa adquirente, o percentual reconhecido do ágio por expectativa de rentabilidade futura em relação ao valor da transação, a dispersão do capital da empresa adquirente, o porte da empresa de auditoria e a participação da adquirente em programas de American Depositary Receipts (ADRs). As variáveis de controle utilizadas foram a listagem da adquirente nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, o setor de atuação, a origem (estatal, privada de capital nacional ou privada de capital estrangeiro) e o porte relativo da empresa adquirida em relação à empresa adquirente. Foram analisadas operações de combinação de negócios realizadas em 2010, reportadas por 40 companhias abertas envolvidas em 76 operações. Conclui-se que o porte da empresa de auditoria e o porte relativo da empresa adquirida foram fatores que influenciaram o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios em 2010. Os demais fatores não apresentaram resultados conclusivos.

Palavras-chave: Contabilidade societária, Demonstração financeira, Informações contábeis.

ABSTRACT

This paper aimed to investigate information disclosure on business combination transactions that took place in Brazil in 2010, when the Accounting Standard CPC 15 entered into force, and evaluate which were the determining factors of the level of disclosure of information related to it. To evaluate the disclosure level, a disclosure index of business combinations (INDCOMB) was prepared, having the disclosure index developed by Shalev (2009) as a basis. We evaluated, in the light of the literature on disclosure and business combinations, whether the following factors influenced on the disclosure level: acquiring company size, recognized percentage of overprice for expected future profitability in relation to the transaction value, dispersion of capital of the acquiring company, audit firm size, and participation of the acquiring company in American Depositary Receipts (ADRs) programs. The control variables used were listing of the acquiring company in the various segments of BM&FBOVESPA, operation sector, origin (state, private company with national capital or private company with foreign capital), and relative acquired company size in relation to the acquiring company. We analyzed business combination transactions that took place in 2010, reported by 40 open capital companies involved in 76 transactions. We conclude that the audit firm size and the relative acquired company size were factors that influenced on the level of disclosure of information regarding business combinations in 2010. The other factors showed no conclusive results.

Keywords: Accounting in business associations, Financial statement, Accounting information.

1 INTRODUÇÃO

Combinação de negócios é uma operação em que uma empresa adquire o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação, que pode ser por meio de fusão ou aquisição do controle. Despertam grande interesse nos meios empresariais, pois além das grandes cifras envolvidas, impactam nas decisões de clientes, fornecedores e empregados relacionados com essas empresas. Também suscitam expectativas no mercado acionário e interesse no meio acadêmico. Para dar uma ideia da magnitude dessas operações, as alienações de controle de empresas estatais renderam ao governo brasileiro a cifra de US\$ 105,298 bilhões, dos quais US\$ 78,614 bilhões somente no governo de Fernando Henrique Cardoso.

Não existe, ainda, uma teoria sedimentada que dê suporte às motivações para a ocorrência de combinação de negócios. Contudo, há um conjunto de explicações para a ocorrência dessas operações, derivado principalmente da Teoria da Firma (Camargos & Coutinho, 2008) que no seu arcabouço teórico apresenta uma explicação lógica para o surgimento da firma, sua evolução, seu crescimento, e nessa perspectiva de crescimento enquadram-se atividades de combinação de negócios. No estágio inicial de desenvolvimento da firma era o empresário que detinha todo o poder de decisão nos assuntos empresariais. O empresário era ao mesmo tempo o proprietário e o administrador do negócio. Com o crescimento da empresa os administradores-proprietários passaram a desempenhar um leque maior de atividades, sendo forçados a dividir ou mesmo a delegar poderes para que um administrador profissional, com conhecimentos mais especializados e capacidade gerencial, assumisse funções diretivas e tomasse decisões. Além da complexidade administrativa que exigia a contratação de administradores profissionais para o comando da firma, restrições financeiras decorrentes de demandas de crescimento forçaram as empresas a abrir seu capital, pulverizando a sua propriedade em um grande número de acionistas. Isso resultou na separação entre a propriedade e o controle da empresa.

Como consequência da separação entre a propriedade e o controle, surgiram os conflitos entre os proprietários (detentores das ações da firma) e os administradores profissionais (que tinham o seu controle), uma vez que ambos procuram maximizar os seus próprios interesses, nem sempre coincidentes. Quando os proprietários-acionistas investem seu dinheiro numa firma correm o risco de serem expropriados pelos administradores profissionais, como por exemplo, quando estes se dão privilégios excessivos, recebem compensações excessivas ou fazem investimentos ou tomam decisões operacionais que podem causar danos aos interesses dos proprietários (Healy & Palepu, 2001). Pelo fato de os proprietários não estarem diretamente envolvidos na administração, sendo essa função desempenhada pelos administradores profissionais, é razoável supor que estes últimos tenham mais informações sobre a firma que os seus proprietários. Essa situação de assimetria informacional pode levar ao colapso do mercado de capi-

tais devido à seleção adversa. Healy e Palepu (2001) exemplificaram a situação que pode ocorrer na economia considerando metade das ideias de negócios como “boas” e a outra metade como “ruins”. Investidores e empreendedores agem racionalmente e avaliam um investimento com base nas informações que detêm. Se os investidores não podem distinguir entre ideias de negócios “boas” e “ruins” então os empreendedores com ideias de negócios “ruins” alegariam que suas ideias de negócios são “boas”. Por conseguinte, os investidores avaliariam os investimentos em um nível médio. Como resultado, se não for resolvido o problema da assimetria de informação, o mercado de capitais pode subestimar o valor de ideias boas e superestimar o valor de algumas ideias ruins. Para resolver tal problema Healy e Palepu (2001) apontam algumas soluções. A primeira seria a otimização dos contratos entre empreendedores e investidores, criando incentivos para que ocorra o *disclosure* completo de informações privadas mitigando dessa maneira o problema do erro de avaliação dos investimentos. Uma outra seria a regulação que exigiria dos administradores profissionais o *disclosure* completo das informações privadas. E ainda uma terceira forma seria obter a informação através de intermediários, como os analistas de mercado e agências de *rating*, que procuram desvendar as informações detidas pelos administradores.

No Brasil, a divulgação de informações sobre incorporação, fusão e cisão é exigida por meio da Instrução CVM (Comissão de Valores Mobiliários) nº 319 de dezembro de 1999. Subsidiariamente, a Instrução CVM 358 de 2002 dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, dentre as quais se destaca a alienação de controle. Ela também determina a obrigatoriedade de informar o nome do alienante e do adquirente, um breve resumo com a qualificação do adquirente, dos seus setores de atuação e atividades desenvolvidas. Exige ainda a divulgação do preço e demais condições pertinentes do negócio, como o objetivo da aquisição e os efeitos esperados nos negócios da adquirente. Foi porém com a entrada em vigor do Pronunciamento Técnico 15 CPC (Comissão de Pronunciamento Técnico) que se estabeleceu um conjunto robusto de informações de divulgação obrigatória pelas companhias abertas envolvidas em operações de combinação de negócios.

O *disclosure* de informações tem o importante papel de diminuir a assimetria informacional entre a empresa e seus acionistas, porém há custos para a empresa associados com a produção e divulgação dessas informações. Um dos componentes desse custo é o custo proprietário, relativo aos custos suportados pela empresa pela divulgação de informações estratégicas. Esse tipo de informação pode ser usado por concorrentes, por exemplo, em prejuízo da empresa. Por isso as empresas avaliam os custos e benefícios da divulgação de informações, mesmo relacionadas a informações de divulgação obrigatória (Dye, 2001; Robinson, Xue, & Yu, 2011; Verrecchia, 2001).

Apesar da exigência pela CVM de divulgações sobre operações de incorporação, fusão, cisão desde a edição da Instrução CVM 319 em 1999, e da exigência de divulgação na alienação de controle desde a edição da Instrução CVM 358 em 2002, não se tem conhecimento de que exista um índice que mostre o nível de divulgação das informações exigidas desde então. Nesse sentido, o presente trabalho procura avaliar, através da construção de um índice de *disclosure* (INDCOMB), baseado nas informações exigidas no Pronunciamento Técnico CPC 15, o nível de divulgação das informações relativas às combinações de negócios ocorridas em 2010. Utilizando o índice INDCOMB, este estudo procura responder à seguinte questão de pesquisa: **a partir da vigência do Pronunciamento técnico CPC 15 - Combinação de Negócios, contendo regras compulsórias para divulgação de informações sobre combinação de negócios, quais fatores influenciam o nível de *disclosure* das operações?**

O estudo procura buscar evidências dos fatores que influenciam a decisão da empresa em divulgar um maior ou menor nível de informação sobre as operações de combinação de negócios.

Espera-se que esse estudo possa contribuir para que usuários, reguladores e preparadores das demonstrações contábeis entendam os mecanismos associados com o nível de *disclosure* de informações dessas importantes operações de combinações de negócios.

Além dessa breve introdução em que se procurou contextualizar o problema, este trabalho foi dividido nas seguintes seções: na seção 2 foram revisadas as pesquisas relacionando nível de *disclosure* com características da empresa, que são usadas para fundamentar as hipóteses de pesquisa. Na seção 3 descrevem-se a metodologia empregada, o modelo empírico, como foi construído o índice de *disclosure* INDCOMB e as fontes de informação. Na seção 4 são apresentados os resultados e por fim são apresentados as conclusões.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES

2.1 *Disclosure* e combinação de negócios

Operações de fusão e aquisição constituem a maneira mais rápida de uma empresa crescer, entrar em mercados em que ainda não esteja presente, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento ou ainda de alguns participantes desses processos lucrarem às custas de outros (Camargos & Barbosa, 2003).

Por tratar-se de uma operação que afeta significativamente os interesses dos acionistas, o *disclosure* de informações relacionadas a essas transações exerce um importante papel na diminuição da assimetria informacional entre a administração da empresa e os seus acionistas.

Segundo Shalev (2009), os administradores são mais propensos a divulgar mais informação nas aquisições que esperam criar valor para a adquirente (*good news*) e a divulgar menos informação nas aquisições em que são menos confiantes (*bad news*).

Segundo Healy e Palepu (2001), o problema da assimetria de informação provoca o fenômeno de seleção adversa, ou seja, por não ser possível identificar os bons investimentos daqueles duvidosos, o mercado avalia os investimentos por um nível médio, prejudicando o desenvolvimento desse mercado.

Para resolver tal problema, Healy e Palepu (2001) apontam duas soluções. A primeira seria a otimização de contratos entre os empreendedores e investidores, levando estes a promoverem o *disclosure* completo de informações privadas, mitigando dessa maneira o problema do erro de avaliação dos investimentos. A segunda é a regulação, que exigiria dos administradores profissionais o *disclosure* completo das informações privadas.

Por outro lado, a empresa pode julgar que a divulgação de informações relativas à combinação de negócios pode acarretar elevados custos proprietários, o que as levaria a

restringir ou mesmo a diminuir o nível de divulgação dessas informações. Nessa situação, a divulgação de informações sobre operações de negócios tem que ser compulsória.

Para Dye (2001), ainda não há uma teoria estabelecida sobre *disclosure* obrigatório, em parte porque houve pouca pesquisa analítica sobre padrões contábeis realizada nas duas décadas anteriores. Schipper (2007) confirma isso, e também argumenta que os teóricos não conseguem concordar sobre o que deve ser otimizado nos requerimentos de divulgação. Além disso, os modelos teóricos também encontram dificuldades em distinguir entre itens reconhecidos nas demonstrações contábeis e aqueles apenas divulgados em notas explicativas.

Em termos econômicos, a ideia subjacente na regulação do *disclosure* é que as empresas não abram voluntariamente a informação quando o custo é maior que os efeitos produzidos por ela no valor da empresa (Verrecchia, 2001). Dessa forma, a regulação tornaria compulsória a divulgação de informação que voluntariamente as empresas não divulgariam, embora se note que a obrigatoriedade de divulgação não indica necessariamente que todas as informações são divulgadas, conforme documentado por outras pesquisas que indicaram um nível baixo de divulgação de informações obrigatórias (Ayers, Schwab, & Utke, no prelo; Devalle & Rizzato, 2012).

Não obstante esse fato, dentre as motivações para a existência de regulação, está a ideia de que a informação contábil pode ser vista como um bem público (Leftwich, 1980). Uma segunda explicação para a regulação do *disclosure* é a preocupação dos reguladores com os investidores não sofisticados (Leftwich, 1980). Garantindo um mínimo de *disclosure* compulsório procura-se reduzir a diferença de informação entre os investidores informados e não informados. A regulação pode ser uma forma de diminuir a

possibilidade de manipulação dos números contábeis, mas também pode ser viesada. Conforme Martins e Iudicibus (2011, p. 72):

[...] por melhores que sejam as intenções dos reguladores, sempre há aspectos políticos envolvidos que favorecem alguns grupos e desfavorecem outros.

Sabe-se, por outro lado, que a neutralidade absoluta da Contabilidade é algo inatingível, pois sempre se fazem escolhas.

2.2 *Disclosure* e características da empresa

De acordo com Ahmed e Courtis (1999) a metodologia típica empregada nas pesquisas relacionando o nível de *disclosure* com característica da empresa é a construção de um índice e a relação da quantidade de itens informacionais divulgados com características corporativas selecionadas. Na presente pesquisa procurou-se verificar se as características da empresa adquirente (tamanho, estrutura de controle e listagem em bolsas internacionais), bem como o percentual de reconhecimento do *goodwill* em relação ao valor da contraprestação transferida e o porte da empresa de auditoria influenciaram o nível de *disclosure* da operação de combinação de negócios.

Na meta-análise de pesquisas sobre *disclosure* empreendida por Ahmed e Courtis (1999), a variável mais presente ao relacionar o nível de *disclosure* com a característica da empresa foi o seu tamanho. Segundo Ahmed e Courtis (1999), diversos estudos (Singhvi & Desai, 1971; Cooke, 1989) constataram relacionamento positivo entre o *disclosure* e o tamanho da firma. Conforme os autores, os resultados sugeriam que as maiores empresas apresentavam melhor nível de *disclosure*. Diversas são as hipóteses que explicam a relação positiva entre divulgação e tamanho, dentre as quais a levantada por Singhvi e Desai (1971), de que quanto maior o porte da empresa, medido pelo total de ativos, maior o *disclosure*, pelo fato de o custo para gerar as informações ser relativamente menor para as empresas maiores. Além disso, Wallace e Naser (1995) também argumentam que as maiores empresas normalmente atraem mais clientes, fornecedores e analistas e, portanto, uma maior demanda por mais informações sobre as suas atividades. Em sua pesquisa com uma amostra de 130 empresas de Hong Kong durante o período entre 1988 e 1992, esses autores também encontraram relação positiva entre o tamanho e o nível de divulgação de informações obrigatórias.

Contudo, Street e Bryant (2000), Glaum e Street (2003), Street e Gray (2002) não encontraram evidências de que o tamanho da firma tenha relacionamento positivo com o nível de *compliance* aos requisitos de normas internacionais.

No Brasil, Murcia e Santos (2009) analisaram o *disclosure* de informações voluntárias contidas nas DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas) do exercício findo em 2007 das 100 maiores companhias abertas brasileiras não financeiras. Verificaram que o tamanho da empresa está positivamente relacionado com o nível de *disclosure* de informações e os resultados corroboraram a ideia de que as empresas maiores, por terem maior visibilidade perante a sociedade, possuem um grupo maior de interessados

acompanhando a sua atuação. Nesse sentido, sendo mais transparentes, elas aumentam a sua reputação perante esse público e sofrem menor pressão.

Com base nas evidências encontradas nas pesquisas citadas é possível formular a seguinte hipótese:

H1: O nível de divulgação da combinação de negócios tem correlação positiva com o tamanho da empresa adquirente.

A contabilidade trata o *goodwill* adquirido como um resíduo, considerado como a diferença entre o valor atribuído ao negócio e o valor líquido dos ativos e passivos avaliados a valor justo. Inclui-se, portanto, no *goodwill* os ativos intangíveis não identificados, a expectativa de rentabilidade futura e eventualmente um sobrepreço. Se parcela substancial do valor atribuído ao negócio for reconhecido como *goodwill*, pode ser uma sinalização de que a empresa adquirente pagou mais do que vale a empresa adquirida, de acordo com avaliação do mercado, e pode não ser de seu interesse apresentar um alto nível de *disclosure* da operação. Shalev (2007), identificou dois fenômenos em combinação de negócios que poderiam incentivar os administradores a usar o critério de materialidade para baixar o nível de *disclosure* da operação, são eles sobrepreço na operação e alocação distorcida no valor da transação, superestimando o valor do *goodwill* reconhecido. O sobrepreço pode ter como motivação a entrada em um novo mercado em que a empresa adquirente não tenha atuação ou como uma forma de aumentar a sua participação de mercado ou ainda por erro de avaliação. Mas pode também ter como origem o excesso de autoconfiança ou mesmo arrogância por parte do administrador da empresa adquirente. Deve ser ressaltado, por oportuno, que o valor que a empresa adquirente atribui ao negócio pode ser diferente do que a média da avaliação do mercado. Isso pode ser por motivos variados e somente a empresa adquirente é que os conhece. Não desconsiderando a possibilidade de que o negócio tenha motivação gerencial, a empresa só entraria no negócio se vislumbrasse vantagens, no melhor sentido de maximização de sua riqueza. De acordo com Shalev (2007) é possível que o sobrepreço resulte num reconhecimento exagerado do valor do *goodwill*. O reconhecimento intencional e distorcido do valor do *goodwill*, de acordo com Shalev (2007), é pela crença que os investidores têm na fixação funcional do lucro. Assim, como a amortização sistemática do *goodwill* não é mais permitida pelas normas contábeis norte-americanas, a operação resultaria em aumento do lucro reportado pela combinação, podendo ser um incentivo para os gestores reconhecerem o valor distorcido do *goodwill*. Shalev (2007) verificou que o *disclosure* é menor quanto maior for a parcela do valor da transação reconhecido como *goodwill* em relação ao valor da transação. Segundo Shalev, quando a adquirente paga muito mais do que vale a empresa adquirida ou quando o valor do *goodwill* é “exagerado” em relação ao valor da transação, a adquirente tende a divulgar menos informações sobre a combinação de negócios. O *goodwill* além de não ser mais amortizado contabilmente de maneira siste-

mática pode ser deduzido do imposto de renda no Brasil, sob certas condições¹, o que pode incentivar os administradores a reconhecerem uma parcela substancial do valor da transação como *goodwill*. Observando-se, portanto, que não seria interesse dos gestores revelarem sobrepreço, nem o reconhecimento distorcido do valor do *goodwill*, considerados “*bad news*”, a hipótese colocada é a seguinte:

H2: O nível de *disclosure* de uma combinação de negócios tem correlação negativa com a razão entre o *goodwill* reconhecido e o valor da contraprestação transferida.

De acordo com a teoria da agência, a separação entre propriedade e controle fez surgir o conflito de agência. Também como decorrência da separação entre propriedade e controle da firma e pelo fato de os agentes estarem engajados na operação da mesma, eles têm mais informações que os investidores, resultando na assimetria informacional entre os envolvidos. Shleifer e Vishny (1986) verificaram que os interesses dos acionistas controladores não necessariamente coincidem com os de outros investidores na empresa. A presença de grandes acionistas pode acabar gerando conflito entre acionistas controladores e não controladores, havendo a possibilidade que estes possam ser expropriados por aqueles. Essa possibilidade pode ocorrer, por exemplo, pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor da empresa. A expropriação dos acionistas não controladores pelos controladores pode ocorrer, segundo Lanzana (2004), pela nomeação de indivíduos ligados ao controlador para a gestão da empresa, pela avaliação de investimentos com base em critérios de interesse pessoal do controlador, dentre outros motivos. Como o acionista controlador possui acesso privilegiado às informações, não demandaria *disclosure* de informações (Leuz & Verrecchia, 2000), espera-se que empresas com capital acionário mais disperso divulguem mais informações que aquelas controladas por grandes acionistas (Raffournier, 1995; Wallace & Naser, 1995). A hipótese formulada com base na teoria é a seguinte:

H3: O nível de *disclosure* de uma combinação de negócios tem correlação positiva com a dispersão do capital.

Os serviços de auditoria são demandados como ferramentas de monitoração face ao potencial conflito de interesse entre os proprietários e os administradores da empresa, bem como entre diferentes classes de acionistas conforme Deangelo (1981). As demonstrações financeiras auditadas seriam a resposta mais barata para resolver os conflitos de agência. A qualidade de auditoria está relacionada com a independência do auditor em relação ao seu cliente. Para Deangelo (1981), quanto maior a firma de auditoria em relação à quantidade corrente de clientes e quanto menor a empresa em relação às suas receitas, menos incentivos o auditor teria para agir oportunisticamente e maior seria a qualidade percebida da auditoria. As grandes empresas de auditoria, as denominadas “Big Four” (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu e Ernest & Young), tendem a não se associar a empresas com baixo nível de evidencia-

ção (Ahmad, Hassan, & Mohammad, 2003). Dumontier e Raffournier (1998) também argumentam que os auditores das maiores empresas têm interesse próprio em ter os seus clientes em conformidade com padrões contábeis complexos, pois elas conseguem fortalecer a sua reputação e possuir vantagem competitiva na aplicação de padrões contábeis internacionais. Murcia e Santos (2009), em pesquisa sobre os determinantes do nível de *disclosure* voluntário nas demonstrações financeiras dos anos de 2006, 2007 e 2008 de companhias abertas brasileiras, encontraram evidências de que as empresas auditadas pelas “Big Four” apresentaram maior nível de *disclosure* de informações econômicas. Por outro lado, Wallace e Naser (1995) não encontraram relação entre o nível de divulgação obrigatória e essa variável, em sua pesquisa com 130 empresas de Hong Kong. Assume-se que as maiores empresas de auditoria, por possuírem experiência internacional na utilização dessas regras sobre *disclosure* de operações de combinação de negócios, estejam mais preparadas que as suas congêneres locais para certificar o *disclosure*. Formula-se assim a seguinte hipótese de pesquisa:

H4: O nível de *disclosure* de uma combinação de negócios tem correlação positiva com o porte da empresa de auditoria.

Uma das alternativas de captação de recursos pelas companhias brasileiras de capital aberto são os mercados internacionais. Através dos *American Depositary Receipts* (ADR) as empresas brasileiras têm a possibilidade de negociar seus valores mobiliários nos Estados Unidos, o maior mercado de capitais do mundo. De acordo com Lanzana (2004), a possibilidade de as empresas brasileiras emitirem ADRs ou títulos de dívida no mercado americano tem exigido dessas empresas um nível maior de abertura de informações do que o exigido pela legislação brasileira. Conforme Leuz e Wysocki (2008), a legislação americana sobre valores mobiliários protege muito mais os direitos dos investidores de fora do que em seus próprios países de origem, sendo esses direitos mais rigorosamente exigidos tanto pela SEC (Securities and Exchange Commission) como pelos tribunais americanos nos litígios sobre valores mobiliários. Quando listam seus títulos nas bolsas de valores americanas, as empresas estrangeiras ficam sujeitas às suas leis e respectivo *enforcement*. A política de *disclosure* de uma empresa tende a ser influenciada pela política de *disclosure* do mercado de capitais onde seus títulos são negociados, segundo Archambault e Archambault (2003). Murcia e Santos (2009) analisaram os fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das 100 maiores empresas brasileiras de capital aberto não financeiras com base na análise das demonstrações financeiras do exercício findo em 2007. Verificaram a correlação positiva entre o nível de *disclosure* e a participação da empresa em programa de emissão de ADRs dos níveis II e III. Com base na teoria e na evidência das pesquisas citadas é possível formular a seguinte hipótese:

H5: O nível de divulgação da operação de combinação de negócio tem correlação positiva com a participação da empresa em programas de ADR.

¹ A amortização do ágio por rentabilidade futura não tem reflexos na apuração do imposto de renda, conforme disposto no artigo 25 do Decreto-Lei 1.598. Contudo, o artigo 7º da Lei nº 9.532, de 10 de Dezembro de 1997 faculta a amortização do ágio por rentabilidade futura, com reflexo, portanto, na apuração do imposto de renda, nos casos de uma empresa absorver o patrimônio de outra em virtude de incorporação, fusão ou cisão, numa situação em que já detinha participação acionária adquirida com ágio.

2.3 Índice de *disclosure*

O *disclosure* de informações financeiras é um importante meio de comunicação entre a administração da empresa e os investidores e demais participantes do mercado. A demanda por *disclosure* decorre do problema da assimetria informacional e do conflito de agência entre os administradores e investidores (Healy & Palepu, 2001). Uma forma indireta de medir o *disclosure* é através da construção de um índice com base em variáveis observáveis que tenham relação com o *disclosure*. Os aspectos observáveis podem ser tanto objetivos com uma quantificação numérica, quanto subjetivos relativos à qualidade da informação. Esse índice mostra então o nível de *disclosure* de um grupo de empresas, o qual pode ser usado para mostrar o *compliance* com normas se os itens que compõem o índice forem exigidos ou pode mostrar o nível de *disclosure* voluntário. Quando o pesquisador utiliza um índice de *disclosure* em suas pesquisas pode optar entre utilizar um existente ou construir um próprio. Ao utilizar índices de *disclosure* existentes o pesquisador tem a vantagem de fazer comparações diretas de sua pesquisa com pesquisas anteriores (Marston & Shrivies, 1991) e também tem o benefício de economizar tempo de pesquisa, porém se restringe a itens pré-definidos, não tendo a flexibilidade de adicionar ou retirar itens que julgar necessários em sua pesquisa. Índices existentes podem ser o ranking do CIFAR (*Center for International Financial Analysis and Research*), AIMR (*Association for Investment and Management Report*) e o indicador de transparência da Standard & Poors. No Brasil, há os rankings de transparência da Abrasca (Associação Brasileira de Companhias Abertas) e o prêmio ANEFAC (Associação Nacional dos Executivos de Finanças).

A opção de construir um índice próprio ocorre quando o pesquisador julga mais apropriado escolher itens adequados para o contexto de sua pesquisa. Os itens que compõem o índice são então escolhidos dentre aqueles que o pesquisador considera ter relação com o *disclosure*. Apesar de poderem estar sujeitos a críticas e discordâncias, como qualquer outra ferramenta de pesquisa nas ciências sociais, os índices de *disclosure* têm sido utilizados desde os anos 1960 por muitos pesquisadores. O índice de *disclosure* fornece as respostas para as hipóteses dos pesquisadores em muitas situações, atestando sua utilidade, pois uma ferramenta de pesquisa não seria utilizada se fornecesse resultados pobres (Marston & Shrivies, 1991).

Na literatura nacional, podem ser encontradas muitas pesquisas que analisam o *disclosure* de informações como Costa Júnior (2003), Malacrida e Yamamoto (2006), Salotti e Yamamoto (2008) e Lima (2009). Em relação ao índice de *disclosure*, podem ser citados Lopes e Rodrigues (2007), que utilizaram índice de *disclosure* baseado nas informações exigidas pelas normas internacionais de contabilidade para analisar os fatores determinantes do *disclosure* para as em-

presas listadas na bolsa de valores portuguesa. Mapurunga, Rocha, Ponte, Coelho e Meneses (2011) utilizaram índice de *disclosure* baseado no CPC 14, que trata de instrumentos financeiros, para verificar o nível de *disclosure* das empresas brasileiras. Malaquias, Lemes, Carvalho e Tavares (2012) investigaram a correlação entre o custo de capital das empresas brasileiras e o nível de divulgação de informações sobre instrumentos financeiros que essas empresas reportam no formulário 20F e nas demonstrações financeiras preparadas e divulgadas segundo as práticas contábeis adotadas no Brasil.

2.3.1 Índice de *Disclosure* de Combinação de Negócios (INDCOMB)

O presente estudo tem por objetivo analisar o *disclosure* obrigatório de informações sobre combinação de negócios no âmbito do CPC 15. Os *rankings* e indicadores sobre *disclosure* existentes no Brasil têm caráter geral, não focam a divulgação de um tipo específico de informação. Apesar de a CVM exigir a divulgação sobre operações de incorporação, fusão, cisão desde a edição da Instrução CVM 319 em 1996, e da exigência de divulgação na alienação de controle desde a edição da Instrução CVM 358 em 2002, não se tem conhecimento de que um índice demonstrativo do nível de divulgação das informações especificamente sobre essas operações. Dessa forma, optou-se pela elaboração de um índice próprio de *disclosure* de operação de combinação de negócios (INDCOMB), adaptado do índice de *disclosure* elaborado por Shalev (2009), que foi baseado nas informações sobre combinação de negócios exigidas pelas normas contábeis norte-americanas². Na elaboração de INDCOMB, utilizaram-se as informações exigidas no pronunciamento técnico CPC 15.

Utilizou-se a técnica de análise de conteúdo para analisar as informações contidas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) encaminhadas pelas empresas à CVM. Para assegurar uma análise mais objetiva e sistemática das informações e diminuir a subjetividade, as informações exigidas pelo CPC 15 foram classificadas e agrupadas conforme o tema que abordavam em 10 categorias e 65 subcategorias: Informações gerais (12), Informações sobre alocação do preço de aquisição (7), Informações sobre acordo de contraprestação contingente (4), Informações sobre passivos contingentes (5), Informações sobre *goodwill* (13), Informações sobre operações reconhecidas separadamente da combinação (7), Informações sobre combinação de negócios alcançadas em estágios (3), Informações financeiras da empresa adquirida inclusas nos demonstrativos consolidados (4), Informações sobre combinação de negócios cuja data de aquisição foi posterior ao final do período de reporte (3), Informações de alterações ocorridas nos ativos adquiridos e passivos assumidos no período de reporte (7).

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Definição das categorias e subcategorias de informação

No presente artigo optou-se por atribuir valores binários a cada item de informação exigida, atribuindo-se o valor “1”

se a empresa divulgou a informação exigida (1), ou “0” se não divulgou a informação (0), conforme adotado por diversas pesquisas sobre divulgação (ver, por exemplo, Botosan, 1997; Devalle & Rizzato, 2012; Shalev, 2009; Yeoh, 2005). Embora

² Os itens exigidos no SFAS 141 revisado, de dezembro de 2007, são semelhantes ao IFRS-3 (r) de 2009. As informações exigidas no SFAS 141 de 2001 não são as mesmas do SFAS 141 revisado de 2007.

haja pesquisas em que os valores são estabelecidos de acordo com o grau de especificidade de cada item da informação (ver, por exemplo, Lanzana, 2004; Wiseman, 1982), acredita-se que essa forma de atribuição de valor estabeleça um certo grau de subjetividade não desejável à pesquisa.

Quando nas notas explicativas não houve menção a um determinado item informacional, admitiu-se que o item não se aplicava ao caso. Porém, se da leitura de toda a demonstração financeira, concluiu-se que o item era relevante mas não foi divulgado, atribuiu-se “0” para aquele item informacional. Esse procedimento introduz um elemento de subjetividade, contudo entendeu-se que era um procedimento que introduzia um viés menor do que considerar simplesmente a condição dicotômica “divulgou / não divulgou” a informação. Essa foi a forma de atribuição de valor utilizada por Cooke (1989).

O índice de *disclosure* pode ser entendido como nível de *compliance*, por se tratar de itens de divulgação compulsória. Assim como o verificado por Hodgdon, Tondkar, Harless e Adhikari (2008), mesmo empresas que afirmaram terem adotado as IFRSs (International Financial Reporting Standards) nos anos de 1999 e 2000 não fizeram adequadamente. Além disso, Chatham (2008) analisou o nível de *compliance* com as IFRSs de empresas francesas, suecas e suíças que afirmaram seguir as normas internacionais de contabilidade, chegando a *insights* do que motivaria empresas a atender ou não o que era exigido por aquelas normas. Dessa forma, entende-se que o fato de haver um descompasso entre o que a norma estabelece e o que é observado pelas empresas é perfeitamente “natural” no início da vigência de uma nova norma.

O índice é baseado em Tsalavoutas, Evans e Smith (2010) e calculado segundo a fórmula:

$$\text{INDCOMB} = \frac{\sum_{i=1}^n di}{\sum_{j=1}^m dj} \quad 1$$

Onde di é o total de itens divulgados pela empresa (aos quais foi atribuído o valor “1”) e dj é o total de itens que a empresa deveria ter divulgado.

3.2 Fontes de informação

A constatação da ocorrência de uma operação de combinação de negócios pode ser obtida consultando-se as notas explicativas das demonstrações financeiras publicadas pelas empresas listadas na bolsa de valores. Como esse procedimento demandaria muito tempo, procurou-se uma alternativa para obter a relação das combinações de negócios ocorridas em 2010. Estudos e análises de operações de fusão e aquisição realizados por entidades como a ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimentos) e da PricewaterhouseCoopers e os relatórios de eventos do banco de dados da Bloomberg são fontes de informação sobre operações de fusão e aquisição ocorridas no Brasil.

Cruzaram-se as informações contidas no *ranking* de fusões e aquisições da ANBID com as informações do banco

de dados da Bloomberg e nos Relatórios de Fusões e Aquisições da PricewaterhouseCoopers de modo a se obter uma relação de empresas envolvidas em operações de fusão e aquisição. A fim de alcançar a confirmação de que todas as operações de combinação de negócios tivessem sido relacionadas, foram realizadas buscas nos documentos encaminhados pelas empresas à CVM relativos ao ano de 2010, nos documentos intitulados “Fato Relevante”, “Assembleia de acionistas” e “Comunicado ao Mercado”, através do sistema IPE (Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais) que é um repositório de documentos que as companhias abertas são obrigadas a encaminhar para a CVM. A pesquisa foi efetivada por meio da consulta do período de 01 de janeiro de 2010 a 31 de dezembro de 2010. As categorias de documentos foram as anteriormente informadas e as palavras chaves utilizadas foram “aquisição”, “combinação”, “incorporação”, “fusão” e “reorganização”. Foram excluídas as operações não consideradas combinação de negócios. Na relação final restaram 40 empresas envolvidas em 76 operações de fusão e aquisição. As informações relativas ao *disclosure* das operações de combinação de negócios foram obtidas das demonstrações financeiras das empresas e arquivadas na CVM ou publicadas em jornais ou no site das empresas. Também foram analisados os Relatórios dos Auditores Independentes, para verificar se havia alguma ressalva ou ênfase envolvendo o assunto “combinações de negócios” e não houve qualquer menção específica a esse tema nas 40 empresas analisadas.

3.3 Modelo empírico

Para testar as hipóteses de pesquisa, utilizou-se regressão linear múltipla do tipo seção transversal através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), tendo como variável dependente o índice de *disclosure* INDCOMB e variáveis explicativas relacionadas com as hipóteses descritas nos itens 3.4 e 3.5, segundo o modelo geral:

$$\text{INDCOMB}_i = \alpha + \beta_1 * \text{PORTE} + \beta_2 * \text{GOODWILL} + \beta_3 * \text{DISPERSÃO} + \beta_4 * \text{AUDITORIA} + \beta_5 * \text{LISTAGEM_ADR} + \sum_{j=1}^k \text{VC}_{ji} + \varepsilon_i \quad 2$$

Onde i representa a i -ésima empresa, PORTE, GOODWILL, DISPERSÃO, AUDITORIA e LISTAGEM_ADR são *proxies* para variáveis relacionadas às hipóteses de pesquisa, VC são variáveis de controle e ε_i representa o termo de erro não sistemático do modelo.

Com base na literatura revisada e nas hipóteses de pesquisa, espera-se relacionamento estatisticamente significativo entre a variável dependente INDCOMB e as variáveis explicativas do modelo que contribuam para responder às seguintes questões:

- Empresas de grande porte têm maior preocupação com o *disclosure* de informações sobre operações de combinação de negócios?
- Quando empresas reconhecem como *goodwill* uma parcela significativa do valor de aquisição, tendem a divulgar menos informações relativas à operação?

- Empresas com capital disperso tendem a divulgar mais informações acerca de operações de combinação de negócios?
- O porte da empresa de auditoria influencia a decisão de divulgar mais informações sobre as operações de combinação de negócios?
- Empresas que participam de bolsa de valores dos Estados Unidos apresentam maior preocupação com o *disclosure* de combinação de negócios?

3.4 Definição operacional das variáveis

- **PORTE** representa o tamanho da empresa adquirente. No presente estudo, a *proxie* para o tamanho da firma foi o logaritmo natural do ativo total no final do período de reporte.
- **GOODWILL** é a razão entre o valor reconhecido como *goodwill* (ágio por expectativa de rentabilidade futura) e o valor da contraprestação transferida. O valor considerado como contraprestação transferida foi o montante entregue para a assunção do controle (que pode ter sido em dinheiro, instrumentos de capital ou assunção de passivos).
- **DISPERSÃO** é a variável para caracterizar a dispersão do capital. No presente estudo a variável DISPERSÃO foi definida como o percentual de ações com direito a voto em poder de acionistas não controladores. Os valores foram obtidos do formulário de referência encaminhado pela empresa à CVM.
- **AUDITORIA** é a variável *dummy* que indica se o serviço de auditoria foi prestado por uma das grandes empresas de auditoria, as denominadas *Big Four* (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu e Ernest & Young). Trata-se de uma variável dicotômica à qual foi atribuído o valor “1” se o serviço de auditoria foi prestado por uma das “*Big Four*” ou “0” se os serviços de auditoria foram prestados por outras empresas.
- **LISTAGEM_ADR** é a variável *dummy* que indica se a empresa adquirente emite ADRs dos níveis II e III, se emitiu foi atribuído o valor “1” e “0” se não emitiu. A informação foi obtida no site da CVM e a situação considerada foi a do final do período de reporte, ou seja, para que seja considerada emitente de ADRs a empresa deve ter o registro aprovado na CVM até 31/12/2010.

3.5 Variáveis de controle

As variáveis de controle foram selecionadas com base em pesquisas anteriores e na possível influência exercida sobre a variável dependente de *disclosure* (INDCOMB) e independentes (PORTE, GOODWILL, DISPERSÃO, AUDITORIA e LISTAGEM_ADR). Variáveis de controle (que são variáveis independentes) são inseridas no modelo para remover seus

efeitos nos resultados do estudo. As variáveis de controle selecionadas e suas *proxies* são descritas a seguir.

- **Porte relativo:** Málaga (2007) informa várias pesquisas que apontam a utilização do tamanho relativo da empresa adquirida como variável de controle nas regressões. Os resultados desses estudos sugerem, segundo Málaga (2007), que o tamanho relativo da empresa adquirida, dentre outros fatores, influenciava o retorno de curto e longo prazo das empresas adquirentes. Contudo, os resultados não foram conclusivos. No presente estudo, o tamanho relativo é definido como a razão entre o valor da transação e o total de ativos da adquirente (obtida das demonstrações consolidadas) ao final do período de reporte.
- **Status de listagem (listagem):** Kent e Stewart (2008) argumentam que uma melhor estrutura de governança corporativa leva a melhores divulgações e obtiveram evidências empíricas com empresas australianas que confirmam essa relação. Murcia e Santos (2009) verificaram que empresas dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo) tendem a apresentar maior nível de *disclosure*. Empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA indicam que elas possuem melhores práticas de governança corporativa e, portanto, deveriam disponibilizar dados financeiros mais completos e relatórios anuais em padrões aceitos internacionalmente. Utilizou-se uma variável dicotômica para indicar se a empresa adquirente estava listada nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA (Novo Mercado e Nível II) até a data de 31/12/2010.
- **Setor de atuação (Setor):** Além da regulação contábil emanada da CVM, algumas empresas de capital aberto estão também sujeitas a normas emitidas por agências reguladoras governamentais como a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e o Banco Central do Brasil (BACEN). Murcia e Santos (2009) verificaram que empresas do setor elétrico, submetidas às normas da ANEEL, apresentam maior nível de *disclosure* que as demais empresas. Utilizou-se a variável *dummy* para indicar se a empresa atuava em setores sujeitos às normas emitidas pela ANEEL e BACEN.
- **Origem da empresa adquirente (Origem):** Conforme Lanzana (2004), empresas estatais podem motivar-se a apresentar nível maior de *disclosure* ao mercado do que suas congêneres privadas tendo em vista seu “papel social” junto à sociedade. A pesquisadora classificou as empresas em 3 grupos, segundo a sua origem, em: propriedade estatal, privada nacional e privada estrangeira. Na presente pesquisa são utilizadas *dummies* indicativas da origem da empresa adquirente analisada na pesquisa de Lanzana (2004).

4 RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

Além do índice de *disclosure* INDCOMB, calculado com base na equação (1), calculou-se o índice de *disclosure*

de cada categoria de informação, obtendo-se os resultados demonstrados na Tabela 1:

Tabela 1 Resultados da estatística descritiva

| Índice | Mínimo | Máximo | Média | Desvio padrão | Coef. de Variação |
|--|--------|--------|--------|---------------|-------------------|
| Score geral (INDCOMB) | 0,2857 | 0,8519 | 0,6026 | 0,1675 | 0,2780 |
| Informações Gerais | 0,5556 | 1 | 0,8538 | 0,1378 | 0,1614 |
| Alocação do valor de transação | 0 | 1 | 0,5167 | 0,3434 | 0,6646 |
| Acordo de contraprestação Contingente | 0,25 | 1 | 0,6786 | 0,3134 | 0,4618 |
| Passivos contingentes | 0 | 1 | 0,5944 | 0,3333 | 0,5607 |
| Goodwill | 0 | 1 | 0,4402 | 0,2613 | 0,5936 |
| Transações separadas da combinação | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| Combinação alcançada em estágios | 0 | 0,6667 | 0,2778 | 0,2509 | 0,9032 |
| Informações financeiras da adquirida | 0 | 1 | 0,3167 | 0,3785 | 1,1951 |
| Combinação ocorrida depois do período de reporte | 0 | 1 | 0,7179 | 0,3561 | 0,4960 |
| Alterações nos ativos e passivos reconhecidos | 0 | 1 | 0,4389 | 0,4064 | 0,9260 |

N/A – não disponível

- **Score Geral:** o índice médio de divulgação foi de 0,6026. Ressalta-se que esse resultado foi obtido a partir de informações que “teoricamente” seriam obrigatoriamente divulgadas, indicando que parte significativa das informações exigidas pelo CPC 15 não estão sendo divulgadas. Porém, esse resultado não surpreende, pois é consistente com outras pesquisas que também documentaram a não divulgação de informações obrigatórias (ver, por exemplo, Ayers et al., no prelo; Devalle & Rizzato, 2012)
- **Score de Informações Gerais:** O índice médio de 0,8538 dessa categoria indica que as empresas estão divulgando bem as informações gerais relativas às operações, sendo o *score* de *disclosure* individual mais alto apurado. Verifica-se que não se exige nessa categoria de informação a divulgação de informações proprietárias, o que pode justificar o seu nível alto.
- **Score de Informações sobre alocação do valor de transação para os ativos:** As informações nessa categoria, referem-se aos valores contábeis e valores justos reconhecidos dos ativos adquiridos e dos passivos assumidos. O índice médio de 0,5167 com coeficiente de variação de 0,6646 indicam baixo índice de *disclosure*, com diferenças muito grande de informações prestadas entre as empresas.
- **Score de Informações sobre acordos de contraprestação contingente:** Poucas empresas reportaram a existência de acordo de contraprestação contingente. A dúvida é se a pequena quantidade de empresas que reportaram a existência desse tipo de acordo deve-se ao fato de realmente não existirem acordos firmados entre comprador e vendedor ou devido às práticas contábeis anteriores brasileiras, as quais não prescreviam a divulgação dessa informação.
- **Score de Informações sobre reconhecimento de passivos contingentes:** Trata-se de uma das exceções ao CPC 25 – Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes no reconhecimento de ativos e passivos contingentes decorrentes de combinação de negócios. Poucas empresas reconheceram a existência de passivos contingentes decorrentes da combinação. O índice de 0,5944 com coeficiente de variação de 0,5607 indicam baixo nível de *disclosure* e uma grande diferença entre as empresas que divulgaram as informações nessa categoria.
- **Score de Informações sobre goodwill:** As informações sobre o *goodwill* reconhecido na combinação de negócios foram muito precárias como pode ser constatado pelo baixo índice de 0,4402. Além disso, há grandes diferenças entre as informações prestadas pelas empresas, pois o coeficiente de variação foi de 0,5936. Observa-se que ainda persiste a confusão conceitual de ágio e *goodwill* em algumas empresas. O mais comum é denominar ágio como a diferença entre o valor da contraprestação transferida e o valor líquido dos ativos e passivos contábeis. Em relação aos fatores qualitativos que compõem o *goodwill*, em geral as empresas apenas declararam que o ágio por expectativa futura estava suportado em laudo preparado por empresa especializada.
- **Score de Informações sobre transação separada da combinação:** Não foi identificada nenhuma empresa que tenha reportado transação separada da combinação.
- **Score de Informações sobre combinação de negócios alcançada em estágios:** Poucas empresas informaram que detinham participação anterior nas adquiridas antes da aquisição do controle.
- **Score de Informações financeiras da adquirida:** O índice médio de 0,3167 indica que as empresas apresentaram poucas informações exigidas. Adicionalmente, há grande diferença entre as empresas; algumas não divulgaram nenhuma informação e outras divulgaram todas as informações exigidas.
- **Score de Informações sobre operações de combinação ocorridas depois do período de reporte:** Apenas 13 empresas informaram a realização de operação de combinação de negócios depois do período de reporte. As informações estão contidas no item denominado eventos subsequentes e em geral não atendem aos requisitos de informação exigidos pelo CPC 15. As informações divulgadas foram bastante sucintas.
- **Score de Informações de alterações nos valores reconhecidos:** Poucas empresas identificaram alterações nos valores reconhecidos na contabilização inicial.

4.2 Resultados do modelo empírico

Preliminarmente, procedeu-se ao levantamento da cor-

relação entre as variáveis do modelo obtendo-se o resultado demonstrado na Tabela 2:

Tabela 2 Matriz de correlações

| | indcom | ativos | goodwill | dispersão | auditoria | listagem | adr | setor | porte_rel |
|-----------|---------|---------|----------|-----------|-----------|----------|---------|--------|-----------|
| indcom | 1,0000 | | | | | | | | |
| ativos | 0,0517 | 1,0000 | | | | | | | |
| goodwill | -0,0320 | -0,2240 | 1,0000 | | | | | | |
| dispersão | -0,0250 | -0,1320 | -0,0697 | 1,0000 | | | | | |
| auditoria | 0,3372 | 0,2200 | 0,3031 | 0,0997 | 1,0000 | | | | |
| listagem | 0,0936 | -0,3910 | 0,1554 | 0,5362 | 0,0000 | 1,0000 | | | |
| adr | 0,0633 | 0,7000 | -0,3932 | -0,1813 | 0,1400 | -0,4042 | 1,0000 | | |
| setor | 0,0298 | 0,2597 | -0,1450 | -0,0282 | 0,0949 | -0,0548 | 0,1462 | 1,0000 | |
| porte_rel | 0,3344 | -0,2890 | 0,0952 | 0,1895 | -0,0047 | 0,2550 | -0,2121 | 0,2931 | 1,0000 |

legenda:

indcom = Índice de combinação de negócios INDCOMB

ativos = logaritmo natural do ativo total

goodwill = razão entre o goodwill reconhecido e o valor da contraprestação transferida

dispersão = percentual de ações ordinárias em poder de acionistas não controladores

auditoria = dummy indicativo de que a empresa de auditoria é uma das Big Four

listagem = dummy que indica que a empresa está listada no Novo Mercado ou Nível 2 da BM&FBovespa

adr = dummy que indica a empresa emissora de ADRs

setor = dummy indicativo de que a empresa é do setor financeiro ou elétrico

porte_rel = razão entre o valor da transação e o total de ativos da empresa adquirente

Nota-se uma correlação positiva significativa entre o índice de *disclosure* e as variáveis independentes de porte relativo e empresa de auditoria, dando indícios de que o tamanho da empresa adquirida, bem como a empresa de auditoria influenciam a divulgação de informações sobre a combinação de negócios.

A variável relativa ao goodwill (percentual do goodwill em relação ao valor da contraprestação transferida) expressa correlação negativa com o índice de *disclosure* INDCOMB parecendo indicar que um maior reconhecimento de goodwill em relação ao valor da transação leva as empresas a divulgarem um menor nível de informação, em consonância com o que

foi observado por Shalev (2009). A correlação entre a variável do percentual de goodwill em relação ao valor da transação e o total dos ativos mostra sinal negativo, sugerindo que empresas de menor porte tendem a reconhecer maior goodwill na transação. De acordo com a verificação de correlação negativa entre a variável indicativa de participação em programas de ADR e o percentual de goodwill identificado em relação ao valor da transação, empresas que listam suas ações em bolsas americanas reconhecem menor goodwill nas transações.

Utilizou-se o software estatístico Stata e o resultado foi o evidenciado na Tabela 3.

Tabela 3 Resultado da regressão

| | Coef. | Std. Err | t | P> t | [95% Conf. Interval] |
|-----------------------|-----------|----------|-------|-------|----------------------|
| ativos | .0152439 | .0201705 | 0.76 | 0.456 | -.0258942 .0563819 |
| goodwill | -.1084677 | .0695888 | -1.56 | 0.129 | -.2503951 .0334597 |
| dispersão | -.1967892 | .1290954 | -1.52 | 0.138 | -.460081 .0665026 |
| auditoria | .245981 | .0921305 | 2.67 | 0.012 | .0580797 .4338824 |
| listagem | .0740528 | .0732194 | 1.01 | 0.320 | -.0752791 .2233848 |
| adr | -.0331007 | .1049792 | -0.32 | 0.755 | -.2472071 .1810058 |
| setor | -.1391803 | .1058138 | -1.32 | 0.198 | -.3549889 .0766283 |
| porte_rel | .4922631 | .1800548 | 2.73 | 0.010 | .1250388 .8594874 |
| _cons | .0865779 | .4391994 | 0.20 | 0.845 | -.8091751 .9823309 |
| Número de Observações | 40 | | | | |
| Estatística F | 1,98 | | | | |
| Valor P | 0,0827 | | | | |
| R quadrado | 0,3383 | | | | |
| R quadrado ajustado | 0,1675 | | | | |

Percebe-se que o modelo com todas as variáveis independentes inclusas não apresenta significância estatística a 95% de confiança de acordo com o teste *F*, havendo, inclusive, problemas de multicolinearidade entre algumas variáveis, como por, exemplo, *adr* e *ativo*. Entretanto, como as variáveis auditoria e porte relativo mostraram-se

significativas, executou-se, em seguida, o procedimento *stepwise* de modo a retirar do modelo as variáveis estatisticamente não significativas e verificar se resultam em um modelo que demonstre poder explicativo. Executando-se, então, o procedimento, obteve-se o resultado apresentado na Tabela 4:

Tabela 4 Resultado da regressão com procedimento *stepwise*

| | Coef. | Std. Err | t | P > t | [95% Conf. Interval] | |
|-----------------------|----------|----------|------|--------|----------------------|----------|
| auditoria | .1867982 | .0797242 | 2.34 | 0.025 | .0252616 | .3483348 |
| porte_rel | .3547538 | .1526599 | 2.32 | 0.026 | .0454355 | .6640721 |
| _cons | .3995629 | .077173 | 5.18 | 0.000 | .2431956 | .5559302 |
| Número de observações | 40 | | | | | |
| Estatística F | 5,42 | | | | | |
| Valor P | 0,0086 | | | | | |
| R quadrado | 0,2266 | | | | | |
| R quadrado ajustado | 0,1848 | | | | | |

O modelo resultante é significativo (estatística *F* = 0,0086), rejeitando-se, portanto, a hipótese nula de que todos os regressores apresentam coeficiente igual a zero. O modelo final apresenta como variáveis estatisticamente significativas o porte da empresa de auditoria, o porte relativo da empresa e o intercepto, no intervalo de confiança de 95%. Com base no teste de multicolinearidade utilizando o teste VIF (*Variation Inflation Factor*), verificou-se que os VIFs encontrados são menores do que 3. De acordo com Gujarati (2006), problemas de multicolinearidade são considerados quando se constata VIF acima de 10. Portanto, no modelo final, com base no teste VIF, não há quaisquer

problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

O modelo indicou problema de heterocedasticidade dos resíduos no teste de Breush-Pagan/Cook-Weisberg. Contudo, de acordo com Wooldridge (2006), a heterocedasticidade não provoca viés ou inconsistência nos coeficientes da regressão nem no *R*², revelando apenas problemas na estatística *t*. Wooldridge (2006) sugere como procedimento corretivo do problema o uso de estatística *t* robusta em relação à heterocedasticidade. Executando-se a regressão robusta no Stata, com apenas as variáveis explicativas auditoria e porte relativo obtém-se o resultado da Tabela 5:

Tabela 5 Resultado da Regressão robusta

| | Coef. | Std. Err | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|-----------------------|----------|----------|------|-------|----------------------|----------|
| auditoria | .1867982 | .0536262 | 3.48 | 0.001 | .0781413 | .2954551 |
| porte_rel | .3547538 | .1171841 | 3.03 | 0.004 | .1173163 | .5921913 |
| _cons | .3995629 | .0478862 | 8.34 | 0.000 | .3025362 | .4965896 |
| Número de observações | 40 | | | | | |
| Estatística F | 13,08 | | | | | |
| Valor P | 0,0001 | | | | | |
| R quadrado | 0,2266 | | | | | |

De fato, observa-se que o modelo continua sendo estatisticamente significativo sem alteração no seu poder expli-

cativo. Também não foram alterados os valores dos coeficientes, apenas na estatística *t* de cada regressor.

5 CONCLUSÕES

O presente trabalho procurou analisar o nível de divulgação das informações relativas às combinações de negócios e os fatores que influenciaram a decisão da empresa em divulgar informações sobre essas operações, no ano em que se iniciou a vigência do pronunciamento técnico CPC 15.

Para testar as hipóteses foram utilizadas variáveis independentes citadas na meta-análise de Ahmed e Courtis (1999) e variáveis de controle referidas na literatura. Verifica-se que o índice de *disclosure* foi baixo. Isso pode ser atribuído ao fato de 2010 ter sido o primeiro ano de vigên-

cia do Pronunciamento Técnico CPC 15 - Combinação de Negócios e, por isso, os preparadores e auditores ainda não estarem bem preparados para aplicar a norma.

Em relação ao porte da empresa adquirente, não se concluiu que empresas de maior porte divulgam mais informações sobre combinações de negócios, resultado divergente do encontrado na maioria das pesquisas internacionais sobre divulgação, mas alinhado com o verificado por Glaum e Street (2003), Street e Bryant (2000) e Street e Gray (2002). Ressalta-se que a presente pesquisa refere-se a uma dimensão específica de divulgação, relacionada às informações sobre combinações de negócios, portanto com características diferentes em relação a outros estudos sobre divulgação já citados. Apesar disso, trata-se de divulgação de informações e, em função disso, comparou-se o resultado com outras pesquisas relativas à divulgação.

Por outro lado, corroborando o que foi constatado na análise da correlação entre as variáveis, confirmou-se que a variável de controle porte relativo mostrou significância estatística com coeficiente positivo, conforme observado por Málaga (2007), indicando que as empresas adquirentes se preocupam em divulgar mais informações sobre combinações de negócios quanto maior for o valor da transação em relação ao total de seus próprios ativos, ou seja, quando o investimento for significativo. Isso parece ser decorrente da preocupação das empresas adquirentes com a influência da empresa adquirida nos seus resultados.

A variável relativa ao *goodwill* reconhecido em relação ao valor da contraprestação transferida não mostrou significância estatística, contrariamente ao verificado por Shalev (2007). Uma possível explicação para a rejeição da hipótese é que a apuração do *goodwill* normalmente é feita com uma alta dose de arbitrariedade ou até mesmo influenciado pela legislação fiscal. Pode-se constatar ainda que, em grande parte das transações, o *goodwill* foi apurado pela diferença entre o valor pago e o seu valor contábil e essa diferença foi justificada integralmente como expectativa de rentabilidade futura.

Não se confirmou a hipótese de que empresas com maior dispersão de capital divulgam mais informações sobre as combinações de negócios, contrariamente ao observado por Leuz e Verrecchia (2000) e Raffournier (1995). Uma hipótese para o resultado é que, mesmo com a dispersão de capital, os acordos de acionistas garantem o controle dessas empresas por um controlador ou um grupo de controle, conforme estudo conduzido por Gorga (2008) e com concentração de controle, não se demandaria *disclosure*.

Os resultados indicam que o porte da empresa de auditoria influencia o nível de divulgação das informações sobre a combinação de negócios, conforme observado por Ahmad et al. (2003). As grandes empresas de auditoria internacional, familiarizadas com as exigências da IFRS 3 no plano internacional, aplicam então esse conhecimento no Brasil, influenciando a divulgação de informações sobre combinação de negócios pelas empresas auditadas.

Por fim, não se confirmou a hipótese de que o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios é influenciado pela participação da empresa adquirente em programas de ADR. Murcia e Santos (2009) encontraram re-

sultados diferentes. Uma justificativa para o resultado divergente é que as empresas utilizadas na análise foram diferentes. Murcia e Santos (2009) utilizaram as 100 maiores empresas listadas na BOVESPA, que publicaram as demonstrações financeiras do exercício de 2007, e, para a presente pesquisa, foram analisadas todas as empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA que, em 2010, reportaram que adquiriam o controle acionário de outras empresas. Além disso, a métrica utilizada por Murcia e Santos (2009) para cálculo do nível de *disclosure* foi baseada em informações divulgadas voluntariamente, ao passo que a presente pesquisa utilizou os itens de divulgação compulsória definidos no CPC 15. Portanto, apesar de ambas analisarem a influência da negociação de ADR no *disclosure*, não são pesquisas similares.

Os resultados obtidos nesta pesquisa proporcionam contribuição aos estudos que vêm recentemente sendo conduzidos no Brasil, relacionados à avaliação sobre os níveis de divulgação de informações contábeis após a adoção das IFRSs e CPCs. Além disso, proporciona evidências em relação ao estudo específico de companhias que realizaram combinações de negócios. Essas transações, conforme discutido na introdução, movimentam grandes volumes de recursos e os usuários das informações contábeis são diretamente afetados pela decorrência de tais operações. Também contribui para os estudos internacionais relacionados à divulgação de informações contábeis, na medida em que oferece evidências empíricas sobre impactos decorrentes da adoção das IFRS no Brasil. Os achados também contribuem para a literatura da área pois oferecem novas evidências sobre o fenômeno da divulgação, estudado tanto internacionalmente quanto no Brasil e sob uma perspectiva bem específica, a da divulgação de informações sobre Combinações de Negócios.

Assim, em termos de consequências práticas para tais usuários, a partir da relação positiva obtida entre o nível de divulgação dessas informações e o porte da empresa de auditoria, é de se esperar que empresas auditadas por *Big Four* produzam uma informação mais transparente ao mercado. Por outro lado, a relação positiva entre o nível de divulgação e o porte relativo da empresa adquirente chama a atenção para o aspecto da relevância das transações realizadas.

Outro aspecto que chama a atenção se refere ao baixo nível de divulgação propriamente dito (e consistente com outras pesquisas que analisaram divulgações obrigatórias), uma vez que o índice foi obtido a partir da verificação da divulgação de informações sobre combinações de negócios tidas como obrigatórias. Embora reconhecendo que o nível de divulgação dessas informações não tenha sido alto pelo fato da novidade da legislação, se não houver um papel ativo por parte dos órgãos reguladores, corre-se o risco de não se avançar na melhoria do nível de informação divulgada, uma vez que norma sem *enforcement* pode ser entendida apenas como sugestão. Os resultados e as conclusões deste estudo tiveram algumas limitações. A primeira delas é que o *disclosure* de informações sobre combinações de negócios ficou limitado ao ano de 2010, que foi o de início de vigência do pronunciamento técnico CPC 15. Por terem sido as primeiras demonstrações financeiras com a obrigatoriedade de atendimento às exigências do CPC 15, é razoável supor

que poderiam ser encontrados erros nas demonstrações financeiras. Acredita-se que pesquisas para um período mais abrangente e com estabilidade das regras dariam maior robustez sobre o nível de *disclosure* e conhecimento sobre a sua evolução. Isso ajudaria os reguladores a avaliarem a necessidade de *enforcement*. Por outro lado, isso não invalida a presente pesquisa, pois esta retrata a situação ocorrida quando do início da vigência do CPC 15. Outra análise que poderia ser aventada seria uma comparação entre o antes e o depois do CPC 15. Entretanto, considerando que o nível de exigência de divulgação desse tipo de informação antes da adoção do CPC 15 era bem menor, tal comparação não seria viável.

A segunda limitação se refere à construção do índice de

divulgação INDCOMB. Embora tal construção tenha se baseado em Shalev (2009) e nos requisitos do CPC 15, trata-se da criação de um constructo não observável diretamente. Adiciona-se a isso o fato de que, na análise de conteúdo das demonstrações financeiras para a elaboração do índice de *disclosure* INDCOMB, o pesquisador se utilizou de uma apreciável dose de julgamento. E, por fim, há que se ressaltar as limitações do modelo econométrico utilizado, uma vez que se restringiu a algumas poucas variáveis independentes que o pesquisador julgou como relevantes para a explicação do nível de *disclosure* da combinação de negócios. A escolha das variáveis foi baseada em estudos anteriores e na necessidade de construir *proxies* para a análise das hipóteses.

Referências

- Ahmad, Z., Hassan S., & Mohammad, J. (2003). Determinants of environmental reporting in Malaysia. *International Journal of Business Studies*, 11, 69-90.
- Ahmed, K., & Courtis, J. K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. *British Accounting Review*, 31, 35-61.
- Archambault, J. J., & Archambault, M. E. (2003). A multinational test of determinants of corporate disclosure. *International Journal of Accounting*, 38, 173-194.
- Ayers, B. C., Schwab, C. M., & Utke, S. (no prelo). Noncompliance with mandatory disclosure requirements: the magnitude and determinants of undisclosed permanently reinvested earnings. *The Accounting Review*.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisa em Administração*, 10(2), 17-38.
- Camargos, M. A., & Coutinho, E. S. A. (2008). Teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *RAC-Eletrônica*, 2(2), 273-295.
- Chatham, M. D. (2008). Assessing the extent of compliance with international accounting standards. *Journal of International Business Research*, 7(1), 61-90.
- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research*, 19(74), 113-124.
- Costa Jr., J. V. (2003). Uma avaliação do nível de evidencição das companhias abertas, no Brasil, no tocante aos instrumentos financeiros. *Revista Contabilidade e Finanças*, 14(32), 23-39.
- Deangelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 183-199.
- Devalle, A., & Rizzato, F. (2012). The quality of mandatory disclosure: the impairment of goodwill. An empirical analysis of european listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 2, 101-108.
- Dumontier, P., & Raffournier, B. (1998). Why firms comply voluntarily with IAS: an empirical analysis with Swiss data. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 9(3), 216-245.
- Dyè, R. A. (2001). An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 181-235.
- Glaum, M., & Street, D. L. (2003). Compliance with the disclosure requirements of Germany's new market: IAS versus US GAAP. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14, 64-100.
- Gorga, E. (2008). *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries* (working paper). Recuperado em 1º de março de 2001, de http://scholarship.law.cornell.edu/clso_papers/42
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria Básica* (4a ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hodgdon, C., Tondkar, R. H., Harless, D. W., & Adhikari, A. (2008). Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast errors. *Journal of International Accounting and Taxation*, 17, 1-13.
- Kent, P., & Stewart, J. (2008). Corporate governance and disclosures on the transition to international financial reporting standards. *Accounting and Finance*, 48, 649-671.
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Leftwich, R. (1980). Market failure fallacies and accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 2, 193-211.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.
- Leuz, C., & Wysocki, P. (2008). *Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research* (working paper). Recuperado em 1º de março de 2011, de <http://ssrn.com/abstract=1105398>
- Lima, G. A. S. F. (2009). Nível de evidencição x custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade e Finanças*, 20(49), 95-108.
- Lopes, A. B., & Rodrigues, L. L. (2007). Accounting for financial instruments: an analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The Journal of Accounting*, 42(1), 25-56.
- Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: nível de evidencição das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade e Finanças*, 17, 65-79.
- Málaga, F. K. (2007). *Estudo do risco sistêmico das empresas resultantes de fusões e aquisições e as expectativas dos investidores e dos gestores*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Malaquias, R. F., Lemes, S., Carvalho, L. F., & Tavares, M. (2012). Disclosure of financial instruments and capital cost of Brazilian companies. *Asian Journal of Business and Management Sciences*, 1(9), 16-27.
- Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., Coelho, A. C. D., & Meneses, A. F. (2011). Determinantes do nível de *disclosure* de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. *Revista Contabilidade e Finanças*, 22(57), 263-278.
- Marston, C. L., & Shrivies, P. J. (1991). The use of disclosure indices in accounting research: a review article. *British Accounting Review*, 25, 195-210.
- Martins, E., & Iudicibus, S. (2011). Intangível: sua relação contabilidade/direito - teoria, estruturas conceituais e normas - problemas fiscais de hoje. In A. B. Lopes, & R. Q. Mosquera (Coord), *Controvérsias jurídico-contábeis (aproximações e distanciamentos)* (Vol. 2). São Paulo: Dialética.

- Murcia, F. D., & Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), 72-95.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, 4, 261-280.
- Robinson, J. R., Xue, Y., & Yu, Y. (2011). Determinants of disclosure noncompliance and the effect of the SEC review: evidence from the 2006 mandated compensation disclosure regulations. *The Accounting Review*, 86(4), 1415-1444.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 19(48), 37-49.
- Schipper, K. (2007). Required disclosures in financial reports. *The Accounting Review*, 82(2), 301-326.
- Shalev, R. (2007). *Managerial discretion in business combinations reporting under SFAS 141*. Tese de doutorado, Graduate School of Arts and Science, Columbia University, Ann Arbor, MI.
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. *The Accounting Review*, 84(1), 239-270.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 46, 120-138.
- Street, D. L., & Bryant, S. M. (2000). Disclosure level and compliance with IASs: a comparison of companies with and without US listings and filings. *International Journal of Accounting*, 35(3), 305-329.
- Street, D. L., & Gray, S. J. (2002). Factors influencing the extent of corporate compliance with International Accounting Standards: summary of a research monograph. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 11, 51-76.
- Tsalavoutas, I., Evans, L., & Smith, M. (2010). Comparison of two methods for measuring compliance with IFRS mandatory disclosure requirements. *Journal of Applied Accounting Research*, 11(3), 213-228.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.
- Wallace, R. S. O., & Naser, K. (1995). Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13, 311-368.
- Wiseman, J. (1982). An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports. *Accounting Organization and Society*, 7(1), 53-63.
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Pioneira Thomson Learnig.
- Yeoh, J. (2005). Compliance with mandatory disclosure requirements by New Zealand listed companies. *Advances in International Accounting*, 18, 245-262.