

## Determinantes do *disclosure* das motivações das combinações de negócios: evidências do mercado acionário do Brasil

André Porfírio de Almeida

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina, Brasil

Suliani Rover

Professora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina, Brasil

### Resumo

Os objetivos da pesquisa consistiram em descrever os motivadores das combinações de negócios e analisar os atributos que influenciam a divulgação desses motivos. A análise dos motivadores das combinações de negócios gerou um *rank* de motivações: 1ª posição – motivadores de gestão; 2ª posição – motivadores de eficiência; 3ª posição – motivadores estruturais; 4ª posição – motivadores de mercado; e por último, a 5ª posição foi representada por motivadores de competitividade. Os resultados das correlações de *Pearson* e da Regressão Linear Múltipla *Backward* indicaram que empresas mais jovens e com menor estrutura de ativos possuem menos motivos para realizarem combinações de negócios.

**Palavras-chave:** *disclosure*; combinações de negócios; motivadores.

**Área temática:** Informação financeira e normalização contabilística.

### 1. Introdução

A competitividade corporativa tem impulsionado empresas a recorrerem a operações societárias como forma de se manterem vivas no mercado (Coletti & Czelusniak, 2017). No contexto brasileiro, tem-se computado um grande número de operações de combinações de negócios entre firmas (Costa & Amorim Júnior, 2020). Em vista disso, um dos grandes desafios da contabilidade, na seara das combinações de negócios, é o de fornecer informações sobre esses contratos para que os usuários da informação contábil tomem decisões (Santos, Calíope & Coelho, 2015).

Apesar da complexidade de uma combinação de negócios, esses acordos se tornaram uma ferramenta importante para expansão de negócios nacionais e no exterior (Campos *et al.*, 2021). Em muitos casos, para se adaptarem a mudanças institucionais e econômicas, as firmas recorrem a combinações de negócios como ferramenta de estratégia corporativa. São transações que remodelam as dinâmicas das corporações e esses processos envolvem grandes cifras no Brasil (Romano & Almeida, 2015).

Souza, Rover e Borba (2016) formularam exemplo de combinações de negócios como operações de aquisições realizadas entre sociedades. São transações relevantes para o meio social e econômico, e por isso, chamam a atenção de normatizadores para que essas transações revelem a sua essência econômica (Souza, Rover & Borba, 2016).

Por essa via, Souza (2016) destaca que uma combinação de negócios ocorre quando uma empresa obtém o controle de um ou de mais negócios de outra, como acontece nas operações de aquisições societárias. Esses acordos se originam de transações onde um comprador adquire o controle de uma ou mais empresas, sem a exigência de uma contraprestação correlata; e quando existe essa exigência, ela pode ser cumprida mediante

pagamento ou promessa de dinheiro, ou até mesmo, por meio da entrega de ações (Souza, Rover & Borba, 2016).

Pesquisas recentes sobre combinações societárias têm abordado os temas: a) quesitos de práticas de gestão; b) tópicos de desempenho; c) estudo sobre localização geográfica das empresas; d) geração de valor para *stakeholders* e *shareholders*; e) características das operações; f) questões de estratégia; g) razão de sucesso; h) causas de fracasso; i) impacto da combinação de negócios sobre a gestão; j) apontamentos sobre incertezas dessas transações; e k) comparativos temporais das operações societárias (Alexandridis, Antypas & Travlos, 2017; Amewu & Alagidede, 2018; Attah-Boakye *et al.*, 2021; Bari, Fanchen & Baloch, 2016; Battisti *et al.*, 2021; Bohada & Romero, 2019; Borodin *et al.*, 2020; Cai, Tian & Xia, 2016; Capece *et al.*, 2017; Delis *et al.*, 2022; Hossain, Pham & Islam, 2021; Simpson & Sariol, 2022).

Apesar de alguns estudos sobre a temática, é oportuno identificar a forma pelas quais as motivações dessas operações são construídas, dado que poucas empresas de capital aberto no Brasil divulgam informações em seus relatórios sobre as motivações dessas transações (Castro & Oliveira, 2016).

Souza, Rover e Borba (2016) apuraram em seu estudo que empresas brasileiras de capital aberto possuem baixo índice de divulgação de informações sobre combinações de negócios. Aparentemente, o nível de prestação de informações sobre combinações de negócios no Brasil ainda é escasso para demonstrar uma visão adequada dessa operação aos investidores (Souza & Borba, 2016).

Portanto, a justificativa ou motivador das operações de combinações de negócios contribuem para que os acionistas entendam os reais objetivos dessas transações, com o intuito de compreenderem os benefícios que combinação de negócios pode gerar (Coletti & Czelusniak, 2017). Nesse sentido, pesquisadores verificaram fatores motivadores de operações combinações de negócios: Xie, Reddy e Liang (2017), Brug e Sahib (2018), Christofi *et al.*, (2019), Chen *et al.*, (2020), D'Alauro (2020); Hossain, (2021), Fikru e Gautier (2021) e Lu (2021). Os estudos apontam exemplos das motivações como: planejamento tributário, eficiência, inovação tecnológica, melhora na qualidade do serviço e no desempenho organizacional, fatores legais/normativos e competitividade.

Pesquisas têm evidenciado que fatores motivacionais podem impactar a eficiência desses acordos (Davis, 2013). Dessa forma, quais são os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto? Quais os determinantes dessas evidenciações? Logo, a pesquisa busca descrever os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto e analisar os atributos que influenciam a divulgação desses motivos.

Nesta esteira, a pesquisa se classifica por uma vertente objetivista (realidade social sólida, externa e objetiva; buscando explicar relações), partindo de uma visão ontológica realista, epistemológica positiva, de natureza humana determinista, com uma metodologia nomotética (Burrell & Morgan, 1979; Lopes & Vasconcellos, 2010; Prolo, Lima & Silva, 2018).

No que se refere a justificativa teórica do trabalho, devido ao crescimento desses acordos nos últimos anos no Brasil, a temática combinação de negócios foi acolhida haja vista a necessidade de pesquisas que capturem os reflexos das combinações societárias sobre as corporações e seus usuários (Bomfim & Callado, 2016).

Sobre a justificativa geográfica do estudo, o Brasil é um país oportuno para ser analisado acerca da questão de transparência de informações, dado que a nação enfrentou crises advindas de corrupção e falta de divulgação de algumas informações contábeis para usuários externos (Souza & Borba, 2016).

Acerca da justificativa prática do estudo, combinações de negócios podem promover inovação tecnológica, atraindo assim, a visão de investidores internacionais (Christofi *et al.*,

2019); por isso, o estudo de seus fatores e impactos pode ser importante para o país no qual a operação é realizada (mediante diagnóstico na empresa adquirente nacional).

O trabalho alcança justificativa social ao passo que dialoga sobre 5 setores da economia que estão sobre objeto de estudo da Agenda 2030 da Organização das Nações Unidas (2022). Desse modo, a pesquisa contempla 4 objetivos da agenda ONU que estão relacionados a cinco setores da economia (alimentos, agricultura, serviços médicos, educação e energia elétrica) porque algumas empresas desses segmentos foram inseridas no campo analítico do trabalho.

Assim, a pesquisa contribuirá com esses segmentos em escala informacional, pois estuda as combinações de negócios no contexto do *disclosure* dos motivadores, podendo influenciar na melhoria e na efetividade das práticas de evidenciação das corporações desses setores.

O estudo apresenta contribuições práticas e sociais porque poderá fornecer para acionistas informações sobre os motivos das combinações de negócios (Camargos & Barbosa, 2009) no contexto corporativo brasileiro, podendo inspirar a realização de outros acordos societários entre outras firmas. A pesquisa fornece também contribuições teóricas, uma vez que enriquece literaturas passadas sobre combinações de negócios em setores específicos da economia (Fikru & Gautier, 2021; Shen *et al.*, 2021).

## **2. Sustentações Teóricas**

### **2.1 Combinações de Negócios e motivadores dessas operações**

As combinações de negócios datam de muito tempo no contexto empresarial, porque desde que empresas foram criadas é normal que firmas operem em aquisições e vendas de outras empresas (Costa & Amorim Júnior, 2020). Surgiram no final do século XVIII e no começo do século XIX, com origens motivadas pela Revolução Industrial, onde se observava uma grande concentração e reconfiguração de estruturas patrimoniais (Camargos & Barbosa, 2003). Em 1990, esses acordos eram utilizados como mecanismos de reestruturação de companhias para concorrência internacional (Macohon, Zittei & Klann, 2016).

São campos ricos para estudos de questões, conceitos e multidisciplinares, dado que se emergem em disciplinas societárias, tributárias e econômicas; bem como em temas específicos relacionados a Finanças Corporativas (Vieira, 2018). As combinações de negócios promovem impactos em empregados, clientes e fornecedores que se relacionam com a firma, além de capturarem a atenção do mercado de ações e de acadêmicos (Nakayama & Salotti, 2014).

Assim, as combinações de negócios são acordos entre corporações que ainda geram grande debates quando o assunto é o efeito gerado no desempenho organizacional de empresas que se inserem nessas tratativas (Bomfim & Callado, 2016).

Para Beuren, Moura e Theis (2016), existem várias formas de estruturação das combinações de negócios de acordo com aspectos legais, servindo de exemplo os processos de fusões e aquisições. Pelas visões de Valera *et al.*, (2017), as combinações de negócios são acordos em que uma empresa adquire o controle da outra, com vistas a gerar resultados para proprietários e investidores.

Essas operações acontecem quando dois ou mais empreendimentos se unem por meio de interesses empresariais, mediante incorporação, aquisição ou fusão, por exemplo, com o objetivo de melhoria de negócios, manutenção de clientes e aumento de lucratividade (Gonçalves & Marinho, 2016).

O tema, de aderência internacional, tem sido pesquisado na Alemanha, na Finlândia, na Itália e na China, por exemplo (Dias & Jorge, 2016; D'Alauro, 2020; Keller, 2010; Shen *et al.*, 2021). No oriente médio, Ahmed e Ahmed (2014) avaliaram em que medida as fusões e aquisições de empresas paquistanesas influenciavam na posição de capital de empresas de

diferentes indústrias da economia paquistanesa, como: têxtil, fiação e tecelagem, cimento, automóveis, eletrônica, produtos químicos e açúcar.

Amewu e Alagidede (2018) analisaram a criação de valor das combinações de negócios aos *shareholders* africanos. Bohada e Romero (2019) estudaram as características específicas dos processos de alianças societárias na América Latina. Battisti *et al.*, (2021) exploraram o passado, o presente e o futuro das reconfigurações societárias no Oriente Médio e no Norte da África, mediante uma revisão literária. Delis *et al.*, (2022) examinaram as práticas de gestão que determinaram o sucesso das combinações de negócios entre empresas estadunidenses.

Embora a academia perceba a importância desses estudos sobre a temática, até o presente momento, não foram detectados trabalhos que descrevam os motivadores das combinações de negócios e que busquem estudar relações acerca dos atributos das motivações. Castro e Oliveira (2016) discorrem que é necessário que empresas que realizaram as combinações de negócios demonstrem os reais motivos da ocorrência dessas alianças societárias.

Mas afinal, por que as combinações de negócios ocorrem ao redor do mundo?

Alguns autores em nível internacional destacaram os motivadores dessas operações: vantagem competitiva (Camargos & Barbosa, 2009; Fikru & Gautier, 2021; Hossain, 2021; Leggio & Lien, 2000; Shen *et al.*, 2021); inovação tecnológica (Christofi *et al.*, 2019; Fikru & Gautier, 2021; Lu, 2021); descoberta de novos mercados (Hossain, 2021); ambiente geográfico (Fikru & Gautier, 2021; Xie, Reddy & Liang, 2017); eficiência (Kwoka & Pollitt, 2010); cooperativismo (Somaiya & Savani, 2019); estratégia (Hossain, 2021; Shen *et al.*, 2021); desempenho organizacional (Camargos & Barbosa, 2009; Christofi *et al.*, 2019; Hossain, 2021; Kwoka & Pollitt, 2010; Lu, 2021; Xie, Reddy & Liang, 2017); ambiente cultural (Xie, Reddy & Liang, 2017); sinergia organizacional (Brug & Sahib, 2018); financiamento empresarial (Chen *et al.*, 2020); custos (Fikru & Gautier, 2021); sustentabilidade (Lu, 2021); qualidade do serviço (Peterson & McDermott, 2007); expectativas de retorno (Peterson & McDermott, 2007); fatores administrativos ou técnicos (Kwoka & Pollitt, 2010; Peterson & McDermott, 2007); ambiente institucional (D'Alauro, 2020; Xie, Reddy & Liang, 2017); leis e normativos (Brug & Sahib, 2018; D'Alauro, 2020; Ferreira & Callado, 2015; Xie, Reddy & Liang, 2017); ambiente tributário (Xie, Reddy & Liang, 2017); e ambiente contábil (Xie, Reddy & Liang, 2017).

Pesquisadores brasileiros também dialogaram sobre os motivadores das combinações de negócios. Gonçalves e Cintra (2020) destacam que empresas realizam aquisições societárias com vista a sobreviverem ativas no mercado, que com o passar dos anos se tornou cada vez mais competitivo devido a fatores tecnológicos da globalização. São operações nas quais uma empresa compra o controle dos ativos ou adquire parte de outra corporação (Beuren, Moura & Theis, 2016).

Santos e Neves (2019) destacam que os acordos societários são utilizados, em muitos casos, para que empresas otimizem seus resultados, com vista a se manterem estáveis no mercado e alcancarem melhores rendimentos.

Gonçalves e Marinho (2016) apontam que combinações de negócios podem ocorrer com objetivos de aumento de lucratividade e fortalecimento da sinergia empresarial. Macohon, Zittei e Klann (2016) destacam que as reconfigurações societárias melhoram o desempenho organizacional das empresas envolvidas na transação.

Beuren, Moura e Theis (2016) comunicam que expansão de mercados, diversificação de carteiras e aumento de eficiência são temas que estão inseridos nas motivações das reconfigurações societárias. Camargo e Costa (2018) frisam que avanços tecnológicos, melhora no desempenho econômico e financeiro e concorrência são exemplos de motivadores de reorganizações entre firmas.

Costa e Amorim Júnior (2020) comunicam que combinações de negócios podem acontecer por conta de inovação, expansão de mercados, planejamento tributário e estratégia. Gonçalves e Cintra (2020) informam que reorganizações societárias podem ser geradas para melhorar o desempenho das organizações.

Campos *et al.*, (2021) informam que as operações de alianças societárias podem acontecer por vários fatores: a) por redução de custos; b) por conta de fatores contábeis; c) para expansão da carteira de clientes; d) para aumento de capital; e e) para melhorar a eficiência da firma.

Consequentemente, espera-se que os motivadores evidenciados pelas companhias brasileiras de capital aberto caminhem em direção à literatura apontada nesse barco teórico. Após essa análise, atributos das empresas de capital aberto serão utilizados na tentativa de constatar quais os determinantes da divulgação dos motivadores de incorporações e aquisições no Brasil.

Dessa forma, com vistas a identificar possíveis reflexos na divulgação das motivações das combinações de negócios das firmas abertas, sete hipóteses de pesquisa foram levantadas.

A constituição social da empresa foi uma variável testada no estudo de Nakayama e Salotti (2014) para averiguar uma possível explicação sobre o nível de *disclosure* de informações acerca de combinação de negócios. A ideia é saber se a constituição social da empresa adquirida (sociedade aberta, fechada ou limitada) influencia na combinação de negócios.

Acredita-se que quando empresas são da mesma constituição social, a sinergia da combinação de negócios aumenta, e assim, uma possível relação linear positiva entre os motivadores das combinações de negócios e a *proxy* pode ser esperada. Por esse meio, esses argumentos dão força a primeira hipótese do estudo:

H1: os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto se relacionam de forma linear e positiva com a constituição social da empresa adquirente quando as empresas são de mesma origem empresarial.

Para Arcanjo, Azevedo & Mendonça (2019), uma combinação de negócios é vantajosa quando o valor das sinergias entre as empresas envolvidas é superior ao valor negociado na transação, buscando a geração de maiores resultados para as empresas. Logo, a idade da firma adquirente pode influenciar de forma negativa a sinergia da combinação de negócios com a empresa adquirida. Em termos de maturidade corporativa, a experiência da empresa adquirente é um fator primordial, dado que aquisições mal planejadas podem incorrer em grandes perdas (Hossain, 2021).

O enfoque dessa hipótese é investigar se empresas adquirentes menos maduras possuem mais sucesso em combinações de negócios do que empresas mais experientes. Ademais, a *proxy* foi utilizada em estudos de determinantes do disclosure corporativo como D'Amico (2016), Mio *et al.*, (2020) e Gallego-Álvarez e Pucheta-Martínez (2022). Por esses fundamentos, a segunda hipótese da pesquisa é:

H2: os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto se relacionam de forma linear e negativa com a idade das empresas adquirentes.

De acordo com Xie, Reddy e Liang (2017) e Fikru e Gautier (2021) as combinações de negócios são realizadas em muitos casos por questões territoriais. Cai, Tian e Xia (2016) examinaram se a localização geográfica das corporações influenciaria na geração de valor de combinações de negócios entre empresas nos Estados Unidos.

Dado que a sinergia das empresas envolvidas é uma questão considerável em uma combinação de negócios (Arcanjo, Azevedo & Mendonça, 2019; Brug & Sahib, 2018; Gonçalves & Marinho, 2016;) por essa concepção, quando uma firma adquirente reside na mesma localização geográfica que a empresa adquirida, a possibilidade de sucesso da combinação de negócios tende a ser maior, dado que um dos motivos das combinações de negócios é a redução de custos (Campos *et al.*, 2021; Fikru & Gautier, 2021). Com isso, a terceira hipótese do trabalho é:

H3: os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto se relacionam de forma linear e positiva quando as empresas residem na mesma região do Brasil (Norte, Sul, Centro-Oeste, Sudeste e Nordeste).

Nakayama e Salotti (2014) identificaram que o tamanho da empresa influencia no nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios. Beuren, Moura e Theiss (2016) apuraram que a *proxy* pôde explicar a remuneração de executivos de empresas que realizaram esses acordos societários.

Espera-se um comportamento linear negativo entre o tamanho da empresa e os motivadores das combinações de negócios, pois em muitos casos, essas operações demonstram-se inconclusivas em termos de ganhos socioeconômicos (Brug & Sahib 2018; Hossain, 2021), dado que a estrutura da empresa adquirente é um fator relevante em uma combinação de negócios, onde empresas de pequeno porte talvez não consigam concluir a operação por conta de sua capacidade técnica e financeira. Além disso, em cada segmento da economia, combinações de negócios se apresentam de formas distintas e específicas (Guo, Yang, & Wang, 2021; Hossain, 2021). Logo, a quarta hipótese do estudo é:

H4: os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto se relacionam de forma linear e negativa com o tamanho das empresas adquirentes.

D'Amico (2016) identificou que sensibilidade do setor é uma observação válida quando analisamos influências sobre a divulgação corporativa na Itália. No Brasil, Rover, Murcia e Souza (2015) apuraram que o setor influencia positivamente a evidenciação de empresas de capital aberto.

O fator setorial é um quesito que se relaciona com a sinergia das empresas na transação societária, pois a maioria das combinações de negócios buscam ganhos de escala em sinergia operacional (Brug e Sahib, 2018). Quando empresas são do mesmo setor, por exemplo, corporações x e y do setor de alimentos, a sinergia das combinações de negócios pode aumentar, uma vez que a proximidade de atividade entre as entidades pode ser um fator de sucesso em uma aquisição ou incorporação. Portanto, essas justificativas originam a quinta hipótese da pesquisa:

H5: os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto se relacionam de forma linear e positiva quando as empresas são do mesmo setor.

### 3. Estratégias metodológicas

Para atender aos objetivos propostos no trabalho, a pesquisa foi projetada por estratégias qualitativas-quantitativas, descritivas, bibliográficas e documentais (Gil, 2019; Martins & Theóphilo, 2018), mediante o uso de ferramentas de exame, avaliação e certificação de informações e dados.

O período de análise do objeto de pesquisa (combinações de negócios) compreendeu-se entre 2010 e 2019. O ano de 2010 foi escolhido em virtude da adoção das normas internacionais de contabilidade no Brasil, dado que foram alterados critérios de divulgação de acerca das combinações de negócios. O período fim de análise deu-se em 2019, quando informações acerca das combinações de negócios poderiam ter sido afetadas devido a crise mundial de COVID-19.

Portanto, o período temporal dos dados da pesquisa se inicia no processo de convergência no Brasil e termina com o início da pandemia de COVID-19. Por essa via, o trabalho analisa o comportamento de 10 anos das combinações de negócios.

As empresas de capital aberto do Brasil foram escolhidas devido as exigências de divulgação de informações que são requeridas para que essas empresas operarem no mercado, onde espera-se que haja um fluxo satisfatório de evidenciação.

A pesquisa abarca 75 setores da economia brasileira, mediante divulgação da base de dados da Comissão Valores Mobiliários do Brasil (CVM) abas – Informações sobre companhias > Consulta de documentos de companhias registradas (abertas, estrangeiras e incentivadas), dispensadas de registro e BDR não patrocinado > Setor de Atividade.

Após análise dos segmentos, excluiu-se 38 setores, pois se referiam a empresas administradoras de investimentos/participações e não apresentaram estruturas contábeis similares aquelas normalmente apresentadas por outras empresas do mercado brasileiro. Ademias, outros 12 setores da economia foram excluídos por não apresentarem combinações de negócios no período de análise da pesquisa.

Desse modo, a pesquisa considerou 25 setores da indústria, conforme dados da CVM: 1) Agricultura; 2) Alimentos; 3) Bancos; 4) Bolsa de Valores; 5) Brinquedos e Lazer; 6) Comércio; 7) Comum. e Informática; 8) Constr. Civil, Mat., Decor.; 9) Educação; 10) Embalagens; 11) Energia Elétrica; 12) Farmacêutico e Higiene; 13) Hospedagem e Turismo; 14) Intermediação Financeira; 15) Máquinas e Equipamentos; 16) Metalurgia e Siderurgia; 17) Papel e Celulose; 18) Petróleo e Gás; 19) Petroquímicos e Borracha; 20) Securitização de Recebíveis; 21) Seguradoras e Corretoras; 22) Serviços de Trans. e Logística; 23) Serviços Médicos; 24) Telecomunicações e 25) Têxtil e Vestuário.

As combinações de negócios foram selecionadas mediante a análise dos documentos AGE (Assembleias Gerais Extraordinárias), extraídos da CVM, abas - Informações sobre companhias > Consulta de documentos de companhias registradas (abertas, estrangeiras e incentivadas), dispensadas de registro e BDR não patrocinado > Setor de Atividade > Período de Entrega > Categoria > Assembleia.

Do exame dos documentos AGE's, extraiu-se 284 Protocolos de Incorporação, Fusão ou Cisão; 222 Justificações de Incorporação, Cisão ou Fusão (222 documentos) e 164 Protocolos e Justificações de Incorporação, Fusão ou Cisão por setor, denominados na pesquisa como Protocolos de Combinação de Negócios (PCN). Desse modo, 670 documentos das sociedades anônimas brasileiras foram examinados durante o período de julho de 2022 a março de 2023.

Após a análise desses dados, observou-se que alguns documentos se referiam a outras informações que não dialogavam sobre combinações de negócios, e, portanto, 247 documentos foram excluídos da amostra. Nessa medida, o trabalho analisou 423 documentos societários. Outra análise realizada foi a de constatar se a operação se enquadraria em uma combinação de

negócios (aquisição, incorporação ou fusão) ou em uma reorganização societária (quando não se há transferência de controle da empresa adquirida). Para tanto, estudou-se as Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) das empresas adquirentes que divulgaram as AGE's tendo por base os conceitos do CPC 15 – Combinação de negócios e do CPC 36 – Demonstrações Contábeis Consolidadas, que orientam a ocorrência de uma combinação de negócios.

Foram consideradas apenas incorporações ou aquisições de empresas adquirentes que apresentaram PCN mais indicação da operação em Notas Explicativas da empresa (na DFP). A rigidez na seleção das combinações de negócios se justifica porque, em diversos casos, os PCN divulgados pelas empresas acabam não se transformando em combinação de negócios por desistência, ou até mesmo por impedimentos regulatórios.

Dessa forma, após exame de informações por segmento, a pesquisa computou 140 combinações de negócios durante o período de 2010-2019, como demonstrado na tabela 1:

Tabela 1. Quantitativo das combinações de negócios das firmas por segmento (2010-2019).

Segmento	Número de operações	Segmento	Número de operações
Agricultura, Açúcar e Cana	15	Intermediação Financeira	1
Alimentos	6	Máquinas e Equipamentos	8
Bancos	2	Metalurgia e Siderurgia	2
Bolsa de Valores	1	Papel e Celulose	6
Brinquedos e Lazer	2	Petróleo e Gás	5
Comércio	6	Petroquímicos e Borracha	7
Comunicação e Informática	11	Securitização de Recebíveis	2
Construção Civil e Mat. Construção	10	Seguradoras e Corretoras	1
Educação	1	Serviços de Trans. e Log.	11
Embalagens	1	Serviços Médicos	21
Energia Elétrica	2	Telecomunicações	3
Farmacêutico e Higiene	8	Têxtil e Vestuário	5
Hospedagem e Turismo	3	<b>Total de operações</b>	<b>140</b>

Fonte: dados da pesquisa.

A tabela 2 evidencia o quantitativo de empresas adquirentes que realizam combinações de negócios no período de 2010 a 2019.

Tabela 2. Quantitativo de empresas de capital aberto adquirentes nas combinações por setor (2010-2019).

Segmento	Nº de firmas	Segmento	Nº de firmas
Agricultura, Açúcar e Cana	6	Intermediação Financeira	1
Alimentos	2	Máquinas e Equipamentos	5
Bancos	1	Metalurgia e Siderurgia	1
Bolsa de Valores	1	Papel e Celulose	3
Brinquedos e Lazer	1	Petróleo e Gás	2
Comércio	4	Petroquímicos e Borracha	4
Comunicação e Informática	3	Securitização de Recebíveis	1
Construção Civil e Mat. Construção	6	Seguradoras e Corretoras	1
Educação	1	Serviços de Trans. e Log.	7
Embalagens	1	Serviços Médicos	5
Energia Elétrica	2	Telecomunicações	2
Farmacêutico e Higiene	3	Têxtil e Vestuário	4
Hospedagem e Turismo	1	<b>Total de operações</b>	<b>68</b>

Fonte: dados da pesquisa.



De maneira geral, 68 empresas de capital aberto realizaram combinações de negócios com 140 empresas, segregadas em sociedades anônimas abertas, sociedades anônimas fechadas e de sociedade empresária limitada. Por essa via, a pesquisa analisou 140 combinações de negócios que ocorreram entre 208 empresas, durante o período de 2010-2019.

O próximo passo foi o de analisar os motivadores das combinações de negócios que foram extraídos dos PCN e das Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras Padronizadas das empresas adquirentes. Após seu computo, os motivadores das combinações de negócios foram classificados em categorias de forma a sintetizar e melhorar a demonstração dos resultados dessa observação.

As justificativas das operações foram classificadas em cinco categorias (motivadores de mercado, motivadores de competitividade, motivadores estruturais, motivadores de eficiência e motivadores de gestão) com base no texto do motivador extraído dos PCN e em Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras Padronizadas. O quadro 1 demonstra o conceito aplicado aos motivos.

Quadro 1. Diretrizes de classificação dos motivadores das combinações de negócios.

Motivadores	Descrição do catálogo de motivadores
Motivadores de mercado	motivadores que se relacionam com práticas de expansão de mercado, bem como operações que se justifiquem por melhorias na gestão dos valores das ações para os investidores/sócios.
Motivadores de competitividade	motivadores relacionados com o aperfeiçoamento da gestão estratégica de investimentos, por meio de práticas de otimização de mercado.
Motivadores estruturais	motivadores relacionados com a expansão da estrutura física, de capital e societária da fempresa.
Motivadores de eficiência	motivadores relacionados com quesitos de sinergia, eficiência, benefícios econômicos e ganhos de escala da combinação de negócios.
Motivadores de gestão	motivadores relacionados com justificações operacionais, administrativas, financeiras, contábeis, fiscais e outros atributos da gestão empresarial.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com vistas a identificar os atributos determinantes da divulgação dos motivadores das combinações de negócios no Brasil, foi adotado um modelo de regressão linear múltipla *Backward*, conforme equação 1:

$$\text{MOTCB}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONST}_{it} + \beta_2 \text{IDADE}_{it} + \beta_3 \text{REGIA}_{it} + \beta_4 \text{Ln TAMAN}_{it} + \beta_5 \text{SETOR}_{it} + \beta_6 \text{LICOR}_{it} + \beta_7 \text{ENDIV}_{it} + U_{it} \quad (1)$$

Onde:

MOTCB= quantitativo de motivador ou motivadores das combinações de negócios;

CONST= constituição social da adquirida no momento da combinação de negócios;

IDADE= idade da empresa adquirente no momento da combinação de negócios;

REGIA= locais onde as empresas residem no momento da combinação de negócios;

TAMAN = Ln do tamanho da empresa adquirida no momento da combinação de negócios;

SETOR = Setor da empresa adquirente no momento da combinação de negócios;

LICOR = indicador de liquidez corrente da empresa adquirente no momento da combinação de negócios;

ENDIV = indicador de endividamento da empresa adquirente no momento da combinação de negócios; e

U= termo de erro da modelagem estatística.

O nome da variável, a sigla, a fonte e a operacionalização de cada item estão evidenciados no quadro 2.

Quadro 2. Descrição das variáveis utilizadas modelo de regressão múltipla Backward.

Variável	Sigla	Fonte	Operacionalização	Hipóteses
Motivadores das combinações de negócios	MOTCB	Protocolos de Combinação de Negócios + NE's.	Quantidade de motivadores das combinações de negócios.	-
Constituição Social	CONST	Sítio da Redesim	1 quando a empresa adquirida é da mesma constituição social da adquirente, caso contrário, 0.	1ª hipótese de pesquisa
Idade da empresa adquirente	IDADE	Sítio da Redesim	Idade da empresa adquirente, tendo como data fim 2023.	2ª hipótese de pesquisa
Região das empresas	REGIA	Sítio da Redesim	1 em caso de as empresas serem da mesma região do Brasil; caso contrário, 0.	3ª hipótese de pesquisa
Tamanho da empresa	TAMAN	Sítio da Redesim	Logaritmo natural do tamanho do ativo total da adquirente.	4ª hipótese de pesquisa
Setor das empresas	SETOR	Sítio da Redesim	1 quando a empresa adquirente for do mesmo setor da adquirida; caso contrário, 0.	5ª hipótese de pesquisa
Liquidez corrente	LICOR	DFP's + Economática	Ativo Circulante ÷ Passivo Circulante	Variável de controle
Endividamento	ENDIV	DFP's + Economática	Passivo Circulante ÷ Capitais de Terceiros	Variável de controle

Fonte: dados da pesquisa.

O método Backward foi escolhido devido seu uso por alguns estudos recentes que analisam os determinantes do *disclosure* de informações corporativas, como Mousa e Elamir (2018), Bhatia e Makkar (2019) e Ezat (2020). Antes disso, correlações de Pearson foram utilizadas para identificar possíveis associações entre as variáveis elencadas.

Com vistas a testar a qualidade dos itens da modelagem estatística, serão aplicados testes para avaliar: a existência do modelo (ANOVA), a significância dos parâmetros (Wald), a autocorrelação entre os resíduos (Durbin-Watson), a normalidade dos resíduos (Shapiro-Wilk), o percentual da variável dependente que é explicado pelas variáveis exploratórias (Coeficiente de Determinação Múltipla), o nível de multicolinearidade entre as variáveis regressoras (Tolerance e FIV) e a homocedasticidade entre os resíduos (Teste de Levene). Para analisar os dados, levou-se em consideração um p\_value de 5% de significância estatística.

Para a realização dos testes estatísticos, bem como para o processamento de dados da modelagem estatística, a pesquisa fez uso do software da IBM Corporation SPSS Statistics versão 26.

## 4. Apresentação e discussão dos resultados

### 4.1 Estatística descritiva das amostras de pesquisa

A tabela 3 demonstra a distribuição anual (por setores) das 140 combinações de negócios que ocorreram no período de 2010-2019:

Tabela 3. Demonstrativo anual das combinações de negócios por segmento econômico.

Ano	N	%	Combinações de negócios por seguimento
2010	22	15,71%	Agricultura (2), Comum. e Informática (4), Construção Civil (2), Farmacêutico e Higiene (3), Intermediação Financeira (1), Máquinas e Equipamentos (3), Metalurgia e Siderurgia (2), Petróleo e Gás (1), Petroquímicos e Borracha (2), Serviços de Trans. e Logística (1) e Serviços Médicos (1).
2011	19	13,57%	Agricultura (3), Bancos (1), Comércio (3), Construção Civil (2), Farmacêutico e Higiene (2), Petróleo e Gás (1), Serviços de Trans. e Logística (3) e Serviços Médicos (4).
2012	11	7,86%	Agricultura (1), Construção Civil (2), Farmacêutico e Higiene (2), Máquinas e Equipamentos (1), Petroquímicos e Borracha (1), Serviços de Trans. e Logística (1) e Têxtil e Vestuário (3).
2013	11	7,86%	Comércio (1), Comum. e Informática (2), Construção Civil (3), Máquinas e Equipamentos (1), Papel e Celulose (2), Petroquímicos e Borracha (1) e Têxtil e Vestuário (1).
2014	13	9,29%	Agricultura (2), Comum. e Informática (1), Construção Civil (1), Embalagens (1), Máquinas e Equipamentos (1), Papel e Celulose (1), Petroquímicos e Borracha (1), Seguradoras e Corretoras (1), Serviços Médicos (1), Telecomunicações (2) e Têxtil e Vestuário (1).
2015	5	3,57%	Agricultura (1), Comum. e Informática (3) e Serviços de Trans. e Logística (1).
2016	7	5,00%	Agricultura (1), Alimentos (2), Bancos (1), Máquinas e Equipamentos (1), Petroquímicos e Borracha (1) e Telecomunicações (1).
2017	12	8,57%	Agricultura (1), Bolsa de Valores (1), Comum. e Informática (1), Hospedagem e Turismo (2), Papel e Celulose (1), Petroquímicos e Borracha (1), Serviços de Trans. e Logística (1) e Serviços Médicos (4).
2018	17	12,14%	Alimentos (3), Brinquedos e Lazer (2), Comércio (1), Educação (1), Papel e Celulose (1), Petróleo e Gás (2), Serviços de Trans. e Logística (1) e Serviços Médicos (6).
2019	23	16,43%	Agricultura (4), Alimentos (1), Comércio (1), Energia Elétrica (2), Farmacêutico e Higiene (1), Hospedagem e Turismo (1), Máquinas e Equipamentos (1), Papel e Celulose (1), Petróleo e Gás (1), Securitização de Recebíveis (2), Serviços de Trans. e Logística (3) e Serviços Médicos (5).
<b>Totais</b>			<b>140 operações</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Do exame da tabela 1, consta-se que o ano de 2019 foi aquele no qual ocorreram mais combinações de negócios (23 operações, 16,43%), sendo que o setor de Serviços Médicos obteve o maior número de assinatura desses contratos no ano (5 transações). O segundo ano de maiores combinações negócios foi o de 2010, pois aconteceram 22 aquisições (15,71%). Os anos de 2015 (5 transações, 3,57%) e 2016 (7 contratos, 5%) foram as épocas pelas quais ocorreram o menor quantitativo de operações societárias.

Em vista disso, o maior número de combinações de negócios ocorreu em uma fase inicial pandêmica (2019) seguido do ano de 2010, período em que o Brasil adotou as normas internacionais de contabilidade. Parece que em épocas de mudanças institucionais e de pressões sociais, o quantitativo das combinações de negócios tende a ser maior.

Durante o período de 2010-2019, as combinações de negócios aconteceram por 976 motivos. A tabela 4 evidencia o quantitativo de motivadores divulgados pelas empresas de capital aberto acerca das transações entre as sociedades por seguimento.

Tabela 4. Demonstrativo dos motivadores das combinações de negócios por segmento (2010-2019).

Motivadores	Motivadores de Mercado	Motivadores de competitividade	Motivadores de eficiência	Motivadores estruturais	Motivadores de gestão	Totais
Setores						
1. Agricultura	16	16	31	13	43	<b>119</b>
2. Alimentos	3	1	17	11	30	<b>62</b>
3. Bancos	3	1	1	3	2	<b>10</b>
4. Bolsa de Valores	1	2	0	1	3	<b>7</b>
5. Brinquedos	0	0	2	4	6	<b>12</b>
6. Comércio	3	0	4	4	22	<b>33</b>
7. Comun. e Inform.	2	11	22	16	42	<b>93</b>
8. Construção Civil	8	5	18	11	26	<b>68</b>
9. Educação	0	1	1	3	2	<b>7</b>
10. Embalagens	0	0	1	4	2	<b>7</b>
11. Energia Elétrica	1	0	2	3	6	<b>12</b>
12. Farmac. e Higiene	0	0	23	8	25	<b>56</b>
13. Hosp. e Turismo	6	3	6	6	12	<b>33</b>
14. Intermed. Financ.	1	0	1	0	1	<b>3</b>
15. Máq. e Equip.	4	0	17	3	17	<b>41</b>
16. Metal. e Sider.	2	0	10	2	2	<b>16</b>
17. Papel e Celulose	1	0	8	4	17	<b>30</b>
18. Petróleo e Gás	0	0	8	3	13	<b>24</b>
19. Petro. e Borracha	2	4	7	11	18	<b>42</b>
20. Secur. de Receb.	0	0	0	2	4	<b>6</b>
21. Segu. e Corretoras	0	0	5	0	0	<b>5</b>
22. Serv. Trans. Log.	10	4	26	17	41	<b>98</b>
23. Serviços Médicos	5	5	49	15	54	<b>128</b>
24. Telecomunic.	1	2	8	3	5	<b>19</b>
25. Têxtil e Vestuário	1	0	4	18	22	<b>45</b>
<b>Totais</b>	<b>70</b>	<b>55</b>	<b>271</b>	<b>165</b>	<b>415</b>	<b>976</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Do exame da tabela 4, constata-se que os setores Serviços Médicos (128 acordos; 13,11%), Agricultura (119 operações; 12,19%) e Comunicação e Informática (93 tratativas; 9,53%) foram os segmentos que apresentaram maiores razões de ocorrências das operações de combinações de negócios.

Desse modo, a análise dos motivadores das combinações de negócios foi elaborada por meio de um *rank* de caudas: 1ª posição – motivadores de gestão (415 razões; 42,52%); 2ª posição – motivadores de eficiência (271 justificativas; 27,77%); 3ª posição – motivadores estruturais (165 causas; 16,91%); 4ª posição – motivadores de mercado (70 motivações; 7,17%); e por último, a 5ª posição foi representada por motivadores de competitividade (55 razões, 5,64%).

Por essas análises, as combinações de negócios das empresas de capital aberto do Brasil, durante o período de 2010-2019, foram mais motivadas por fatores de gestão (motivadores relacionados com justificações operacionais, administrativas, financeiras, contábeis, fiscais e outros atributos da gestão empresarial). Em contrapartida, as operações de aquisições ou incorporações foram menos motivadas por tópicos de competitividade (motivadores relacionados com o aperfeiçoamento da gestão estratégica de investimentos, por meio de práticas de otimização de mercado).

No tocante aos motivadores de mercado (motivadores que se relacionam com práticas de expansão de mercado, bem como operações que se justifiquem por melhorias na gestão dos valores das ações para os investidores/sócios) o setor de Alimentos (16 causas, 22,86%) foi o segmento que mais apresentou motivos de mercado para a realização das combinações de negócios. No que concerne aos motivadores de competitividade, o setor de Alimentos (16 razões, 29,09%) novamente apresentou um comportamento quantitativo de motivações superiores aos demais setores.

Acerca dos motivadores de eficiência, o setor de Serviços Médicos alcançou destaque sobre as demais áreas econômicas, dado que as combinações de negócios do segmento ocorreram por 49 (18,08%) tópicos de eficiência organizacional (motivadores relacionados com quesitos de sinergia, eficiência, benefícios econômicos e ganhos de escala da combinação de negócios.)

Sobre os motivadores de estrutura (motivadores relacionados com a expansão da estrutura física, de capital e societária da firma) o segmento Têxtil e Vestuário (18 razões, 10,91%) foi o setor que mais apresentou causas da realização de combinações de negócios. No tocante aos motivadores de gestão, o setor de Serviços Médicos foi o campeão nesse quesito (54 justificativas, 13,01%).

## 4.2 Correlações de Pearson e Regressão Linear Múltipla Backward

A tabela 5 demonstra os resultados das correlações de Pearson entre a variável dependente MOTCB e as variáveis independentes do modelo.

Tabela 5. Correlações de Pearson entre as variáveis estudadas.

Variáveis	MOTCB	CONST	IDADE	REGIA	TAMAN	LICOR	ENDIV	SETOR
MOTCB	1,000	0,087	-0,211**	-0,066	-0,242**	0,005	0,139	0,079

Nota: \*\*Valores significantes a um p\_value de 5%.

Fonte: dados do estudo.

Do exame da tabela 5, observou-se que as variáveis IDADE (-21,11%) e TAMAN (-24,20) possuem uma associação linear negativa a um nível de significância estatística de 5%. A ideia da utilização da correlação se emergiu da curiosidade em descobrir quais variáveis independentes que possuíam alguma associação linear com a variável MOTCB.

Após esse passo, a pesquisa buscou analisar os fatores que explicariam a divulgação dos motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, estimou-se um modelo de regressão linear múltipla *Backward*.

Com vistas a realizar os testes de validação dos pressupostos da modelagem estatística, um primeiro teste de normalidade foi efetuado (*Shapiro-Wilk*; p\_value = 0,00), no qual foi descoberta a não normalidade da variável dependente. Em busca de um melhor ajustamento dos dados, MOTCB foi transformada para Log.

A prática não obteve sucesso, e novamente o teste *Shapiro-Wilk* não foi satisfatório (p\_value = 0,00). Assim, foi efetuada mais uma tentativa, e dessa vez, a pesquisa aplicou raiz quadrada nas observações da variável MOTCB. Dessa forma, a normalidade da variável foi alcançada.

A tabela 6 demonstra os resultados dos testes *Shapiro-Wilk* e o teste de Levene, onde evidencia que os pressupostos de normalidade e de homocedasticidade foram cumpridos.

Tabela 6. Resultados dos testes *Shapiro-Wilk* e *Levene*.

<b>Teste Shapiro-Wilk</b>				
<b>Variável</b>	<b>Estatística</b>	<b>gl</b>		<b>Significância</b>
MOTCB	0,983	140		0,078
<b>Teste de Levene</b>				
<b>Variável</b>	<b>Estatística</b>	<b>gl1</b>	<b>gl2</b>	<b>Significância</b>
MOTCB	2,586	1	138	0,110

Fonte: dados da pesquisa

Dessa forma, o método *Backward* foi aplicado para a modelagem estatística. A tabela 7, evidencia o comportamento do uso da técnica ao modelo. Por essa tarefa, as variáveis REGIA, LICOR, ENDIV, CONST e SETOR não demonstraram relações estatísticas significantes a 5% com a variável MOTCB; tanto que o processo sistêmico da modelagem estatística excluiu as 5 variáveis no processamento dos dados.

Dessa forma, como o próprio modelo descartou o efeito das variáveis independentes REGIA, LICOR, ENDIV, CONST e SETOR sobre a variável MOTCB, o estudo tem fundamentos estatísticos para rejeitar as hipóteses alternativas de números 1, 3 e 5. A tabela 10 revela os resultados do teste de Wald mais a frente, no qual existe a constatação desses achados.

Tabela 7. Desenvolvimento da modelagem estatística Regressão Linear Múltipla *Backward*.

<b>Modelo</b>	<b>Variáveis inseridas</b>	<b>Variáveis excluídas</b>
1	SETOR, IDADE, LICOR, REGIA, TAMAN, CONST, ENDIV	-
2	REGIA	Backward (critério: Probabilidade de F a ser removido $\geq$ ,100).
3	LICOR	Backward (critério: Probabilidade de F a ser removido $\geq$ ,100).
4	ENDIV	Backward (critério: Probabilidade de F a ser removido $\geq$ ,100).
5	CONST	Backward (critério: Probabilidade de F a ser removido $\geq$ ,100).
6	SETOR	Backward (critério: Probabilidade de F a ser removido $\geq$ ,100).
Nota	1. Variável Dependente: MOTCB; 2. Todas as variáveis solicitadas inseridas.	

Fonte: dados do estudo.

No tocante ao Coeficiente de Determinação Múltipla ( $R^2$ ) da regressão *Backward* e sobre a análise de autocorrelação dos resíduos (*Durbin-Watson*), a tabela 8 anuncia os achados desses tópicos.

Tabela 8. Coeficiente de Determinação Múltipla e teste Durbin-Watson.

<b>Modelo</b>	<b>R quadrado</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>R quadrado ajustado</b>	<b>Durbin-Watson</b>
1	0,122	0,549489	0,075	-
2	0,120	0,547871	0,081	
3	0,112	0,548444	0,079	
4	0,105	0,548436	0,079	
5	0,096	0,549385	0,076	
6	0,087	0,549866	0,074	

Fonte: dados do estudo.

Os dados demonstram que 8,7% das variações da variável MOTCB puderam ser explicadas por alguma variável explicativa, ao passo que o teste *Durbin-Watson* revelou que a regressão cumpriu o pressuposto de autocorrelação entre os resíduos.

A análise da ANOVA demonstrou a existência do modelo de regressão em todos os 6 níveis. Os resultados desse fator analítico estão dispostos na tabela 9.

Tabela 9. Resultados da ANOVA pela modelagem de Regressão Linear Múltipla *Backward*.

Modelo	df	Z	Significância
1	139	2,616	0,015
2	139	3,034	0,008
3	139	3,378	0,007
4	139	3,973	0,004
5	139	4,791	0,003
6	139	6,555	0,002

Fonte: dados da pesquisa.

No tocante a estatística Tolerance e FIV para se analisar multicolinearidade, bem como sobre o teste de Wald, a tabela 10 demonstra os resultados regredidos do sexto modelo *Backward*.

Tabela 10. Resultados dos testes de Wald, Tolerance e VIF.

Variáveis	Coefficientes padronizados (Beta)	Estatística t	Significância	Tolerance	VIF
(constante)	-	8,874	0,000	-	-
IDADE	-,173	-2,081	0,039	0,967	1,034
TAM	-,210	-2,536	0,012	0,967	1,034

Fonte: dados da pesquisa.

Diante dos resultados apresentados, a um nível de significância estatística de 5%, a pesquisa não rejeitou as hipóteses de número 2 (os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto se relacionam de forma linear e negativa com a idade das empresas adquirentes) e 4 (os motivadores das combinações de negócios das empresas brasileiras de capital aberto se relacionam de forma linear e negativa com o tamanho das empresas adquirentes). Além disso, as correlações de Pearson também constataram significância estatística entre as variáveis MOTCB e IDADE/TAMAN com efeito negativo.

Portanto, a idade da empresa adquirente é um fator relevante na combinação de negócios. A relação negativa apurada também pode ser verificada quando observamos a estatística descritiva da idade. Em termos de moda, as combinações de negócios são efetuadas normalmente por empresas de capital aberto que possuem 56 anos de experiência empresarial. A empresa adquirente mais jovem demonstrou ter idade igual a 4 anos, enquanto que a empresa adquirente mais experiente apresentou a idade de 57 anos. Dessa forma, empresas mais jovens possuem menos motivos para realizarem combinações de negócios, pois em muitos casos, a maturidade empresarial é necessária para o entendimento da operação em termos de sinergia corporativa.

Assim, de igual forma, o tamanho da empresa é outro atributo necessário a ser analisado na combinação de negócios. Quando observamos a estatística descritiva da variável, podemos perceber que os valores dos ativos totais são representativos, mesmo que apresentados em milhares de reais. Por exemplo, a média do ativo total das empresas adquirentes foi de R\$ 31.575.474,62 em milhares. Por essa via, empresas de porte distintos a de uma sociedade anônima talvez não possuam a mesma estrutura de capital, de recursos físicos e humanos para suportar uma combinação de negócios pela perspectiva de uma empresa adquirente.

## 5. Conclusões

Os objetivos da presente pesquisa consistiram em descrever os motivadores das combinações de negócios e analisar os atributos que influenciam a divulgação desses motivos.

Desse modo, durante o período de 2010-2019, 140 operações de combinações de negócios foram firmadas entre empresas de 25 setores da indústria. Dessa forma, 68 empresas de capital aberto realizaram combinações de negócios com 140 empresas, segregadas em sociedades anônimas abertas, sociedades anônimas fechadas e de sociedade empresária limitada. Por essa análise, a pesquisa analisou 140 combinações de negócios que ocorreram entre 208 corporações.

O maior número de combinações de negócios ocorreu na fase inicial pandêmica mundial (2019), seguido do ano de 2010, período em que o Brasil adotou as normas internacionais de contabilidade. Parece que em épocas de mudanças institucionais e de pressões sociais, o quantitativo das combinações de negócios tende a ser maior.

Nesse período de 10 anos, 140 combinações de negócios foram firmadas por 976 causas. O Setor de Serviços Médicos apresentou o maior quantitativo de transações durante o período (21 operações), seguido do setor de Agricultura, Açúcar e Cana (15 contratos) e os segmentos de Comunicação e Informática e Serviços de Transporte e Logística apresentaram o mesmo quantitativo de transações, 11 acordos societários.

Os setores Serviços Médicos (128 acordos; 13,11%), Agricultura (119 operações; 12,19%) e Comunicação e Informática (93 tratativas; 9,53%) foram os segmentos que apresentaram maiores razões de ocorrências das operações de combinações de negócios.

Os motivadores das combinações de negócios foram categorizados pelas informações que continham nos Protocolos de Combinação de Negócios e nas notas explicativas das empresas adquirentes, no qual foram criadas as seguintes categorias: motivadores de mercado, motivadores de competitividade, motivadores estruturais, motivadores de eficiência e motivadores de gestão.

A análise dos motivadores das combinações de negócios foi elaborada por meio de um rank de motivações: 1ª posição – motivadores de gestão (415 razões; 42,52%); 2ª posição – motivadores de eficiência (271 justificativas; 27,77%); 3ª posição – motivadores estruturais (165 causas; 16,91%); 4ª posição – motivadores de mercado (70 motivações; 7,17%); e por último, a 5ª posição foi representada por motivadores de competitividade (55 razões, 5,64%).

Outros resultados apontam que 81 operações societárias foram firmadas entre sociedades anônimas abertas ou fechadas adquiridas; 97 acordos foram assinados por empresas adquirentes ou adquiridas que residem na mesma localidade administrativa regional no Brasil; e 107 combinações de negócios foram realizadas por empresas adquirentes e adquiridas do mesmo setor.

Os resultados das correlações de Pearson e da Regressão Linear Múltipla *Backward* indicaram que empresas mais jovens e com menor estrutura de ativos possuem menos motivos para realizarem combinações de negócios.

O estudo apresenta algumas limitações, pois a quantidade da amostra estudada poderia ter sido maior, bem como os métodos e o país pesquisado poderiam ter sido outros. A pesquisa sugere que pesquisadores futuros analisem os reflexos de outras variáveis sobre a divulgação dos motivadores das combinações de negócios. Ademais, os novos motivadores criados podem servir de base para estudos vindouros.



## Referências

- Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.
- Amewu, G., & Alagidede, P. (2018). Do mergers and acquisitions announcements create value for acquirer shareholders in Africa. *International Journal of Finance & Economics*, 23(4), 606-627.
- Arcanjo, F. A., Azevedo, F. B., & Mendonça, M. M. (2019). Os indicadores financeiros da Embraer justificam o acordo com a Boeing? *Negócios em Projeção*, 10(2), 81-93.
- Attah-Boakye, R., Guney, Y., Hernandez-Perdomo, E., & Mun, J. (2021). Why do some merger and acquisitions deals fail? A global perspective. *International Journal of Finance & Economics*, 26(3), 4734-4776.
- Bari, M. W., Fanchen, M., & Baloch, M. A. (2016). Management practices and performance of mergers and acquisitions in Pakistan: mediating role of psychological contract. *SpringerPlus*, 5(1), 1-16.
- Battisti, E., Christofi, M., Vrontis, D., & Nirino, N. (2021). Past, present, and future of mergers and acquisitions in the MENA region: a systematic review and integrative framework. *International Studies of Management & Organization*, 51(3), 276-296.
- Beuren, I. M., de Moura, G. D., & Theis, V. (2016). Remuneração dos Executivos em Empresas que Realizaram Combinação de Negócios. *Revista de Administração da UNIMEP*, 14(2), 1-30.
- Bhatia, A., & Makkar, B. (2019). Extent and drivers of CSR disclosure: Evidence from Russia. *Transnational Corporations Review*, 11(3), 190-207.
- Bohada, M., & Romero, H. (2019). Mergers and acquisitions in Latin America: a literature review. *Revista Espacios*, 40(22).
- Bomfim, E. T., & Callado, A. L. C. (2016). Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e de aquisições. *Revista de Ciências da Administração*, 18(45), 79-95.
- Borodin, A., Sayabek, Z. S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2).
- Brug, H. T., & Sahib, P. R. (2018). Abandoned deals: the merger and acquisition process in the electricity and gas industry. *Energy Policy*, 123, 230-239.
- Burrell, G., & Morgan, G. (1979). *Sociological Paradigms and Organizational Analysis*. Heineman, London.
- Cai, Y., Tian, X., & Xia, H. (2016). Location, proximity, and M&A transactions. *Journal of Economics & Management Strategy*, 25(3), 688-719.
- Camargo, G. P. O., & Costa, T. A. (2018). Nível de Evidenciação de Operações de Combinação de Negócios das Companhias Listadas Nos Segmentos Especiais Da Bm&Fbovespa. *Revista Uniabeu*, 10(27).
- Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2003). Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10 (2), p.17-38.
- Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49, 206-220.
- Campos, S. M. S., Silva, J. P., Oliveira, W. B. C., Neto, A. G., & Fofano, C. S. (2021). Contabilidade Societária: benefícios no âmbito da combinação de negócios. *Revista Transformar*, 14(2), 337-348.

- Capece, G., Di Pillo, F., Levaldi, N., & Perotto, G. (2017). Understanding how the strategic similarities between energy companies influence the post-mergers and acquisitions performances. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 7(1), 78-89.
- Castro, W. B., & Oliveira, A. V. (2016). Nível de Evidenciação de Combinações de Negócios nas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 8(1).
- Chen, J., Zhao, X., Niu, X., Fan, Y. H., & Taylor, G. (2020). Does M&A Financing Affect Firm Performance under Different Ownership Types? *Sustainability*, 12(8), 3078.
- Christofi, M., Vrontis, D., Thrassou, A., & Shams, S. R. (2019). Triggering technological innovation through cross-border mergers and acquisitions: a micro-foundational perspective. *Technological Forecasting and Social Change*, 146, 148-166.
- Coletti, R. M., & Czelusniak, V. A. (2017). Sistemática de proteção de credores nas operações de fusão e incorporação de empresas envolvendo sociedades anônimas. *Revista Thesis Juris*, 6(1), 144-166.
- Costa, F. M., & Amorim Júnior, R. L. (2020). Reorganizações Societárias e Agressividade Tributária. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 8(3).
- Costa, F. M., & Amorim Júnior, R. L. (2020). Reorganizações Societárias e Agressividade Tributária. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 8(3).
- Costa, F. M., & Amorim Júnior, R. L. (2020). Reorganizações Societárias e Agressividade Tributária. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 8(3).
- D'Alauro, G. (2020). Italian Utilities and Public Control: Evidence of Merger Effects. *International Journal of Public Administration*, 43(7), 573-586.
- D'Amico, E., Coluccia, D., Fontana, S., & Solimene, S. (2016). Factors influencing corporate environmental disclosure. *Business strategy and the Environment*, 25(3), 178-192.
- Davis, E. H. (2013). Modeling Mergers and Acquisitions in the Electric Utility Industry. *Academy of Economics and Finance Journal*, 4, 1-8.
- Delis, M. D., Iosifidi, M., Kazakis, P., Ongena, S., & Tsionas, M. G. (2022). Management practices and M&A success. *Journal of Banking & Finance*, 134, 106355.
- Dias, M. F., & Jorge, S. F. (2016). Mergers between natural gas suppliers and electricity generators: should European consumers be concerned? *Energy Procedia*, 106, 185-203.
- Ezat, A. (2020). Corporate Governance and Disclosure Verifiability as Determinants of Disclosure Tone in the Egyptian Context. *Scientific Journal of Financial and Commercial Studies and Research*, 1(2/1), 1-56.
- Ferreira, T. S. V., & Callado, A. L. C. (2015). Fusões e aquisições no Brasil: reflexões acerca da evolução do volume de transações. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 9(2), 70-83.
- Fikru, M. G., & Gautier, L. (2021). Electric utility mergers in the presence of distributed renewable energy. *Energy Economics*, 101, 105436.
- Gallego-Álvarez, I., & Pucheta-Martínez, M. C. (2022). The moderating effects of corporate social responsibility assurance in the relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 535-548.
- Gil, A. C. (2021) *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social (7ª edição)*. Atlas.
- Gonçalves, A. O., & Marinho, M. L. F. R. (2016). Combinação de negócios e o atendimento ao critério de divulgação – CPC 15. *Revista Eletrônica Machado Sobrinho*, 12 (1), 15-25.
- Gonçalves, F. F., & Cintra, D. G. B. (2020). Abordagem sobre os aspectos inerentes as seguintes modalidades de Reorganização Societária. *Revista de Estudos Interdisciplinares do Vale do Araguaia-REIVA*, 3(01), 16-16.

- Guo, Y., Zhao, J., & Yang, D. C. (2022). Theories applicable to corporate climate change disclosure. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 1-11.
- Hossain, M. M., Pham, M. D. M., & Islam, N. (2021). The performance and motivation of serial acquisitions: Evidence from Australia. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101827.
- Hossain, M. S. (2021). Merger & Acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions. *Journal of Economics and Business*, 106004.
- Keller, A. (2010). Competition effects of mergers: An event study of the German electricity market. *Energy Policy*, 38(9), 5264-5271.
- Kwoka, J., & Pollitt, M. (2010). Do mergers improve efficiency? Evidence from restructuring the US electric power sector. *International Journal of Industrial Organization*, 28(6), 645-656.
- Leggio, K. B., & Lien, D. (2000). Mergers in the electric utility industry in a deregulatory environment. *Journal of Regulatory Economics*, 17(1), 69-85.
- Lopes, F. T. P., & Vasconcellos, E. G. (2010). Os alicerces metateóricos da teoria social de John B. Thompson. *Psico*, 41(1), 9.
- Lu, J. (2021). Can the green merger and acquisition strategy improve the environmental protection investment of listed company? *Environmental Impact Assessment Review*, 86, 106470.
- Macohon, E. R., Zittei, M. V. M., & Klann, R. C. (2016). Análise da variância dos indicadores de desempenho das empresas que passaram por operações de combinação de negócios. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 14(2), 199-211.
- Martins, G. A.; Theóphilo, C. R. (2018). Metodologia da Investigação Científica para as Ciências Sociais Aplicadas (3ª edição). Atlas.
- Mio, C., Fasan, M., Marcon, C., & Panfilo, S. (2020). The predictive ability of legitimacy and agency theory after the implementation of the EU directive on non-financial information. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2465-2476.
- Mousa, G. A., & Elamir, E. A. (2018). Determinants of forward-looking disclosure: evidence from Bahraini capital market. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 8(1), 1-19.
- Nakayama, W. K., & Salotti, B. M. (2014). Fatores determinantes do nível de divulgação de informações sobre combinações de negócios com a entrada em vigor do pronunciamento técnico CPC 15. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25, 267-280.
- Organização das Nações Unidas. (2022). Agenda ONU 2030. Recuperado em 5 de janeiro, 2022 de < <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>>.
- Peterson, C. R., & McDermott, K. A. (2007). Mergers and acquisitions in the US Electric Industry: State regulatory policies for reviewing today's deals. *The Electricity Journal*, 20(1), 8-25.
- Prolo, I., Lima, M. C., & da Silva, L. F. (2018). Os desafios na adoção da tradição interpretativista nas ciências sociais. *Diálogo*, (39), 25-37.
- Romano, P. R., & Almeida, V. D. S. (2015). Análise dos efeitos em mercado de capitais decorrentes de fusões: O caso BRF SA. *Revista de Administração Contemporânea*, 19, 606-625.
- Rover, S., Murcia, F. D. R., & de Souza Murcia, F. C. (2015). The determinants of social and environmental disclosure practices: The Brazilian case. *Environmental Quality Management*, 25(1), 5-24.

- Santos, A., & Neves, J. (2019). Um estudo sobre a otimização de resultados nas operações de reorganização societária em empresa do segmento de TI situada na cidade de Recife-pe no ano de 2018. *Revista Inclusiones*, 259-278.
- Santos, J. G. C., Calópe, T. S., & Coelho, A. C. (2015). Teorias da Firma como fundamento para formulação de teorias contábeis. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(1).
- Shen, H., Liang, Y., Li, H., Liu, J., & Lu, G. (2021). Does geopolitical risk promote mergers and acquisitions of listed companies in energy and electric power industries. *Energy Economics*, 95, 105115.
- Simpson, J. J., & Sariol, M. (2022). Uncertainty, entrepreneurial orientation, and the pursuit of M&A: Managing the unpredictable. *Journal of Business Research*, 142, 423-434.
- Somaiya, J., & Savani, R. (2019). Merger And Acquisition On Electricity Industry Outside India. *Gap Interdisciplinarity*, 2(4),46-52.
- Souza, M. M. (2016). Características dos intangíveis identificáveis e do goodwill reconhecidos nas combinações de negócios realizadas nas empresas de capital aberto Brasileiras. *Revista Capital Científico-Eletrônica (RCCe)* - ISSN 2177-4153, 14(1), 43-59.
- Souza, M. M. D., & Borba, J. A. (2016). Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do goodwill reconhecido nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 77-92.
- Souza, M. M., Rover, S., & Borba, J. A. (2016). Determinantes do nível de disclosure das combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras de capital aberto. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 15(3), 945-968.
- Valera, I. F. C., Garcia, E. L. M., Sanches, S. L. R., & da Silva Faia, V. (2017). Goodwill Em Combinação de Negócios: Análise da Adesão ao CPC 15 por Empresas Brasileiras. *Revista De Contabilidade Dom Alberto*, 6(12), 64-92.
- Vieira, J. (2018). Combinação de Negócios e os impactos societários e tributários das IFRSs no Brasil: desafios apresentados aos operadores do Direito e aos operadores das IFRSs. *Revista Direito GV*, 14, 557-617.
- Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52(2), 127-183.