

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE – UFRN
PROGRAMA MULTIINSTITUCIONAL E INTER-REGIONAL DE
PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS UNB/UFPB/UFRN**

EMANOEL TRUTA DO BOMFIM

***PERFORMANCE DE EMPRESAS BRASILEIRAS:*
Avaliação do efeito provocado por operações de fusões e aquisições**

**JOÃO PESSOA – PB
2014**

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

Reitor:

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo

Vice-Reitor:

Professora Doutora Sônia Nair Bão

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação:

Professor Doutor Jaime Martins de Santana

Diretor da Faculdade de Economia, Administração de Contabilidade:

Professor Doutor Roberto de Goes Ellery Júnior

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais:

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos

**Coordenador-Geral do Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação
em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN:**

Professor Doutor Rodrigo de Souza Gonçalves

EMANOEL TRUTA DO BOMFIM

PERFORMANCE DE EMPRESAS BRASILEIRAS:
Avaliação do efeito provocado por operações de fusões e aquisições

Dissertação nº 258 apresentada ao Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília (UnB), Universidade Federal da Paraíba (UFPB) e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), em cumprimento às exigências para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado.

Área de Concentração: Mensuração Contábil.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro.

JOÃO PESSOA – PB
2014

B695p Bomfim, Emanuel Truta do.
Performance de empresas brasileiras: avaliação do efeito
provocado por operações de fusões e aquisições / Emanuel
Truta do Bomfim.-- João Pessoa, 2014.
97f. : il.
Orientador: Aldo Leonardo Cunha Callado
Dissertação (Mestrado) – UnB-UFPB-UFRN
1. Contabilidade. 2. Ciências contábeis. 3. Fusões e
aquisições. 4. Empresas brasileira - desempenho econômico-
financeiro.

UFPB/BC

CDU: 657(043)

EMANOEL TRUTA DO BOMFIM

PERFORMANCE DE EMPRESAS BRASILEIRAS:
Avaliação do efeito provocado por operações de fusões e aquisições

Dissertação apresentada ao Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, em cumprimento às exigências para a obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO AVALIADORA:

Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado

Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da
UnB/UFPB/UFRN
Orientador

Prof. Dr. Márcio André Veras Machado

Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da
UnB/UFPB/UFRN
Membro Examinador Interno

Prof. PhD. Cláudio de Araújo Wanderley

Universidade Federal de Pernambuco - UFPE
Membro Examinador Externo

JOÃO PESSOA – PB
2014

A Deus, pela graça de perseverar sempre e nunca desistir.

Aos meus pais e aos meus irmãos, pelo apoio e incentivo para que eu pudesse continuar com meus estudos.

Aos professores e colegas, pelos ensinamentos e pela amizade sempre dispensada.

AGRADECIMENTOS

A Deus, por sempre me acompanhar em tudo o que faço em minha vida, abençoando-me e proporcionando-me coragem e disposição para concretizar sonhos e vitórias, bem como à Virgem Maria, que me cobriu com seu manto de amor.

Aos meus pais Alfeu Bomfim e Ivanize Truta, que sempre me apoiaram com amor e carinho, e por entenderem a minha ausência, obrigado por sempre estarem do meu lado!

Aos meus irmãos Kleber, Afrânio, Adimael, Ana Maria e Aristocles, e ao meu sobrinho Nicolás, por sempre estarem do meu lado e entenderem a minha ausência.

Às minhas primas Marlene e Brenda, pelo apoio e pela gentileza sempre dispensada.

Ao professor Dr. Aldo Callado, pela paciência, por toda a orientação e pela atenção que me foi dada. Suas contribuições ajudaram-me não só a realizar um sonho, mas a melhorar minhas habilidades como profissional e pesquisador. Muito obrigado!

À coordenação geral do Programa, na pessoa do professor Dr. César Augusto Tibúrcio Silva.

À professora Dra. Márcia Reis Machado, coordenadora regional do Programa na Paraíba, por toda a atenção dispensada e empenho destinado a nos proporcionar um ambiente propício para o desenvolvimento de nossa pesquisa.

Às secretárias da coordenadoria regional do Programa na Paraíba, Ivanacy e Wilma, pelo carinho e pela atenção que nos foi dispensada.

Aos professores Dr. Paulo Roberto Cavalcante, Dr. Paulo Aguiar, Dr. Edilson Paulo, Dra. Márcia Reis, Dra. Aneide Araújo, Dr. José Dionísio, Dr. Márcio Machado, Dr. Adilson Tavares, pelos ensinamentos e pelo auxílio.

Aos professores e amigos Orleans Silva Martins e Milton Jarbas, que me incentivaram neste projeto. Muito obrigado!

Aos colegas da Turma nº 24 deste mestrado: Ailza Lima, Aline Rúbia, Alan Franklin, Ayrton Wanderley, Brasiliana Sulamita, Célio da Costa, Evelyne Vilhete, Jane Kelly, Jaqueline Gomes, Kallyse Priscila, Wellington Teixeira, Lis Daiana, Marcos André, Mariana Medeiros, Marke Geisy, Roberto Penha, Rodrigo Fonseca. Todos vocês contribuíram de alguma forma para este momento. Nossa união e amizade nos levaram a superar desafios e a logarmos êxito nesta fase de nossas vidas.

Aos amigos Hugo da Costa Macedo, Vinícius Gomes Martins, Mamadou Dieng, Augusto Cezar, Raniery Adelino, Renan Cartaxo, Severino do Ramo, Claudivan Monteiro, Ederaldo Barbosa, Ana Paula, pela força e incentivo que me deram. Muito obrigado!

Aos demais colegas do programa, nas pessoas de Márcia Ferreira, Felipe Pontes, Luiz dos Anjos, pelo conhecimento compartilhado e as experiências vivenciadas.

In memoriam ao meu amigo Sr. Xavier, o qual sou muito grato, que Deus o recompense com o céu.

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), por disponibilizar as informações necessárias para a consecução desta pesquisa. Muito obrigado!

A todos que, de uma forma ou de outra, também contribuíram para a realização deste trabalho.

A todos, meus sinceros agradecimentos!

“Que o sábio nos ensine, que o santo reze por
nós e que o prudente nos governe”.
(São Bernardo)

RESUMO

A presente pesquisa teve como objetivo identificar o efeito provocado pelas fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras de capital aberto envolvidas nessas combinações de negócios. Para alcançar esse objetivo foi necessário avaliar a persistência no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e aquisições; analisar o efeito do crescimento interno e do crescimento por fusão e aquisição no desempenho das companhias; aferir se os meios utilizados para financiar as operações de fusões e aquisições influenciaram na *performance* das companhias investigadas; identificar se as fusões e aquisições realizadas entre empresas do mesmo setor econômico influenciaram o desempenho econômico-financeiro das companhias; e, verificar se houve criação de sinergias com o aumento de poder de mercado das companhias após as combinações de negócio. Para tanto, desenvolveu-se uma pesquisa empírico-analítica com o intuito de verificar a relação entre as variáveis investigadas. A amostra da pesquisa foi composta por 70 operações de fusões e aquisições, realizadas por 53 empresas brasileiras de capital aberto, conforme informações disponibilizadas pela ANBIMA. Os dados foram coletados por meio do banco de dados do Economática[®]. Para estimar as relações entre as variáveis independentes e as dependentes foram empregados dois modelos de dados em painel na forma estática e dinâmica. Os resultados apresentaram que o desempenho das companhias após as operações de fusões e aquisições foi persistente, porém a taxa de persistência é considerada baixa quando comparada ao observado em outros estudos. As evidências também indicaram que o crescimento interno das empresas impactou positivamente na *performance* organizacional durante o período analisado. Por outro lado, observou-se que o crescimento decorrente dos ativos adquiridos por meio das combinações de negócios influenciou negativamente o desempenho das companhias. Esses resultados sugerem que o crescimento interno produz um maior retorno se comparados ao decorrente das operações de F&A, conforme reportado por Dickerson, Gibson e Tskalotos (1997). Observou-se, ainda, que os meios utilizados pelas organizações para financiar as operações de fusões e aquisições, sobretudo por meio de caixa ou por mais de um tipo de recurso, impactam negativamente sobre o desempenho corporativo após a efetivação dessas operações. Além disso, verificou-se que operações entre companhias do mesmo setor econômico geraram sinergias, influenciando positivamente na *performance* da companhia adquirente ou resultante das fusões. Os resultados também evidenciaram que o aumento no tamanho das companhias gerou sinergias para as firmas adquirentes decorrente da maior participação no mercado, conforme preceitua a Hipótese das Sinergias. Ademais, observou-se que o nível de endividamento relaciona-se negativamente com o desempenho das companhias, demonstrando-se ser um determinante da *performance* corporativa, conforme disposto pela literatura. Por fim, ressalta-se que não se pode afirmar especificamente que as alterações ocorridas na *performance* das companhias foram exclusivamente decorrentes das combinações de negócios, uma vez que o meio corporativo é muito dinâmico, podendo outros fatores não contemplados por esta pesquisa terem contribuído nesse sentido, devendo-se, dessa forma, analisar as evidências reportadas no contexto da presente pesquisa.

Palavras-chave: Fusões e aquisições. Empresas brasileiras. Desempenho econômico-financeiro.

ABSTRACT

This research aims to identify the effect provoked by the mergers and acquisitions on the economic and financial performance of Brazilian public companies involved in these business arrangements. To reach this aim it was necessary to assess the endurance regarding the economic and financial performance of Brazilian companies which adopted operations of mergers and acquisitions; to analyze the effect of the internal growth and of the growth achieved with the merger and acquisition on the performance of the companies; to check if the means used to finance the merger and acquisition operations influenced on the performance of the companies in question; identify if the mergers and acquisitions made between companies from the same economic sector influenced on the economic and financial performance of the companies; and to check if there was creation of any synergy with the increase of the market power of the companies after the business arrangements. For this purpose, an empirical-analytic research was developed in order to determine the relationship between the variables investigated. The research sample was composed by 70 mergers and acquisitions operations, made by 53 Brazilian public companies, according to the information provided by ANBIMA. The data were collected from the Economática[®] database. To estimate the relationship between the dependent and independent variables, two data models in panel on both static and dynamic forms were used. The results showed that the performance of the companies after the mergers and acquisitions operations was persistent, although the persistence rate is low in comparison with another studies. The evidence also indicated that the internal growth of the companies was a positive impact on organizational performance during the study time. On the other hand, it was observed that the growth derived from financial assets acquired from business arrangements was a negative influence on the companies' performance. These results suggest that the internal growth produce a bigger return in comparison with the one come from the F&A operations, according to what was reported by Dickerson, Gibson and Tskalotos (1997). It was also observed that the means used by the organizations to finance the mergers and acquisitions operations, especially using fund or more than one resource, consisted of a negative impact on the corporative performance after the implementation of these operations. Besides, the transactions between companies from the same economic sector produced synergy, influencing positively on the performance of the company which was acquiring or resulting from the merger. The results also evidenced the increase on companies' structure as a sign of synergy to acquiring firms by virtue of the biggest participation on market, according to Synergy Hypothesis. Plus, it was observed that the level of indebtedness is related in a negative way to companies' performance, which shows to be a determiner on corporative performance, according to the literature. Lastly, it is important to highlight that the alterations occurred on companies' performance were not exclusively derived from business arrangements, since the corporative environment is too dynamic and other factors which were not included in this research may contribute in this case. That been said, the evidence reported in this research context must be analyzed.

Key-words: Mergers and acquisitions. Brazilian companies. Economic and financial performance.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Ondas de fusões e aquisições	27
Quadro 2 – Resumo de pesquisas internacionais sobre o impacto das F&As no desempenho organizacional.....	50
Quadro 3 – Resumo de pesquisas nacionais sobre o impacto das F&As no desempenho organizacional.....	53
Quadro 4 – Resumo das variáveis estudadas e suas relações com o desempenho.....	75

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – População e amostra	56
Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis.....	76
Tabela 3 – Matriz de correlação das variáveis.....	78
Tabela 4 – Testes de especificação dos modelos.....	79
Tabela 5 – Resultados dos modelos de painel estático	81
Tabela 6 – Resultados dos modelos de painel dinâmico	84

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AA	Ativos Adquiridos
ANBIMA	Associação Nacional das Empresas do Mercado Aberto
AT	Ativo Total
B	Índice de Retenção de Lucros
CFA	Crescimento por Fusão e Aquisição
CFROI [®]	<i>Cash Flow Return on Investment</i>
CI	Crescimento Interno
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
Div	Dividendos
Divid	Dívidas
DL	Dívida Líquida
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
Endiv	Endividamento
EVA [®]	<i>Economic Value Added</i>
F&As	Fusões e Aquisições
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
LL	Lucro Líquido
LRetid	Lucro Retido
MBO	<i>Management Buyout</i>
MMG	Método dos Momentos Generalizados
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NFA	Número de Fusões e Aquisições
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Tax</i>
PL	Patrimônio Líquido
POLS	<i>Pooled Ordinary Least Square</i>
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
ROI	<i>Return on Investment</i>
Setor	Setor Relacionado
Tam	Tamanho
TipoFA	Tipo de Fusão e Aquisição

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	17
1.2 OBJETIVOS	18
1.2.1 Objetivo geral.....	18
1.2.2 Objetivos específicos.....	18
1.3 JUSTIFICATIVA	18
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	20
1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	20
2 REVISÃO DA LITERATURA	21
2.1 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS	21
2.1.1 Tipos de combinação de negócios.....	22
2.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	24
2.2.1 Conceito e tipos de fusão e aquisição	24
2.2.2 Ondas de fusões e aquisições	26
2.2.3 Fusões e aquisições no Brasil	28
2.2.4 Motivações para fusões e aquisições	30
2.3 TEORIAS E HIPÓTESES APLICADAS ÀS FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	33
2.3.1 Teoria da Maximização dos Lucros da Firma	33
2.3.2 Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial	35
2.3.3 Hipótese das Sinergias.....	37
2.4 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO	40
2.4 1 Indicadores financeiros	41
2.4 2 Medidas econômicas de valor	44
2.5 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS	46
2.5.1 Evidências internacionais	46
2.5.2 Evidências no Brasil	51
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	55
3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA.....	55
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	55
3.3 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS.....	56

3.4 MODELOS ECONOMÉTRICOS	57
3.4.1 Modelo de Gosh (2001).....	58
3.4.2 Modelo de Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997).....	60
3.4.3 Especificação dos modelos de regressão	63
3.5 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS INVESTIGADAS.....	65
3.5.1 Variável dependente: desempenho econômico-financeiro.....	65
3.5.2 Variáveis explicativas.....	67
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	76
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	76
4.2 ANÁLISE ECONOMÉTRICA.....	79
4.2.1 Testes de especificação dos modelos	79
4.2.2 Resultados das estimações	80
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	86
5.1 CONCLUSÕES	86
5.2 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES DA PESQUISA	88
REFERÊNCIAS	90

1 INTRODUÇÃO

As operações de combinações de negócios entre empresas, principalmente as fusões e aquisições (F&As), são eventos corporativos controversos na literatura econômico-financeira, suscitando ainda muitos questionamentos acerca dos benefícios dessas transações para o desempenho econômico-financeiro das companhias adquirentes ou resultantes dessas integrações.

Os processos de fusões e aquisições, segundo Camargos e Barbosa (2003), têm sua origem no final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial provocou um processo de concentração de capitais e reestruturação corporativa. Contudo, foi no mercado norte-americano onde ocorreram as primeiras operações de F&As no final de 1887. Desde esse período, o mercado norte-americano já passou por cinco ondas de fusões e aquisições que vêm se espalhando por todo o mundo (NELSON, 1959; GUGLER *et al.*, 2003).

No Brasil, os processos de fusões e aquisições vêm crescendo a cada ano, ocorrendo um aumento de cerca de 10% no número de operações no período de 2010 (726) a 2011 (817). De acordo com a KPMG (2013), entre os anos de 2008 e 2012, ocorreram mais de 3.400 operações de F&A, sendo que mais de 35% dessas operações são entre empresas nacionais.

Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA, 2013), os recursos movimentados pelas fusões e aquisições no mercado brasileiro atingiram, no ano de 2012, um montante aproximadamente de R\$ 151,4 bilhões, o que corresponde a um aumento de mais de 60%, quando comparado ao ano de 2011 (R\$ 94,1 bilhões), sugerindo o quanto essa atividade tem crescido em âmbito nacional.

De acordo com a literatura (JENSEN; RUBACK, 1983; BRADLEY; DESAI; KIM, 1988; HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004; HURLEY, 2006; CAMARGOS; BARBOSA, 2010), os processos de F&As são motivados por várias expectativas, tais como: maior participação no mercado, obtenção de ganhos operacionais e financeiros, ganhos tributários, substituição de gestores, redução de custos de escala, maiores retornos aos *stakeholders* e, sobretudo, pela perspectiva de a empresa resultante desse processo conseguir um desempenho superior à soma individual das empresas envolvidas, bem como por proporcionar um crescimento rápido.

Nesse sentido, Camargos (2008) apresenta que as fusões e aquisições podem ser vistas como estratégias de expansão e internacionalização de empresas que podem alterar o cenário

no qual as companhias competem. Além disso, por meio das operações de F&As, as companhias conseguem expandir suas atividades, conquistar novos mercados, aumentar a capacidade produtiva, obter ganhos de escala e financeiros, aumentar a lucratividade, entre outros.

Algumas proposições teóricas, a exemplo da Teoria da Maximização dos Lucros da Firma, da Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial e da Hipótese das Sinergias, têm sido utilizadas para explicar os motivos que levam uma companhia a realizar uma operação de fusão e/ou aquisição.

De acordo com Gugler *et al.* (2003), sob os preceitos da Teoria da Maximização dos Lucros da Firma, uma companhia só realizará uma operação de F&A se resultar em aumento dos seus lucros e no retorno dos seus acionistas. Em relação à Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial, os administradores da companhia realizam essas combinações de negócios com o objetivo de aumentar sua utilidade gerencial. E, na perspectiva da Hipótese das Sinergias, as firmas se engajam em processos de fusões e aquisições com o objetivo de obter ganhos operacionais, de escala, tributários, financeiros, entre outros oriundos das oportunidades criadas pela combinação de negócios (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993; GUGLER *et al.*, 2003; COPELAND, WESTON; SHASTRI, 2005).

Contudo, na literatura econômico-financeira (HOOL, 1986; BRADLEY; DESAI; KIM, 1988; HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; GOSH, 2001; CAMARGOS; BARBOSA, 2005, 2010; BHABRA; HUANG, 2013), observa-se que as evidências sobre os efeitos das fusões e aquisições, principalmente associadas ao desempenho econômico-financeiro das companhias, ainda são controversas.

O estudo desenvolvido por Meeks (1977) foi um dos primeiros trabalhos a levantar evidências acerca dos efeitos das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das firmas que realizaram essas operações, indicando que essas transações tiveram um efeito negativo sobre o desempenho das companhias envolvidas.

Healy, Palepu e Ruback (1992) analisaram o desempenho dos 50 maiores processos de F&As ocorridos nos Estados Unidos, constatando que houve melhoras no desempenho das companhias envolvidas.

Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997), por sua vez, observaram um efeito negativo provocado possivelmente pelas fusões e aquisições sobre a lucratividade das empresas do Reino Unido. No mesmo estudo, foi ainda constatado que o crescimento por F&A produz um retorno baixo quando comparado ao resultado do crescimento interno das companhias.

Bhabra e Huang (2013) observaram que os processos de fusões e aquisições realizados pelas empresas chinesas, no período de 1997-2007, não ocasionaram melhoras no desempenho operacional (ROA, ROE, margem de lucro e crescimento das vendas) das companhias envolvidas.

Nessa perspectiva, surge o interesse de se estudar o efeito provocado pelas operações de fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro (lucratividade) de empresas brasileiras que realizaram essas operações de combinações de negócios.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

De acordo com Jensen (1988), as operações de fusões e aquisições são vistas como benéficas para a sociedade, *shareholders* e para os demais agentes do mercado de capitais. Segundo Jensen e Ruback (1983), essas transações têm levantado diversas discussões teóricas e empíricas acerca do seu efeito gerado no preço das ações e no desempenho das empresas envolvidas.

Contudo, Camargos e Barbosa (2010) ressaltam que, apesar de inúmeras evidências apresentadas por estudos anteriores sobre as operações de fusões e aquisições, ainda há um campo fértil por novas pesquisas que busquem mais informações sobre os possíveis ganhos oriundos dessas combinações de negócios, principalmente no que tange à influência dessas operações no resultado (lucro) das empresas adquirentes, visto que a maioria das pesquisas desenvolvidas limita-se a investigar o efeito das F&As nas ações das empresas envolvidas (MUELLER, 1989; GUGLER; MUELLER; WEICHELBAUMER, 2012).

Seguindo essa mesma perspectiva, Gugler, Mueller e Weichselbaumer (2012) destacam que, apesar das discussões empíricas, não há, ainda, um consenso sobre se as fusões e aquisições são lucrativas para as empresas adquirentes ou resultantes do processo de fusão nos anos posteriores a essas negociações.

Dessa forma, considerando a relevância das operações de F&As no mercado brasileiro, o cenário descrito anteriormente e a necessidade do desenvolvimento de pesquisas que busquem mais evidências acerca dos benefícios oriundos dessas operações, principalmente no que tange ao desempenho das empresas após a efetivação dessas negociações, surge o seguinte questionamento: **Qual o efeito provocado pelas fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras de capital aberto envolvidas nessas combinações de negócios?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Identificar o efeito provocado pelas fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras de capital aberto envolvidas nessas combinações de negócios.

1.2.2 Objetivos específicos

- Analisar o efeito do crescimento interno e do crescimento por fusão e aquisição no desempenho das companhias;
- Aferir se os meios utilizados para financiar as operações de fusões e aquisições influenciam na *performance* das companhias investigadas;
- Identificar se as fusões e aquisições realizadas entre empresas do mesmo setor econômico influenciam o desempenho econômico-financeiro das companhias;
- Avaliar a persistência no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e aquisições;
- Verificar se houve criação de sinergias com o aumento de poder de mercado das companhias após as combinações de negócios.

1.3 JUSTIFICATIVA

Segundo Camargos (2008), as operações de fusões e aquisições são consideradas pelas empresas como alternativas para enfrentarem seus concorrentes, expandirem seu mercado de atuação e preservarem seus lucros.

No Brasil, as operações de fusões e aquisições vêm crescendo cada vez mais. De acordo com os dados disponibilizados pela KPMG (2013), nos últimos cinco anos, ocorreram mais de 3.400 operações, sendo que mais de 35% dessas operações foram realizadas envolvendo apenas empresas brasileiras.

Segundo Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004), as fusões e aquisições realizadas no mercado brasileiro apresentam interesses majoritariamente estratégicos, visando: conquista de *market share*; obtenção de ganhos de escala (sinergias); aumento de poder de mercado;

rentabilidade; e operações que visam a obtenção de conhecimento corporativo, tecnologia, práticas gerenciais e de mercado.

Contudo, os processos de fusões e aquisições ainda suscitam muitas dúvidas acerca dos possíveis benefícios gerados por essas combinações de negócios para as empresas envolvidas e para os seus acionistas. Essas dúvidas são observadas tanto no meio corporativo, quanto no meio acadêmico.

De acordo com Gugler, Mueller e Weichselbaumer (2012), um dos pontos mais discutidos no meio acadêmico diz respeito ao impacto das fusões e aquisições sobre o desempenho das companhias adquirentes e resultantes dessas transações. Nesse sentido, inúmeros trabalhos têm sido desenvolvidos com o intuito de avaliar o efeito dessas combinações de negócios sobre o desempenho econômico-financeiro das companhias. Contudo, os resultados observados não são conclusivos, mas sim conflitantes. Ademais, há uma diversidade de metodologias utilizadas para avaliar a *performance* das companhias, bem como de técnicas estatísticas, dificultando a comparação de resultados (TUCH; O'SULIVAN, 2007).

Além disso, a maioria das pesquisas realizadas envolvendo o efeito das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro corporativo foi desenvolvida em âmbito internacional, sobretudo nos Estados Unidos e no Reino Unido. No Brasil, porém, o número de estudos sobre o assunto ainda é reduzido.

Destarte, considerando que os trabalhos realizados em âmbito nacional ainda são poucos, quando comparados aos desenvolvidos em outros países, o presente trabalho busca avaliar o efeito das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram essas combinações de negócios, diferenciando-se dos já realizados por incorporar novas variáveis, a exemplo do tipo de financiamento e crescimento por fusão e aquisição, que podem trazer novas evidências acerca dessas combinações de negócios, bem como por empregar modelos econométricos que podem melhor captar os efeitos das F&As sobre a *performance* das firmas envolvidas.

Assim, a importância desta pesquisa reside na contribuição à literatura existente acerca do efeito das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro de empresas envolvidas nessas combinações de negócios, buscando inserir novas evidências a partir da utilização de variáveis como o crescimento (interno e por fusão e aquisição), tipo de financiamento, entre outras, as quais, segundo Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997) e Gosh (2001), podem fornecer informações adicionais do impacto das F&As sobre a *performance* corporativa. Espera-se, ainda, que os resultados alcançados por este trabalho possam

contribuir no processo de avaliação de investidores e demais agentes interessados nestas combinações de negócios.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

As evidências desta pesquisa limitaram-se às empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBovespa) que adquiriram ou realizaram operações de fusões e/ou aquisições. O período analisado compreendeu desde o quarto trimestre de 2007 ao terceiro trimestre de 2013, sendo observado o desempenho econômico-financeiro das companhias adquirentes ou resultantes dos processos de fusões e aquisições, considerando uma janela de tempo de quatro trimestres antes e quatro trimestres após as combinações de negócios.

O desempenho econômico-financeiro das firmas foi obtido por meio de variáveis *proxies* baseadas em indicadores de desempenho que refletem a lucratividade ou o resultado operacional corporativo, conforme será apresentado nos procedimentos metodológicos. Tal delimitação justifica-se por ser o desempenho corporativo uma variável que pode ser mensurada em diversas fases da atividade organizacional, bem como ser avaliado por diferentes indicadores, o que poderia tornar o estudo amplo e complexo.

As demais combinações de negócios (*cisão*, *joint venture* e outras) não foram objeto deste estudo, pois a base de dados disponibilizada pela ANBIMA não contemplava informações acerca dessas operações.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A dissertação está organizada em cinco capítulos, incluindo o capítulo 1 que corresponde à introdução. O segundo capítulo apresenta a revisão da literatura, que aborda os conceitos e características das fusões e aquisições, das teorias e hipóteses aplicadas às F&As, o processo de mensuração de desempenho, os tipos de indicadores de desempenho e as evidências empíricas. No terceiro capítulo, apresentam-se os procedimentos metodológicos adotados para o alcance dos objetivos estabelecidos. O quarto capítulo apresenta as análises dos dados da pesquisa. E, por fim, no quinto capítulo, apresentam-se as considerações finais.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

Uma combinação de negócio, segundo o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC (2011), é conceituada como um tipo de operação ou evento em que uma empresa adquire o controle corporativo de um ou mais negócios. De acordo com Hajj e Lisboa (2001), essas operações caracterizam-se pela obtenção de controle por parte de uma companhia investidora sobre a(s) sociedade(s) investida(s) ou pela efetiva junção de dois grupos independentes.

As combinações de negócios, mais especificamente as fusões e aquisições, representam eventos corporativos complexos e dinâmicos realizados entre as empresas, sendo objeto de estudo de várias ciências sociais, que ainda buscam respostas para o efeito dessas transações na situação econômico-financeira de uma companhia.

De acordo com a literatura (JENSEN; RUBACK, 1983; BRADLEY; DESAI; KIM, 1988; HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; BROUTHERS; HASTENBURG; VEN; 1998; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; HURLEY, 2006; CAMARGOS; BARBOSA, 2010), as combinações de negócios, principalmente as fusões e aquisições, são motivadas por várias expectativas, tais como: aumento na lucratividade, maior participação no mercado, obtenção de ganhos operacionais e financeiros (sinergias), ganhos tributários, substituição de gestores ineficientes, redução de custos de escala, maiores retornos aos acionistas e, sobretudo, pela perspectiva de que a companhia resultante ou adquirente desses ativos consiga obter um desempenho superior à soma individual das empresas envolvidas.

Segundo Nelson (1959), muitas das fusões e aquisições que ocorreram no decorrer dos anos, principalmente as envolvendo empresas dos Estados Unidos, foram impulsionadas pela necessidade de as companhias preservarem os lucros e enfrentarem os seus concorrentes, buscando, para isso, realizar operações que facilitassem a criação de monopólios e oligopólios em diferentes setores da economia.

Dessa forma, a realização de uma combinação de negócio torna-se uma importante estratégia para a obtenção e controle de recursos pelas empresas, seja pelo fato de estabelecer economias de escalas e/ou monopólios e por gerar vantagens competitivas para as companhias envolvidas nessas operações.

Nesse sentido, o motivo da união entre duas ou mais empresas vai além de um simples investimento. A companhia resultante de uma combinação de negócios pode obter mais controle sobre o mercado em que atua e, com isso, pode aumentar sua capacidade de interferir

na definição de preços, controlar a produção e explorar melhor o mercado. De acordo com Triches (1996), vários são os tipos de combinações de negócios que uma companhia pode realizar para obter mais controle corporativo, sendo que cada um apresenta características distintas. Na literatura, existem diversas formas de combinação de negócios, as quais serão abordadas a seguir.

2.1.1 Tipos de combinação de negócios

Uma combinação de negócios não é um processo simples, pois se trata de uma ação que pode gerar conflitos entre os diferentes agentes do mercado, que buscam controlar recursos e aumentar sua rentabilidade. O processo de combinação de negócio pode ocorrer de diversas formas, dentre elas: pela fusão de uma ou mais corporações para formar uma nova entidade; pela aquisição de ativos líquidos que possam caracterizar o controle de uma sociedade por outra; pela incorporação de uma firma por outra; pelo empreendimento conjunto entre companhias (*joint venture*); e pela cisão de parte do patrimônio de uma firma para outra(s) (TRICHES, 1996).

Em uma fusão, ocorre a união de duas ou mais companhias para formar uma nova empresa que as sucederá em todos os seus direitos e obrigações, deixando aquelas de existir. Uma aquisição ocorre quando uma corporação compra ações de outras organizações. As fusões e aquisições são o tipo de combinações de negócios mais realizadas entre as empresas (TRICHES, 1996).

Em um processo de incorporação, uma empresa, denominada incorporadora, absorve todo o patrimônio de outra companhia, denominada incorporada, assumindo todos os direitos e obrigações, deixando a incorporada de existir. Nessa operação, a companhia investidora pode adquirir os ativos líquidos da firma investida pela emissão de ações ou pelo pagamento em moeda corrente e/ou outros instrumentos de crédito para os acionistas da investida, a qual é extinta após a transferência dos seus ativos líquidos para a investidora (TRICHES, 1996; HAJJ; LISBOA, 2001).

Uma característica que distingue a incorporação da aquisição é o fato de que, na primeira sempre ocorre a extinção da(s) firma(s) incorporada(s), mas na segunda tal fato não ocorre, havendo apenas a aquisição parcial ou total das ações das empresas-alvo, continuando esta a existir.

Já os empreendimentos conjuntos, também conhecidos como *joint venture*, constituem-se em uma associação de companhias, por tempo indeterminado, para explorar um

ou mais negócios sem que qualquer das firmas perca sua personalidade jurídica, sendo considerado um meio eficiente de transferir e integrar conhecimento organizacional (KOGUT, 1988; TRICHES, 1996). Segundo o CPC (2012), uma *joint venture* pode ser considerada um acordo por meio do qual as partes, empresas ou grupos econômicos, que detêm o controle conjunto do empreendimento por meio de um acordo contratual, possuem direitos sobre os ativos líquidos desse acordo.

Conforme se percebe, a principal característica de um empreendimento conjunto é que as diferentes organizações que fazem parte dessa operação detêm o controle comum sobre os ativos do empreendimento, sendo que as relações dessa combinação de negócios são regidas por um contrato entre as partes envolvidas. Diferentemente de uma fusão ou das outras combinações de negócios, uma *joint venture* não causa mudanças na administração das empresas-mães, apenas na gestão do novo empreendimento que é compartilhada entre as companhias (MCCONNELL; NANTELL, 1985).

Segundo Kogut (1988), a realização de uma *joint venture* pode ser explicada por três proposições teóricas: Teoria dos Custos de Transação, Teoria Estratégica e Teoria Organizacional. Na perspectiva dos Custos de Transação, um empreendimento conjunto é visto como uma solução eficiente para os riscos das transações econômicas. A abordagem estratégica coloca a *joint-venture* como um tipo de acordo para enfrentar a competitividade e aumentar o poder de mercado das empresas envolvidas e, na Teoria Organizacional, essas operações são uma forma eficiente de as companhias obterem mais conhecimentos para manter suas atividades (KOGUT, 1988).

Percebe-se que, além de ser uma operação que pode gerar diversos ganhos para as companhias envolvidas, uma *joint venture* ainda pode ser uma alternativa às demais combinações de negócios, pois não envolve a aquisição de empresas por outras, mas a associação entre elas para desenvolver uma atividade em comum.

Por outro lado, diferentemente das outras combinações de negócios que sempre resultam na união de empresas para controlar mais recursos, a cisão ou *Split up* é caracterizada pela desintegração de companhias para formar nova(s) firma(s) que passa(m) a operar independente(s) ou não do grupo controlador.

Pode-se dizer que uma cisão ou *Split up* é uma transação que ocorre pela separação de uma ou mais empresas, podendo a empresa cindida deixar de existir, quando ocorrer a cisão total, ou a firma cindida continuar a existir, ocorrendo a cisão parcial. Muitos grupos empresariais realizam cisões com o objetivo de reestruturar suas operações, expandir suas atividades e resolver conflitos entre os acionistas (TRICHES, 1996).

Dentre esses meios pelo qual uma organização pode realizar uma combinação de negócios, as fusões e aquisições representam o tipo de associação empresarial mais controverso no meio acadêmico e empresarial, pois não há uma teoria geral que lhe sirva de suporte, suscitando ainda muitas dúvidas acerca do efeito dessas operações sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas que as realizam.

Dessa forma, apesar de outros tipos de combinações de negócios existentes e relatados anteriormente, o presente estudo objetiva analisar o efeito dos processos de fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das companhias adquirentes ou resultantes dessas operações. Tal fato se dá por serem as F&As os tipos de combinação de negócio mais realizados no mercado nacional e mundial. Além disso, no Brasil, ainda há poucos estudos, se comparados à literatura internacional, que buscam verificar o efeito dessas transações sobre a *performance* das companhias, principalmente no que se refere à relação entre crescimento por fusões e aquisições e o desempenho econômico-financeiro. A seguir apresentam-se as principais características dessas transações, conceitos, ondas, e motivações, e, posteriormente, as teorias e hipóteses que buscam explicar esses processos.

2.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES

2.2.1 Conceito e tipos de fusão e aquisição

As fusões e aquisições são os tipos de combinação de negócios mais comumente realizados entre as corporações no Brasil e no mundo. Em uma fusão ou consolidação duas ou mais empresas se unem para formar uma nova entidade. As companhias combinadas são extintas, transferindo seus ativos líquidos para a nova organização formada, que lhes sucedem em todos os seus direitos e obrigações. Já na aquisição uma firma ou grupo empresarial compra ações de outra corporação, seja de forma total ou parcial, continuando as duas sociedades a existirem (TRICHES, 1996; HAJJ; LISBOA, 2001; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Essas combinações de negócios, dependendo do tipo de integração, podem ser classificadas em horizontais, verticais, conglomerado e congênere. Em uma F&A horizontal ocorre a união entre firmas do mesmo ramo de atividade. Já uma fusão e aquisição vertical ocorrem quando há integração de empresas que estão à frente ou atrás da cadeia de valor. No tipo conglomerado ou cosseguro, a operação caracteriza-se por envolver companhias que estão em setores diferentes da economia, visando à diversificação de investimentos, uma vez que não

apresenta qualquer tipo de sinergia. A integração congênere abrange sociedades que estão na mesma indústria, mas que não atuam na mesma linha de negócios, não havendo relação entre elas (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; HURLEY, 2006).

De acordo com Maquieira, Meggison e Nail (1998), as F&As também podem ser classificadas de acordo com o setor econômico em que atuam, podendo ser relacionadas ou não relacionadas. Nas combinações relacionadas, há a integração entre empresas do mesmo setor econômico e, nas não relacionadas, há a união de companhias de setores econômicos distintos (GOSH, 2001).

A literatura ainda menciona que, dependendo da forma como essas combinações de negócios são conduzidas, elas podem ser de dois tipos, a saber: hostil (*hostile takeover*) e amigável (*friendly takeover*). Uma F&A amigável caracteriza-se pela mudança na propriedade da sociedade adquirida sem uma mudança no controle administrativo, enquanto nas hostis há uma tomada de controle sem o consentimento da administração da empresa-alvo, resultando na substituição de toda a sua gestão, sendo que essas transações se dão em sua maioria no mercado de capitais (HIRSCHEY, 1986; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; TUCH; O'SULLIVAN, 2007).

De acordo com Camargos e Barbosa (2003), a maioria das operações de fusões e aquisições se dá por meio do mercado de capitais pela compra direta de ações em bolsa de valores, ou por ofertas privadas feitas pela sociedade adquirente à administração das firmas-alvo. Para evitar que ocorra uma fusão ou aquisição indesejada em algumas operações no mercado de capitais, muitas corporações utilizam de outros mecanismos que não uma fusão para adquirir o controle de outras companhias e se defenderem dessas operações hostis, como por exemplo, as brigas por procuração, o fechamento de capital e outras estratégias de defesa.

O processo de brigas por procuração é uma operação que requer a aprovação dos administradores e controladores da firma-alvo para que outra empresa assuma o controle corporativo daquela. Entretanto, esse processo é dificultado pelos estatutos sociais que fixam cláusulas de barreiras (MANNE, 1965; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Já o fechamento de capital é outra operação que a administração de uma corporação utiliza para evitar a tomada de controle corporativo por aquisições hostis, que pode se dar pelos processos de *leveraged/management buyout* (LBO/MBO) (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Uma MBO envolve a aquisição de uma empresa pelos seus administradores, quando estes detém a maior participação no capital, para evitar que outra companhia tome seu controle, retirando suas ações de negociação e, em seguida, fechando seu capital. Já uma LBO

refere-se a uma operação onde a administração adquire o controle acionário de uma companhia, sendo que uma parte dos recursos utilizados para essa compra é obtida por meio de dívidas (FRANKFURTER; GUNAY, 1993).

Além desses mecanismos, uma companhia poderá utilizar outras estratégias para se defender de uma combinação de negócios indesejada, tais como: normas corporativas que dificultem uma tomada de controle, as chamadas pílulas envenenadas (*Poison Pills*) ou repelentes de tubarão (*Shark Repelentes*); fusões defensivas, onde uma firma realiza uma combinação amigável com outra organização para evitar uma tomada de controle hostil; requisição de ações para evitar sua aquisição por um potencial comprador; limitação de participação de um grupo empresarial no seu quadro acionário; elevação do valor de mercado da companhia por meio de estratégias de investimento e políticas de dividendos; alienação dos principais ativos da empresa para tornar-se menos atraente para uma combinação de negócios (estratégia da terra arrasada); e a realização de uma fusão ou aquisição com outra organização com uma postura mais amigável para se defender de uma operação hostil, mais conhecido como Cavaleiro Branco ou *White Knight* (MANNE, 1965; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Por fim, nota-se que as fusões e aquisições constituem um dos eventos mais complexos do mercado corporativo, sendo um dos meios mais rápidos para as empresas crescerem, expandirem seus negócios e atividades, conquistarem novos mercados, preservar lucros, enfrentar seus concorrentes, aproveitar oportunidades de investimento, e que o crescimento dessas operações está estritamente ligado ao desenvolvimento econômico e a expansão dos mercados de capitais. A seguir, apresentam-se como se deu o desenvolvimento dessas operações ao longo dos anos.

2.2.2 Ondas de fusões e aquisições

As operações de fusões e aquisições (F&A) tiveram origem no final do século XVIII e início do século XIX, sendo impulsionadas pelo processo de concentração de capitais e reestruturação corporativa iniciada com a Revolução Industrial (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Segundo Nelson (1959), foi nos Estados Unidos onde ocorreram as primeiras operações de fusões e aquisições no ano de 1887, sendo que a partir desse período essas combinações de negócios passaram a ocorrer em um número elevado, provocando um intenso volume dessas transações na economia norte-americana e no mercado de capitais.

De acordo com Mueller (1969), esse elevado número de combinações de negócio passou a ser conhecido como onda, sendo que, no último século, observaram-se cinco grandes

ondas (ciclos), que se iniciaram no mercado norte-americano e que vêm se espalhando por todo o mundo (TRICHES, 1996; GUGLER *et al.*, 2001), conforme características expostas no Quadro 1.

Quadro 1 – Ondas de fusões e aquisições

Onda	Características
A grande onda de fusões (1887-1904)	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurando até a depressão de 1904. Teve como características principais: as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com consolidação nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.
O movimento das fusões (1916-1929)	O crescimento do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidarem firmas em diversos setores, como os de serviços de utilidade pública (elétrico e gás), o de comunicações e o automobilístico. As fusões de várias empresas em uma única não foram mais permitidas por leis antitrustes. Esta onda apresentou mais fusões verticais e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam ao poder de oligopólio.
A onda de fusões conglomerado dos anos de 1960	Predominaram as fusões que visavam à diversificação do tipo conglomerado com a união de diferentes atividades, como uma resposta às maiores restrições às operações horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitrustes em 1950. Durante os anos de 1960, as aquisições foram influenciadas pelo crescimento do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Houve um grande fracasso das F&As ocorridas nesse período, visto que a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade.
A onda dos anos de 1980	Caracterizada pela expansão empresarial devido a não investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim à aquisição de outras formas, em razão do baixo valor das ações no mercado de capitais, tornou a aquisição mais barata do que novos investimentos. A quebra da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às companhias estrangeiras comprarem empresas americanas, resultando em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, ocorreu um grande número de combinação de negócios entre firmas do mesmo porte. A partir dos anos de 1980 essas transações fizeram com que grandes corporações se expandissem internacionalmente.
A onda dos anos de 1990	Foi a partir desta onda que as operações de fusões e aquisições se espalharam para os principais países mais industrializados do mundo. É vista como uma adequação inteligente a um ambiente de negócios cada vez mais dinâmico e globalizado, que tem acirrado cada vez mais a competitividade entre as empresas. No ano de 1994 o mercado norte-americano bateu o recorde no volume transacionado e no número de operações realizadas.

Fonte: Triches (1996); Gugler *et al.* (2001); Camargos e Barbosa (2003).

A primeira onda foi marcada pela formação de monopólios, a segunda por oligopólios, a terceira pela formação de conglomerados econômicos, a quarta por combinações não-amigáveis e a quinta onda pela internacionalização dessas operações, sendo motivadas por fatores estratégicos e por sinergias (MITCHELL; MULHERIN, 1996).

De acordo com Nelson (1959), as duas primeiras ondas de combinações de negócios podem ser explicadas pela necessidade das indústrias em preservar os lucros frente à pressão dos seus concorrentes, o que levou à criação de monopólios e oligopólios, visando o controle do mercado.

Já as operações iniciadas a partir dos anos de 1960 (terceira onda) tiveram como fator preponderante o rápido crescimento das companhias e a diversificação dos investimentos,

causando um elevado número de operações em conglomerado, os quais, aliados às leis que impediam combinações horizontais, facilitaram o desenvolvimento desse tipo de fusões e aquisições (NELSON, 1959; HURLEY, 2006).

Por outro lado, as fusões e aquisições ocorridas a partir de 1980 (quarta e quinta onda) tiveram como motivações mudanças específicas em setores econômicos que causaram uma redistribuição em grande escala dos ativos corporativos. Destacam-se, ainda, outros fatores, a exemplo de: desregulamentação; busca por sinergias; fatores estratégicos; mudanças nos custos dos insumos; e inovações nos meios de financiamento que induziram e permitiram alterações nos setores envolvidos nessas operações (MITCHELL; MULHERIN, 1996; HARFORD, 2005).

Para Harford (2005), a expansão econômica e o aumento de liquidez decorrente da redução nas restrições para o financiamento dessas transações propiciaram o ambiente necessário para criar essas ondas de fusões e aquisições, reduzindo o custo das transações e elevando o número de operações a partir da década de 1980.

Segundo Gugler, Mueller e Weichselbaumer (2012), essas ondas de fusões e aquisições ocorridas no mercado norte-americano foram fortemente impulsionadas pelo desenvolvimento do mercado de capitais, que facilitou essas transações econômicas, sendo considerado um fator importante na disseminação dessas operações para os demais países industrializados.

Percebe-se, dessa forma, que cada ciclo de fusões e aquisições é marcado por mudanças no ambiente corporativo, na economia e pela necessidade de as companhias preservarem seus lucros, sendo essas combinações de negócios uma forma de as corporações enfrentarem a alta competitividade gerada pela globalização da economia, bem como para obterem sinergias por meio dessas operações.

2.2.3 Fusões e aquisições no Brasil

De acordo com Triches (1996), no Brasil, após a crise econômica ocorrida nos anos de 1980 e no início dos anos de 1990, o governo iniciou o processo de abertura da economia do país, visando a sua modernização, fazendo com que vários grupos empresariais buscassem vender ou adquirir companhias para enfrentar os novos desafios decorrentes da globalização econômica. Foi a partir desse processo que ocorreu o crescimento do número de fusões e aquisições no mercado brasileiro por três diferentes modos, a saber: primeiro, a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que empresas estrangeiras comprassem companhias brasileiras;

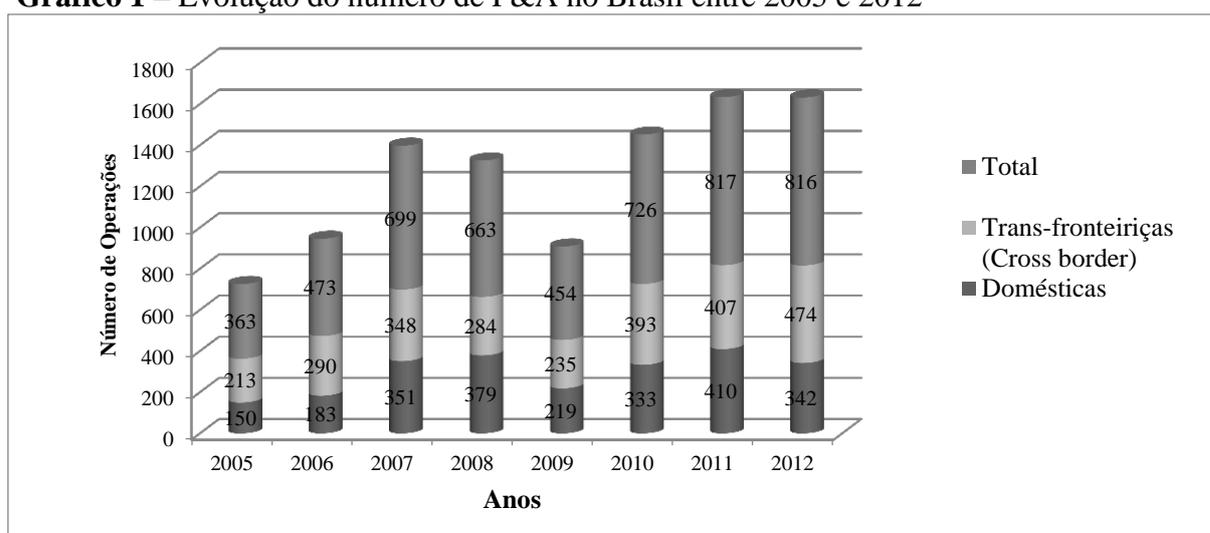
segundo, os programas de privatização criaram oportunidades para firmas brasileiras e estrangeiras investirem em setores antes controlados pelo governo, como os setores de energia e telecomunicação; e terceiro, o aumento na competição internacional, aliada às rápidas mudanças tecnológicas, forçou as corporações nacionais a realizarem essas combinações de negócios com o intuito de se tornarem mais competitivas (WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004).

Observa-se que a abertura da economia brasileira, aliada à globalização da economia, criou um ambiente propício para a realização de fusões e aquisições no país, sendo que a partir da abertura de linhas de créditos por parte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social o número dessas operações aumentou ainda mais no decorrer dos anos de 1990 (TRICHES, 1996).

De acordo com Matias, Barreto e Gorgati (1996), desde o início da década de 1990, a explosão no número de fusões e aquisições é notável, sendo que nos primeiros meses de 1996 houve um aumento de 54% no número dessas operações, se comparado ao mesmo período do ano anterior.

Desde então, a economia brasileira tem acompanhado a evolução de fusões e aquisições no cenário mundial. Entre os anos de 2005 e 2012 ocorreram 5.011 processos de F&A, dos quais 2.367 foram domésticas e 2.644 foram do tipo *cross border*, que envolviam empresas de outros países (KPMG, 2013), conforme exposto no Gráfico 1.

Gráfico 1 – Evolução do número de F&A no Brasil entre 2005 e 2012



Fonte: KPMG (2013).

Em pesquisa divulgada recentemente pela ANBIMA (2013), observa-se o quanto de recursos estão sendo movimentados por essas transações no mercado brasileiro, atingindo, no

ano de 2012, um montante de R\$ 151,4 bilhões, o que corresponde a um aumento de mais de 60%, se comparado ao ano de 2011 (R\$ 94,1 bilhões).

De acordo com Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004), as fusões e aquisições realizadas no mercado brasileiro apresentam interesses tipicamente estratégicos, visando a conquista de maior participação no mercado; ganhos operacionais; aumento na lucratividade; produtividade; ampliação da rede de distribuição e logística; e operações que almejavam à obtenção de *know-how* corporativo, de tecnologia, práticas gerenciais e de mercado.

Percebe-se que os motivos que têm levado as companhias brasileiras a realizarem fusões e aquisições ainda estão predominantemente ligados à defesa da concorrência, à preservação dos lucros e ao aumento de poder em relação ao mercado em que atuam (WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004).

2.2.4 Motivações para fusões e aquisições

Segundo Brouthers, Hanstenburg e Ven (1998), a literatura sobre combinações de negócios, principalmente sobre fusões e aquisições, elenca uma diversidade de explicações para a realização dessas operações, sendo que estudiosos têm sugerido que os agentes podem ter múltiplos objetivos para realizar essas transações.

Dentre os motivos que impulsionam uma fusão e/ou aquisições, podem ser citados os seguintes:

- diferentes expectativas em relação ao fluxo de caixa e risco envolvido, também conhecido como expectativas assimétricas, levam os investidores a atribuir valores distintos a uma mesma companhia, gerando ofertas de compras (KLOECKNER, 1994);
- necessidade de controlar mais recursos corporativos mediante fusões e aquisições (MANNE, 1965);
- compensações e ganhos tributários, oriundos de créditos tributários referentes a prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas na combinação de negócio, que podem ser utilizados em exercícios futuros pela companhia resultante da união, caso apresente lucros (JENSEN; RUBACK, 1983; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003);

- como alternativa à distribuição de dividendos aos acionistas e recompra de ações, em firmas com fluxo de caixa livres disponíveis, baseada nas premissas de que o valor da empresa independe dos dividendos distribuídos, que os acionistas não pretendem utilizar os recursos de imediato, e que essa remuneração será reinvestida na organização ou em outras entidades, considerando o mesmo risco (JENSEN, 1986; KLOECKNER, 1994; CAMARGOS; BARBOSA, 2003);
- economias de escala e de escopo, provenientes de possíveis diluição nos custos, decorrentes do aumento no nível de produção, uso eficiente de recursos, aprimoramento de projetos de pesquisa e desenvolvimento e transferência de tecnologia e conhecimento (MUELLER, 1969; JENSEN; RUBACK, 1983);
- criação de monopólio e oligopólios para preservação de lucros e poder de mercado: por meio dessas operações, as empresas buscam obter ganhos e preservar lucros com o aumento da concentração do mercado e redução da competitividade (NELSON, 1959; MUELLER, 1969; CAMARGOS; BARBOSA, 2003);
- diversificar investimentos e reduzir o risco de falência: mediante fusões entre empresas que não apresentam sinergia (MUELLER, 1969; HURLEY, 2006);
- irracionalidade dos agentes envolvidos nessas transações ou hipótese do orgulho exagerado: decorrente do erro na avaliação do valor de mercado da firma-alvo pelos administradores da companhia interessada (HOLL, 1986);
- custos de reposição e valores de mercado: ocorre quando os custos de reposição dos ativos (recursos) de uma empresa são maiores do que o seu valor de mercado, deixando-a alvo de propostas de compra (CAMARGOS; BARBOSA, 2003);
- razões gerenciais: os gestores das empresas realizam uma combinação de negócio para aumentar sua utilidade gerencial (MARRIS, 1963; MANNE, 1965; MUELLER, 1969);
- maximização do crescimento da firma: fusões e aquisições ocorrem devido o desejo dos administradores em maximizar o tamanho da companhia em detrimento dos lucros ou da riqueza dos acionistas (MARRIS, 1963; MUELLER, 1969);
- expandir os negócios da companhia e enfrentar dificuldades de entrada em novos mercados (CAMARGOS; BARBOSA, 2003); e
- criação de valor: os acionistas esperam que a combinação de negócios aumente os lucros da firma e, conseqüentemente, sua riqueza (GORT, 1969).

Kloeckner (1994) classifica essas motivações para combinações de negócios em motivos gerais, motivos para fusões e aquisições horizontais e verticais, motivos para operações cosseguro ou fusões conglomerados e motivos gerenciais. Como motivos gerais para fusões e aquisições apontam-se: o racional da eficiência, os efeitos tributários, alternativa para dividendos e recompra de ações e os custos de reposição dos valores dos ativos das empresas-alvo que podem ser atrativos para as companhias compradoras. Em relação às combinações verticais e horizontais, indica-se: a busca por economias de escala e escopo, a troca de tecnologias e conhecimento entre as firmas, a criação de monopólios e oligopólios e a criação de efeitos anticompetitivos.

Para operações de cosseguro ou conglomerados, essas operações são motivadas pela redução no risco de falência da firma, visto que essas transações podem diminuir a riqueza dos acionistas, pois não se espera que ocorram ganhos de eficiência nessas fusões. E, como motivos gerenciais, assinala-se a busca dos diretores em aumentar sua utilidade gerencial e seu bem-estar, por mudanças de administração ineficientes e como alternativa para utilização de fluxos de caixa livres (KLOECKNER, 1994).

Por outro lado, Brouthers, Hastenburg e Ven (1998) agrupam esses motivos em três categorias: motivos econômicos, motivos pessoais e motivos estratégicos. Os motivos econômicos estão relacionados ao aumento no lucro, redução de custos, diversificação do risco ou responder a falhas de mercado. Os motivos pessoais estariam ligados ao desejo dos gerentes das firmas em aumentar seu próprio bem-estar, incluindo aumento nas vendas e crescimento da companhia. Os motivos estratégicos estariam vinculados à expansão global da corporação, pelo aumento de poder no mercado, criar barreiras para novos competidores, entre outros (BROUTHERS; HASTENBURG; VEN; 1998).

Assim, percebe-se que muitos são os motivos que levam uma companhia a realizar uma combinação de negócio, sendo que todos convergem para um objetivo comum, que é o domínio de recursos e geração de benefícios econômicos mediante a geração de sinergias e maximização de resultados.

Recorda-se que todos esses motivos estão pautados em alguma proposição teórica. Dessa forma, a seguir busca-se demonstrar algumas teorias que tentam explicar os motivos que levam uma firma a realizar uma operação de fusão e aquisição, especificamente aquelas que explicam acerca dos possíveis efeitos no desempenho das companhias envolvidas nessas transações.

2.3 TEORIAS E HIPÓTESES APLICADAS ÀS FUSÕES E AQUISIÇÕES

A literatura associada a fusões e aquisições ainda não está consolidada em uma teoria geral que lhe sirva de base conceitual. De acordo com Copeland, Weston e Shastri (2005), há várias proposições teóricas acerca desses eventos, que, para Camargos e Coutinho (2005), encontram respaldo em diversos enfoques da Teoria da Firma, que visa explicar o surgimento e a existência dessas entidades.

Dentre os enfoques considerados pela Teoria da Firma, Firth (1980) aponta que a maioria das explicações para a realização de uma fusão e aquisição encontra alicerce na Teoria da Maximização dos Lucros da Firma e/ou na Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial, sendo que essas teorias podem também ser utilizadas para prever mudanças no desempenho das empresas envolvidas nessas operações.

Nesse sentido, Berkovitch e Narayanan (1993) afirmam que as mudanças provocadas por uma combinação de negócios nos preços das ações e na *performance* de uma companhia podem ser explicadas à luz da Hipótese das Sinergias, da Teoria da Agência e da *Hubris Hypothesis*.

Ainda há outras teorias que visam esclarecer as razões que levam uma firma a empreender uma combinação de negócios, como: Hipótese do Mercado Eficiente, Teoria da Assimetria Informacional, Teoria do Fluxo de Caixa Livre, Teoria do Mercado de Controle Corporativo, entre outras. Porém, considerando o objetivo deste estudo, utilizar-se-ão as Teorias da Maximização dos Lucros da Firma, da Maximização da Utilidade Gerencial e a Hipótese das Sinergias como base teórica para o mesmo, uma vez que fornecem subsídios para explicitar os efeitos de uma fusão e aquisição no desempenho das empresas envolvidas nessas operações (MARRIS, 1963; MUELLER, 1969; FIRTH, 1980; BERKOVITCH; NAYARANAN, 1993; KLOECKNER, 1994; COPELAND, WESTON; SHASTRI, 2005).

2.3.1 Teoria da Maximização dos Lucros da Firma

A Teoria da Maximização dos Lucros da Firma é mais um dos enfoques da Teoria da Firma. A Teoria da Firma explica o surgimento e a existência das corporações, tendo sido desenvolvida ao longo dos anos por diferentes escolas de economistas, a exemplo de Adam Smith, Stuart Mill, Alfred Marshall, Ronald Coase, Edith Penrose, Oliver E. Williamson, entre outros (KLOECKNER, 1994; CAMARGOS; COUTINHO, 2008).

Segundo Kloeckner (1994), a Teoria da Firma prevê que o objetivo das companhias é a maximização do lucro e da riqueza dos proprietários, seja por meio da alocação eficiente dos recursos e sua manutenção, seja pela minimização dos custos de transação, do desenvolvimento e de inovações, da gestão dos conflitos de agência e minimização dos seus custos, entre outros fatores.

A partir dos pressupostos da Teoria da Firma foram desenvolvidos vários enfoques para explicar o objetivo de uma companhia, dentre os quais, o da maximização dos lucros da firma, que fora proposto por Alfred Marshall em seu livro *The Principles of Economics*, defendendo que a maximização de lucros por parte das empresas era o objetivo principal dessas entidades (ANDERSON; ROSS, 2005).

Para Anderson e Ross (2005), a Teoria da Maximização dos Lucros da Firma preceitua que o principal objetivo de uma empresa como um agente econômico é maximizar seu lucro, seja pelo aumento de receitas, expansão de atividades ou pela busca da eficiência operacional. Nessa perspectiva, as atividades das empresas são sempre desenvolvidas com o intuito de prover recursos que lhe garantam a continuidade no mercado e que proporcionem um retorno adequado aos seus acionistas/proprietários.

De acordo com Firth (1980), na visão da Teoria da Maximização dos Lucros da Firma, as forças do mercado competitivo levam os administradores a maximizarem o valor das companhias e a riqueza dos acionistas. Dessa forma, acredita-se que os dirigentes das firmas só buscam empreender projetos que gerem o retorno econômico para a empresa e para os seus acionistas, isto é, que apresentem valor presente líquido positivo (FIRTH, 1980).

Na ótica da Teoria da Maximização dos Lucros, observa-se que qualquer atividade ou projeto desenvolvido pela companhia deve ter como fim o aumento da rentabilidade. Nesse caso, uma operação de combinação de negócio só acontecerá se resultar no aumento do lucro da firma e, conseqüentemente, no bem-estar dos seus acionistas, seja pelo aumento da lucratividade, seja pela criação de monopólio, sinergias ou, ainda, pela substituição de gestores ineficientes nas empresas adquiridas (MANNE, 1965; FIRTH, 1980).

Para Mueller (1969), na busca de maximizar seus resultados, uma companhia só empreenderá uma fusão, por exemplo, quando tal operação produzir algum aumento no seu poder de mercado, gerar ganhos de escala e tecnológicos, ou quando os gestores da empresa compradora possuir algum conhecimento sobre as oportunidades de lucro na combinação de negócio que nem os administradores e nem os acionistas da outra entidade possuem.

Assim, observa-se que a realização de uma combinação de negócio, de acordo com as proposições da Teoria da Maximização do Lucro, só seria empreendida caso possibilite a

maximização dos lucros da firma e gere riqueza para os seus acionistas, caso contrário, a realização dessas transações poderia mitigar a finalidade da empresa que é gerar valor para os seus proprietários.

Contudo, segundo Ng (1974), alguns críticos enfatizam que os preceitos da Teoria da Maximização dos Lucros da Firma, por ter sido desenvolvida a partir da concepção clássica de empresa, não se aplicam à moderna corporação, caracterizada principalmente pela separação entre controle e propriedade.

Nesse sentido, Kloeckner (1994) afirma que, na corporação moderna, principalmente caracterizada pela separação da propriedade e controle, a maximização do lucro da firma pode não ser o objetivo principal dos agentes responsáveis pela administração dessas entidades, mas estes podem estar mais interessados em aumentar seu próprio bem-estar. Esse fenômeno, de acordo com Marris (1963), pode ser explicado à luz da Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial, abordada a seguir.

2.3.2 Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial

A Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial foi inicialmente proposta por Marris (1963), sendo seus preceitos desenvolvidos a partir dos estudos de Penrose (1959) e de outros autores que expuseram a Teoria da Maximização do Crescimento (CAMARGOS; COUTINHO, 2008).

Segundo Marris (1963), sob quaisquer condições, exceto em uma economia de concorrência perfeita, a maximização do lucro da firma é raramente perseguida e, quando o tomador de decisão não é ao mesmo tempo o receptor dos lucros, essa motivação deixa de ser um objetivo primário, demonstrando que os desejos dos gestores desviam-se dos objetivos organizacionais.

Nessa perspectiva, alguns estudos têm sugerido que o desejo dos administradores é aumentar positivamente o tamanho das empresas e, com isso, maximizar a taxa de crescimento das corporações sob seu comando, ao invés de maximizar a rentabilidade dos acionistas, sugerindo que a remuneração, o poder e o *status* dos gestores poderiam estar fortemente relacionados ao tamanho e à taxa de crescimento das firmas (MARRIS, 1963).

Contudo, de acordo com Marris (1963), esses pressupostos – aumento no tamanho e maximização da taxa de crescimento da firma – não são necessariamente equivalentes porque os administradores poderiam buscar empregos em grandes empresas ou mesmo tornarem-se presidentes de grandes companhias, por exemplo, para receberem elevados salários e aumentar

o seu poder. Para o mesmo autor, os administradores veem o crescimento das firmas como um dos melhores métodos para satisfazerem suas necessidades e ambições pessoais, buscando, assim, não somente aumentar seus salários, mas seu prestígio, poder, ou seja, buscam maximizar sua utilidade gerencial em detrimento da maximização dos lucros e da riqueza dos acionistas.

Dessa forma, com a separação entre a propriedade e controle, a maximização do lucro da firma deixa de ser a principal finalidade dos gestores, que passam a empregar os recursos da companhia com o objetivo de maximizar ainda mais sua utilidade gerencial (MARRIS, 1963). Segundo Firth (1980), além de buscar um nível satisfatório de lucro, os administradores tentarão reduzir o risco de perder seus empregos, se engajando em projetos que aumentem seu poder, seus salários e a sua satisfação no trabalho, em detrimento da maximização dos lucros da firma e da riqueza dos acionistas (FIRTH, 1980).

Assim, ao invés de buscar empregos em corporações maiores, os diretores empregam seus esforços no crescimento das empresas que administram e, conseqüentemente, dos recursos sob o seu controle, uma vez que esse fator agrega na sua utilidade gerencial, estando mais preocupados com a taxa de crescimento da companhia do que com a rentabilidade desta.

Para isso, segundo Jensen (1986), os administradores buscam levar as corporações a um crescimento além do tamanho desejável, pois o aumento de ativos sob seu controle aumenta o seu poder e seus benefícios, que parecem estar fortemente relacionados com o tamanho da corporação (MARRIS, 1963).

Nessa ótica, segundo Mueller (1969), os administradores se utilizam de meios que garantam o aumento rápido de sua utilidade gerencial, sendo as operações de fusão e aquisição um dos meios mais rápidos de potencializar o crescimento da companhia e atingir seus objetivos.

Firth (1980) ressalta que, sobre os preceitos da Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial, o motivo que impulsiona essas operações não é o aumento da rentabilidade, mas sim o aumento no tamanho da empresa e no bem-estar dos gestores. Berkovitch e Narayanan (1993) corroboram ao afirmar que os gestores veem nessas combinações de negócios uma forma de aumentarem sua utilidade gerencial, pois a aquisição de mais ativos leva a companhia a depender ainda mais de suas habilidades gerenciais.

Dessa forma, percebe-se que a realização de F&As pode ser um meio de os dirigentes da corporação adquirente aumentarem seu próprio bem-estar, ainda que essas transações não se mostrem lucrativas e causem um impacto negativo no valor de mercado das ações da firma (KLOECKNER, 1994). Foi o que se viu nos anos de 1960 na economia dos Estados Unidos,

onde o crescimento das operações de fusões e aquisições, que tinham o intuito de aumentar o tamanho das companhias ou a título de investimento, levou a maioria dessas transações a fracassar (MUELLER, 1969).

Para Muller (1969), tal fato ocorreu devido à maioria dessas combinações não terem sido realizadas com o objetivo de gerar sinergias, aumentar a eficiência operacional ou a produtividade das firmas, mas somente com o intuito de diversificação dos investimentos mediante fusões e aquisições em conglomerado, que não envolvem a união de empresas que fazem parte da mesma cadeia produtiva. Assim, de acordo com o autor, as fusões e aquisições do tipo conglomerado não atende aos pressupostos da Hipótese das Sinergias, uma vez que não apresentavam perspectivas na geração de ganhos para as companhias e seus acionistas. A seguir, apresentam-se as características dessa hipótese, que tenta também explicar os motivos que levam uma firma a realizar uma combinação de negócios.

2.3.3 Hipótese das Sinergias

A hipótese de que as fusões e aquisições criam sinergias para as empresas envolvidas nessas combinações de negócios surgiu na década de 1960, durante a terceira onda de F&A ocorrida no mercado norte-americano, a *The 1960s Conglomerate Merger Wave*, caracterizada principalmente pelas F&A do tipo conglomerado (MUELLER; SIROWER, 2003).

Inicialmente, o termo sinergia foi utilizado por não conseguir identificar os motivos que levavam as companhias a realizarem esse tipo de F&A e, por essa razão, explicava-se que elas ocorriam devido à possibilidade de geração de sinergias (ganhos) para as firmas envolvidas (MUELLER; SIROWER, 2003).

Na literatura, destacam-se as pesquisas desenvolvidas por Bradley, Dessai e Kim (1983, 1988) e Jensen e Ruback (1983) como os primeiros estudos a indicarem a busca por sinergias como possíveis explicações para a realização de fusões e aquisições. Sinergia é comumente definida como o valor adicional que é gerado pela combinação de duas ou mais firmas que criam oportunidades que não poderiam ser avaliadas se as organizações envolvidas operassem independentes (MUELLER; SIROWER, 2003; DAMODARAN, 2005).

Nessa perspectiva, a Hipótese das Sinergias pressupõe que em processos de fusões e aquisições só ocorrerão sinergias (ganhos) quando o valor das companhias combinadas for maior do que a soma dos valores individuais das entidades (BRADLEY; DESSAI; KIM, 1988; SETH; SONG; PETTIT, 2000; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003).

Ainda segundo Bradley, Dessai e Kim (1988), a Hipótese das Sinergias postula que a realização de uma combinação de negócios é motivada pela criação de ganhos a partir da melhor utilização dos ativos corporativos pela empresa adquirente ou pela nova companhia resultante da união empresarial, gerando, assim, mais riqueza para os acionistas dessas companhias.

Para Damodaran (2005), essas sinergias podem ser agrupadas em duas fontes: sinergias operacionais e sinergias financeiras. As sinergias operacionais afetam as operações da empresa combinada e incluem as economias de escalas, aumento na eficiência, obtenção de poder de mercado, aumento no poder de fixação dos preços e aumento no potencial dos ganhos (JENSEN; RUBACK, 1983; DAMODARAN, 2005).

Acredita-se que em fusões e aquisições motivadas por sinergias operacionais as companhias envolvidas identificam no setor em que atuam oportunidades, criadas por mudanças econômicas, que podem garantir-lhes aumento na sua lucratividade, ou pela necessidade de aumentar a eficiência operacional mediante a reestruturação organizacional e, por isso, realizam a combinação de negócios (BRADLEY; DESSAY; KIM, 1983; JENSEN; RUBACK, 1983; COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

De acordo com Copeland, Weston e Shastri (2005), a realização das sinergias operacionais existentes no setor, sejam economias de escalas ou de escopo, só acontecerá após a integração das companhias, pois o nível de atividades desempenhado anteriormente pelas firmas separadas não conseguia explorar todo o potencial criado pelo mercado, o que poderá ocorrer após a efetivação da combinação de negócios. Ainda segundo os autores, esses ganhos operacionais podem ser obtidos tanto por integrações horizontais, quanto verticais, em que uma combinação desse tipo pode propiciar uma coordenação mais eficiente das atividades, reduzindo os custos das transações e de comunicação entre os agentes (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

As sinergias financeiras, por outro lado, incluem os benefícios fiscais, a capacidade de endividamento, a redução nas taxas de financiamento e o uso do excesso de caixa (DAMODARAN, 2005). Os ganhos ou benefícios fiscais são provenientes de créditos de imposto de renda provenientes de prejuízos fiscais acumulados por uma das firmas envolvidas na F&A que, após a efetivação da combinação de negócio, poderão ser utilizados pela outra companhia para reduzir seu encargo tributário, desde que esta obtenha lucro após a operação (KLOEKNER, 1994).

O aumento na capacidade de endividamento é proveniente da combinação dos lucros e fluxos de caixa das firmas associadas, que poderá tornar-se mais estável e previsível,

permitindo-lhes contrair mais recursos de terceiros do que elas poderiam tomar quando operavam separadamente (DAMODARAN, 2005; COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

Para Coopeland, Weston e Shastri (2005), uma F&A pode gerar sinergias financeiras também pelo excesso de fluxo de caixa gerado com a união das firmas envolvidas nessas operações. Esses ganhos financeiros podem ocorrer, por exemplo, pela combinação entre duas companhias, em que uma possui um elevado fluxo de caixa e poucas oportunidades de investimento, e a outra possui poucos recursos financeiros, mas ótimas oportunidades de negócios, permitindo, assim, a obtenção de recursos necessários para a realização dos projetos (DAMODARAN, 2005).

Além disso, Jensen e Ruback (1983) ressaltam que a realização de fusões e aquisições é outro meio pelo qual as companhias obtêm vantagens competitivas com a troca de informações, compartilhamento de tecnologias e elaboração de pesquisas e desenvolvimento para a produção de novos produtos e serviços, bem como por aumentar o poder de mercado, criar monopólios ou oligopólios, visando, assim, a preservação de lucros.

Dessa forma, observa-se que, de acordo com os pressupostos da Hipótese das Sinergias, uma operação de fusão e aquisição é decorrente de mudanças na conjuntura econômica que cria oportunidades de lucros que só serão usufruídas quando da integração de duas ou mais corporações, as quais separadas não conseguiriam aproveitar as oportunidades criadas pelo mercado, bem como porque o valor da entidade resultante dessa operação é maior que a soma do valor individual das firmas não combinadas.

A partir do exposto, pode-se dizer que os pressupostos apresentados pelas Teorias da Maximização dos Lucros da Firma e da Maximização da Utilidade Gerencial e pela Hipótese das Sinergias acerca da realização de fusões e aquisições podem ocasionar mudanças no desempenho das companhias envolvidas nessas operações, seja aumentando a lucratividade das companhias e a riqueza dos acionistas, seja reduzindo sua rentabilidade, quando realizadas visando tão somente à maximização da utilidade gerencial. Nessa perspectiva, é necessário que se empreguem medidas que possibilitem mensurar e avaliar se uma fusão ou aquisição acarreta melhoria no desempenho das empresas envolvidas ou não. Para tanto, na próxima seção, apresentam-se as principais medidas de avaliação de desempenho que podem ser utilizadas para mensurar a *performance* econômico-financeira de uma empresa.

2.4 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO

A atividade empresarial é marcada, sobretudo, pela alta competitividade e dinamicidade existente nos mercados, em que avaliar ações, projetos e estratégias implementadas é de fundamental importância para as companhias conhecerem sua situação econômico-financeira, a viabilidade de suas atividades e se manterem competitivas frente aos seus concorrentes.

Nesse cenário, as companhias devem estar aptas a identificar as possíveis ameaças e oportunidades que surgem no decorrer de suas operações, sendo necessária a utilização de medidas que lhes possibilitem mensurar seu desempenho, bem como que possam ajudá-las na busca do melhoramento contínuo.

Segundo Konsta e Florimatou (2012), uma organização que não consegue mensurar sua *performance* não consegue gerenciar suas atividades e recursos, nem mesmo implantar políticas e ações que visem melhorar sua situação econômico-financeira.

Nessa perspectiva, para Ittner e Lacker (1998), a escolha de um indicador de desempenho é um dos desafios mais críticos do meio organizacional, pois as medidas de desempenho têm um papel importante no desenvolvimento de planos e estratégias, na avaliação e realização dos objetivos organizacionais, na compensação dos dirigentes e nos diferentes negócios desenvolvidos por uma companhia.

O processo de mensuração de desempenho não é uma tarefa simples, pois envolve a escolha de medidas de desempenho que reflitam a realidade econômico-financeira e a viabilidade de cada atividade desenvolvida por uma organização, bem como possibilita a elaboração de ações futuras que possam garantir a continuidade dos negócios.

Para Neely, Gregory e Platts (1995), a avaliação de desempenho pode ser definida como um processo que quantifica a eficiência e a efetividade de uma ação desenvolvida em uma organização, sendo que a medida ou indicador de desempenho é a métrica utilizada para medir a eficiência e eficácia dessa ação. Assim, o processo de mensuração de desempenho busca avaliar o quanto bem uma atividade foi desenvolvida e os resultados de suas ações, os quais são expressos pelos indicadores de desempenho, refletindo, assim, os resultados e do emprego de recursos pelas empresas.

Callado, Callado e Andrade (2008) ressaltam que os indicadores de desempenho são elementos imprescindíveis para a avaliação de *performance*, bem como para escolha das variáveis que melhor representam o desempenho geral de uma organização.

Dessa forma, observa-se que a escolha do indicador de desempenho é uma tarefa primordial para que uma companhia possa avaliar seus projetos e investimentos, corrigir desvios e aprimorar sua *performance*.

Segundo Tegen (2003) e Townley (2005), as medidas de desempenho assumem um papel fundamental no processo de tomada de decisão, assumindo o papel de mecanismo para aprimorar as escolhas e a eficiência organizacional.

A literatura apresenta diferentes tipos e classificações de indicadores para avaliação do desempenho organizacional. Ittner e Lacker (1998) classificam-nos em financeiros, não financeiros e medidas econômicas de valor ou medidas de valor.

Os indicadores financeiros ou índices financeiros são medidas pautadas em valores financeiros oriundos da Contabilidade Financeira, principalmente no lucro. As medidas não financeiras são métricas que buscam alinhar a *performance* da companhia com seus objetivos organizacionais. Já as medidas de valor estão baseadas na ideia do lucro econômico gerado pelas empresas (ITTNER; LACKER, 1998; DATAR; KULP; LAMBERT, 2000; TANGEN, 2003; MIRANDA *et al.*, 2003). Apresentam-se, a seguir, as características dos indicadores financeiros e das medidas de valor, uma vez que poderão ser utilizadas como medidas para avaliar o desempenho econômico-financeiro das companhias.

2.4 1 Indicadores financeiros

Os indicadores financeiros, também conhecidos como índices financeiros surgiram no início do século XX, passando a serem amplamente utilizados por empresas, acadêmicos e por pesquisadores como medidas para avaliação do desempenho econômico-financeiro de empresas.

De acordo com Penman (1991), os índices financeiros foram desenvolvidos a partir da análise das demonstrações financeiras, visando proporcionar uma relação entre os recursos aplicados por uma empresa e os seus fluxos financeiros (LIESZ; MARANVILLE, 2008).

Assim, por meio das informações contidas nos relatórios financeiros, podem-se elaborar indicadores para evidenciar o desempenho organizacional e o resultado da aplicação dos recursos realizados pelos gestores. Dentre os indicadores financeiros, podem-se citar: o lucro, o lucro por ação, o fluxo de caixa, a liquidez corrente, o endividamento, o retorno dos ativos, o retorno sobre o investimento, a margem de lucro, o lucro operacional, o crescimento das vendas, o giro de estoques, o giro dos ativos, entre outros.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2003), a análise das demonstrações financeiras proporciona indicadores de desempenho que podem ser agrupados em indicadores: de liquidez de curto prazo (capacidade de pagamento); de eficiência, que mede o emprego dos ativos (operacional); de alavancagem financeira; de lucratividade; e sobre o valor de mercado.

Os indicadores de liquidez evidenciam a capacidade de pagamento de uma companhia no curto prazo, destacando-se entre eles o índice de liquidez corrente, liquidez seca e o índice de liquidez geral. Por sua vez, os índices operacionais ou de eficiência, são indicadores utilizados para medir a efetividade na aplicação e no gerenciamento dos ativos, tais como: o giro do ativo, giro de contas a receber e giro de estoques (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2001; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003).

Já os índices de alavancagem financeira estão relacionados com a capacidade de uma empresa em manter um equilíbrio razoável entre capital de terceiros e capitais próprios, que podem ser verificados, por exemplo, pelos índices de endividamento e de cobertura de juros (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2001; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003).

Em relação à lucratividade, esses índices são medidas que buscam evidenciar a rentabilidade de uma atividade ou de um negócio, ou seja, o quanto uma atividade ou um empreendimento está gerando de retorno (lucro). Dentre os indicadores de lucratividade, destacam-se: a margem de lucro, o retorno sobre os ativos (ROA – *Return on Assets*), o retorno sobre o investimento (ROI – *Return on Investment*) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE – *Return on Equity*). Por outro lado, as medidas de valor de mercado visam evidenciar o valor de mercado de uma companhia, mas não podem ser obtidas diretamente mediante as demonstrações financeiras, como, por exemplo, o valor de mercado de uma ação (TANGEN, 2003; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; CRUZ; COLAUTO; LAMONIER, 2009).

As medidas financeiras, de acordo com Ribeiro, Macedo e Marques (2012), são importantes indicadores de desempenho, pois indicam o quão bem os recursos financeiros vêm sendo aplicados pelos gestores.

Além disso, os indicadores financeiros são as provas concretas dos resultados do desenvolvimento de um projeto, de uma atividade e de um negócio, pois evidenciam como as decisões tomadas podem impactar no desempenho de uma companhia.

Contudo, as medidas financeiras são vistas como insuficientes para avaliar o desempenho de uma organização. Dentre as limitações apontadas na literatura destacam-se as seguintes:

- indicadores financeiros estão muito focados em informações de custos e no seu controle, e não conseguem expressar informações acerca da qualidade dos produtos e serviços, nem mesmo na satisfação dos clientes (KAPLAN; NORTON, 1992; GHALAYINI; NOBLE; CROWE, 1997; TANGEN, 2004);
- as informações provenientes dos demonstrativos contábeis são decorrentes de ações passadas, sendo insuficientes para a tomada de decisões atuais (KAPLAN; NORTON, 1992; TANGEN, 2004);
- apresentam distorções na apuração dos custos, decorrentes da utilização de critérios subjetivos na apuração dos custos (GHALAYINI; NOBLE; CROWE, 1997);
- falta de flexibilidade no fornecimento de informações (TANGEN; 2004);
- comprometem a capacidade de projeções de desempenho, pois podem não estar alinhadas aos objetivos organizacionais (PACE; BASSO; SILVA, 2003; TANGEN, 2004);
- tendem a ser inconsistentes com a necessidade de cada área da organização, pois são informações padronizadas (KAPLAN, 1983; GHALAYINI; NOBLE; CROWE, 1997);
- tendem a ser inconsistentes com a filosofia do melhoramento contínuo (KAPLAN, 1983; TANGEN, 2004);
- não levam em consideração o custo de capital (ITTNER; LACKER, 1998);
- foco excessivo em planos e estratégias de curto prazo (MORISSETE, 1996; TANGEN; 2004); e
- indicadores financeiros não estão diretamente relacionados com a estratégia organizacional, entre outras limitações (ITTNER; LACKER, 1998; TANGEN; 2004).

Apesar das inúmeras limitações apresentadas na literatura acerca da utilização dos indicadores financeiros, Snow e Hrebiniak (1980) ressaltam que, embora os índices financeiros não possam cobrir todos os aspectos do desempenho organizacional, as medidas de lucratividade são muito relevantes, uma vez que se espera que empresas bem gerenciadas apresentem retornos financeiros mais altos do que os seus concorrentes mal gerenciados.

Contudo, Ittner e Lacker (1998) salientam que os indicadores financeiros, sozinhos, não conseguem evidenciar se uma empresa, por exemplo, gera ou não valor para os seus proprietários, pois não consideram o custo de capital no momento de avaliar o desempenho de

um negócio. Nessa perspectiva, na literatura são observadas algumas medidas que podem ser usadas para avaliar se uma corporação gera ou não valor para os seus proprietários, que serão apresentadas a seguir.

2.4 2 Medidas econômicas de valor

As críticas dirigidas aos indicadores de desempenho tradicionais, principalmente por não considerarem o custo de capital na mensuração da *performance* organizacional, fez com que surgissem “novas” medidas de desempenho para avaliar se uma companhia gera riqueza para os seus acionistas.

A busca pela geração de valor é de suma importância para as organizações, pois indica a viabilidade econômica e financeira de suas atividades, bem como é primordial para a sobrevivência desses empreendimentos (GRANT, 2003).

De acordo com Ittner e Lacker (1998), os fundamentos para a concepção das medidas econômicas de valor são oriundos do conceito e aplicações do lucro residual, que já era conhecido na literatura econômica, financeira e contábil, sendo mencionado pela primeira vez no trabalho do economista Alfred Marshall (WORTHINGTON; WEST, 2001; CORRÊA *et al.*, 2012).

O lucro residual ou lucro econômico é o resultado remanescente após a dedução dos custos dos investimentos, ou seja, é o lucro que sobra após a remuneração exigida pelos proprietários de capital (WORTHINGTON; WEST, 2001; GRANT, 2003).

Dentre as medidas de valor, destacam-se na literatura o *Economic Value Added* (EVA[®]) e o *Cash Flow Return On Investment* (CFROI). O EVA[®] é uma marca registrada da companhia Stern Stewart & Co.'s, podendo ser definido como a diferença entre o retorno de um investimento e o custo feito para financiar este investimento, sendo obtido pelo resultado da diferença entre o *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT – lucro antes dos impostos sobre o lucro) e o custo de capital (ITTNER; LACKER, 1998; DAMODARAN, 1999; GRANT, 2003).

De acordo com Grant (2003), o EVA[®] é considerado uma medida mais correlacionada com a criação de valor aos acionistas, destacando-se de indicadores tradicionais por considerar todos os custos, inclusive o de capital de acionista na avaliação do desempenho organizacional. Além disso, por ser representado em valor absoluto, chama a atenção de investidores, pois estes estão mais interessados em ganhos absolutos (GRANT, 2003).

Ainda segundo o autor, o EVA[®] pode ser acompanhado período a período ao longo do tempo, possibilitando a comparação dos benefícios gerados pelos investimentos entre períodos; minimiza as distorções decorrentes da aplicação das normas contábeis; e pode ser utilizado também como uma meta organizacional, parâmetro para o cálculo de bônus e para avaliar alternativas de investimentos (GRANT, 2003).

Contudo, de acordo com Damodaran (1999), para a obtenção do EVA[®] é necessária a realização de alguns ajustes nas variáveis utilizadas para sua determinação. O capital investido, por exemplo, não é uma medida que pode ser estimada com facilidade, podendo os métodos e critérios utilizados para sua estimativa, a exemplo do método de ponderação baseado na quantidade de capital investido em uma empresa e o seu respectivo custo, enviesar os resultados obtidos, uma vez que esses métodos tendem a subestimar o custo de capital e elevar o valor econômico agregado (DAMODARAN, 1999).

Além disso, o cálculo do EVA[®] demanda um excesso de ajustes nas informações contábeis, mais de 160, para que possa retratar de uma maneira mais fiel possível a realidade econômica de uma companhia (GRANT, 2003).

A outra medida de valor mais destacada pela literatura é o *Cash Flow Return on Investment* (CFROI[®]). Uma marca registrada que pertence atualmente à *Credit Suisse HOLT* (MARTINS; PAULO; SILVA, 2011). O CFROI[®] é um modelo que busca avaliar a rentabilidade gerada pelos ativos de uma empresa. Ele representa a taxa interna de retorno dos fluxos de caixa de uma empresa ajustados pela inflação associada ao investimento (ITTNER; LACKER, 1998).

Segundo Damodaran (2001), o CFROI[®] tenta medir o retorno esperado de um investimento, utilizando os fluxos de caixa e considerando o valor do dinheiro no tempo. Ou seja, é uma versão modificada da taxa interna de retorno, mas que considera o efeito da inflação para avaliação dos investimentos que já foram realizados.

Para Madden (1998), devido ao CFROI[®] ser uma medida ajustada à inflação, consegue refletir como uma série temporal os níveis e as tendências do desempenho real e econômico de uma companhia e minimiza as distorções contábeis.

O *Cash Flow Return on Investment* é calculado utilizando-se quatro variáveis em seu modelo: os ativos brutos em preços correntes (em moeda de mesmo poder aquisitivo dos fluxos de caixa do período); a vida econômica dos ativos; os fluxos de caixa para todos os proprietários de capital; e o valor final dos ativos não depreciáveis em moeda corrente (MADDEN, 1998; DAMODARAN, 1999; MARTINS; PAULO; SILVA, 2011).

Segundo Damodaran (1999), o CFROI[®], assim como o EVA[®], também apresenta certas restrições que podem distorcer a avaliação de desempenho por parte dos gestores, estando, por exemplo, muito centrado nos ativos imobilizados e não no crescimento futuro da companhia, bem como a busca pelo aumento da taxa de CFROI[®] pode gerar efeitos que reduzam o valor da firma. Apesar dessas restrições, ressalta-se que a literatura apresenta uma relação entre o CFROI[®] e o valor de mercado de uma corporação, ou seja, o CFROI[®] consegue acompanhar as alterações no valor de mercado de uma empresa (DAMODARAN, 1999).

Por fim, mesmo com o crescente uso das medidas de valor, segundo Chen e Dodd (1997), o lucro contábil ainda apresenta um forte poder explicativo acerca do retorno das ações do que o EVA[®], por exemplo, e outras medidas de valor, contradizendo os preceitos advogados pelos defensores das medidas de valor. Assim, os autores sugerem que os gestores não devem substituir por completo os indicadores de desempenho tradicionais, pois estes ainda detêm um significado poder de explicação acerca do desempenho econômico-financeiro organizacional. Ademais, a utilização das medidas econômicas de valor poderia demandar um excesso de ajustamentos e procedimentos para sua obtenção, algo que não ocorre com os indicadores financeiros tradicionais.

Após apresentar os aspectos conceituais e teóricos acerca das combinações de negócios, principalmente sobre as fusões e aquisições, e sobre o processo de mensuração de desempenho, a seguir apresentam-se as evidências empíricas encontradas na literatura (internacional e nacional) sobre os efeitos das F&As no desempenho econômico-financeiro (operacional) das companhias envolvidas nessas operações.

2.5 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

2.5.1 Evidências internacionais

Nas últimas quatro décadas, diversas pesquisas sobre fusões e aquisições foram desenvolvidas, buscando evidências acerca dos efeitos provocados por essas transações no desempenho econômico-financeiro das organizações (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; TUCH; O'SULIVAN, 2007).

O desenvolvimento desses estudos deu-se a partir do artigo seminal de Manne (1965), no qual enfatizava a necessidade de se lançar um olhar sobre as inúmeras operações de fusões e aquisições que ocorriam no mercado norte-americano naquela época, buscando explicações

acerca das causas e dos efeitos que essas combinações provocavam no meio corporativo com a aplicação de técnicas estatísticas.

A literatura aponta o estudo de Meeks (1977) como a mais notável pesquisa a investigar o impacto das F&As sobre o desempenho das empresas adquirentes ou resultantes de fusões. O estudo de Meeks (1977) foi realizado no Reino Unido e contemplou a análise da lucratividade de 233 processos de fusões e aquisições ocorridos no período de 1964 a 1972. Os resultados da pesquisa mostraram que no ano da integração houve um efeito positivo dessas combinações de negócios na lucratividade da firma adquirente, mas nos períodos seguintes a rentabilidade foi significativamente menor do que no primeiro ano da operação, sugerindo que as F&A impactam negativamente na lucratividade (DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; TUCH; O'SULIVAN, 2007).

Ikeda e Doi (1983) investigaram a *performance* financeira de companhias que passaram por F&A na indústria japonesa no período de 1964-1975. Com uma amostra de 49 empresas combinadas, observou-se a lucratividade (ROA e ROE), a eficiência, o crescimento da firma e aspectos relativos à pesquisa e desenvolvimento. O estudo mostrou que o desempenho financeiro melhorava no terceiro e no quinto ano após a integração, sendo a lucratividade bastante elevada no quinto ano após a operação.

Kaplan (1989), utilizando o fluxo de caixa operacional, as vendas, o lucro operacional e outras variáveis, avaliou o desempenho de uma amostra de 76 operações de aquisição de empresas. Os resultados sugerem que, três anos após a compra, as empresas adquirentes apresentaram um aumento no lucro operacional, redução em despesas financeiras e aumento no fluxo de caixa líquido.

Por meio da análise de regressão, Healy, Palepu e Ruback (1992) examinaram o desempenho pós-aquisição dos 50 maiores processos de fusão ocorridos nos Estados Unidos entre 1979 e 1984. Para tanto, utilizaram o fluxo de caixa operacional, o retorno sobre os ativos e o retorno das ações como variáveis de seu modelo para avaliar o desempenho antes e após essas operações. Os resultados revelaram que as firmas combinadas apresentavam melhoria de produtividade de seus ativos em relação ao setor econômico em que estão inseridas e que havia uma forte correlação positiva entre os retornos anormais das ações durante os anúncios e a *performance* operacional anormal das empresas após o processo de fusão.

Nessa mesma direção, Switzer (1996) buscou examinar se houve mudança no desempenho operacional de firmas que passaram por fusões e aquisições entre 1967 e 1987. A amostra desse estudo foi constituída por 324 combinações de negócios e incluía empresas não

financeiras. Os resultados da pesquisa indicam que a *performance* das empresas adquirentes melhorou após a combinação, bem como que houve melhorias estatisticamente significantes na margem operacional do fluxo de caixa e na utilização dos ativos. De acordo com a autora, os resultados reforçam o estudo de Healy, Palepu e Ruback (1992), mostrando a melhoria no desempenho e as sinergias geradas pelas fusões e aquisições realizadas pelas empresas investigadas.

Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997) analisaram o impacto das aquisições corporativas na lucratividade de uma amostra de empresas do Reino Unido. Os resultados da pesquisa indicaram que as F&As tiveram um efeito negativo no desempenho das companhias adquirentes e que o crescimento das firmas produzido pelas aquisições produzia uma baixa taxa de retorno dos ativos, quando comparado ao retorno dos ativos produzidos pelo crescimento interno das organizações.

Em outra pesquisa, Ghosh (2001) buscou evidências que corroborassem com as descobertas de Healy, Palepu e Ruback (1992). Para isso, equiparou as empresas de sua amostra de acordo com o desempenho e o tamanho para evitar que ocorressem vieses em suas análises. Os resultados indicam que não há evidências de que a *performance* das firmas melhora após as fusões e aquisições, porém observou-se um efeito positivo, no desempenho corporativo, das combinações financiadas por caixa em relação às financiadas por ações, como sugerido por estudos anteriores.

Nessa mesma perspectiva, Sharma e Ho (2002) investigaram o impacto das aquisições corporativas sobre o desempenho operacional das empresas australianas. Utilizando a mesma metodologia empregada por Healy, Palepu e Ruback (1992) e diversas medidas de desempenho operacional, os autores encontraram evidências de que o desempenho operacional corporativo não melhora após as aquisições corporativas. Além disso, os resultados sugerem que o tipo de aquisição (conglomerado ou não) e a forma de financiamento dessas operações não influenciam no desempenho posterior das empresas adquirentes.

Por outro lado, Heron e Lie (2002) investigaram a relação entre o método de pagamento em aquisições de empresas, o gerenciamento de resultados e o desempenho operacional de empresas que realizaram combinações entre os anos de 1985 e 1997. Os resultados da pesquisa indicam que não houve gerenciamento de resultados no período dessas operações e que após os processos de aquisições as empresas adquirentes apresentaram um desempenho superior ao período anterior, bem como que não há evidências de que o método de pagamento traria informações acerca da *performance* operacional futura dessas empresas.

Gugler *et al.* (2003) analisaram os efeitos das fusões ocorridas pelo mundo, comparando o desempenho (lucratividade e vendas) das empresas combinadas com um grupo de controle de firmas não integradas. Os resultados da pesquisa mostram que as fusões resultaram em aumentos significativos nos lucros, mas reduzem as vendas das empresas combinadas, sendo essas evidências semelhantes entre os países pesquisados. Observou-se, também, que não houve diferenças significativas entre os setores de atuação das empresas, que em combinações do tipo conglomerado a redução das vendas é maior do que as do tipo horizontal. Além disso, as evidências mostram que o aumento nos lucros está ligado ao aumento no poder de mercado e no aumento da eficiência organizacional.

Rahman e Limmavk (2004) examinaram o efeito das aquisições corporativas no desempenho das empresas da Malásia. Os resultados da pesquisa mostram que houve uma melhora no fluxo de caixa operacional das firmas envolvidas nessas transações no longo prazo, decorrentes principalmente de aumento nas vendas e nos retornos dos ativos.

Powell e Stark (2005) também realizaram uma pesquisa para verificar se após as transações de fusões e aquisições havia melhora na *performance* operacional das empresas envolvidas nessas combinações no Reino Unido. Para isso, foram utilizadas várias medidas para verificar o desempenho operacional, bem como o modelo proposto por Healy, Palepu e Ruback (1992). Os resultados sugerem que as companhias que passaram por F&A entre 1985 e 1993 apresentaram melhoras no seu desempenho, mas que esse resultado variava de acordo com a medida que era utilizada para verificar a *performance* operacional.

Em outro estudo, Lau, Proimos e Wright (2008) analisaram o efeito das fusões no desempenho de empresas australianas. Mediante o emprego de diversas medidas contábeis de avaliação de desempenho operacional, encontraram-se evidências de que essas operações melhoram o desempenho operacional das empresas que passaram por essas transações, obtendo alta lucratividade e fluxo de caixa e maior eficiência após o processo de fusão.

Rani, Yadav e Jain (2013) investigaram o impacto das fusões e aquisições sobre o desempenho corporativo de empresas indianas. Os resultados do estudo demonstram que houve uma melhora no desempenho das empresas após as combinações. Além disso, a aplicação do *Du Pont Model* indicou um aumento na margem de lucro operacional de longo prazo das empresas adquirentes, sugerindo que as companhias obtiveram maiores lucros por unidades de vendas líquidas pós-fusão.

Por outro lado, em um estudo realizado no mercado chinês, Bhabra e Huang (2013) não encontraram evidência de que o desempenho operacional das empresas adquirentes melhorou após os processos de fusões e aquisições.

A seguir, no Quadro 2, é apresentado um resumo das pesquisas relatadas anteriormente sobre o efeito das fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro organizacional.

Quadro 2 – Resumo de pesquisas internacionais sobre o impacto das F&As no desempenho organizacional (continua)

Autores/Ano	Objetivos da pesquisa	Resultados
Meeks (1977)	Analisar a lucratividade de 233 processos de fusões e aquisições ocorridos no período de 1964 e 1972 no Reino Unido.	No ano da integração houve um efeito positivo na lucratividade, mas nos períodos seguintes a rentabilidade foi significativamente menor do que no primeiro ano da operação.
Ikeda e Doi (1983)	Investigar a <i>performance</i> financeira de companhias que passaram por F&A na indústria japonesa entre 1964-1975.	O desempenho financeiro melhorava no terceiro e no quinto ano após a integração, sendo a lucratividade bastante elevada no quinto ano após a operação.
Kaplan (1989)	Avaliar o desempenho de uma amostra de 76 operações de aquisição de empresas.	Três anos após a compra, as empresas adquirentes apresentaram um aumento no lucro operacional, redução em despesas financeiras e aumento no fluxo de caixa líquido.
Healy, Palepu e Ruback (1992)	Examinar o desempenho pós-aquisição das 50 maiores processos de fusão ocorridos nos Estados Unidos entre 1979 e 1984.	Constatou-se melhoria de produtividade dos ativos das firmas, e uma forte correlação positiva entre os retornos anormais das ações e a <i>performance</i> operacional após o processo de fusão.
Switzer (1996)	Examinar se houve mudança no desempenho operacional de firmas que passaram por fusões e aquisições entre 1967 e 1987.	A <i>performance</i> melhorou após a combinação, bem como houve melhorias estatisticamente significantes na margem operacional do fluxo de caixa e na utilização dos ativos.
Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997)	Analisar o impacto das aquisições corporativas na lucratividade de uma amostra de empresas do Reino Unido.	As F&A tiveram um efeito negativo no desempenho das companhias, e o crescimento produzido pelas aquisições gerou uma menor taxa de retorno dos ativos se comparado ao retorno dos ativos pelo crescimento interno das organizações.
Ghosh (2001)	Analisar o desempenho operacional das empresas que realizaram aquisições corporativas entre 1981 e 1995.	Não há evidências de que a <i>performance</i> das firmas melhora após as fusões e aquisições, porém observou-se um efeito positivo das combinações financiadas por caixa no desempenho corporativo.
Heron e Lie (2002)	Analisar a relação entre o método de pagamento, o gerenciamento de resultados e o desempenho operacional de empresas que realizaram combinações entre 1985 e 1997.	Não há indícios de gerenciamento de resultados. As empresas apresentaram um desempenho superior ao período anterior, porém não há evidências de que o método de pagamento traria informações acerca da <i>performance</i> dessas empresas.
Gugler <i>et al.</i> (2003)	Analisar os efeitos das fusões ocorridas pelo mundo comparando o desempenho das empresas combinadas com um grupo de controle de firmas não integradas.	Houve aumentos nos lucros, redução nas vendas, sendo que nas combinações do tipo conglomerado a redução das vendas é maior, e o aumento nos lucros está ligado ao aumento no poder de mercado e da eficiência organizacional.
Rahman e Limmavk (2004)	Avaliar o efeito das aquisições corporativas no desempenho das empresas da Malásia.	Houve melhora no fluxo de caixa operacional das firmas no longo prazo, decorrentes principalmente de aumento nas vendas e nos retornos dos ativos.

Quadro 2 – Resumo de pesquisas internacionais sobre o impacto das F&As no desempenho organizacional (conclusão)

Autores/Ano	Objetivos da pesquisa	Resultados
Powell e Stark (2005)	Verificar se após as fusões e aquisições havia melhora na <i>performance</i> operacional das empresas envolvidas nessas combinações no Reino Unido.	As companhias apresentaram melhoras no seu desempenho, mas esse resultado variou de acordo com a medida que era utilizada para verificar a <i>performance</i> operacional.
Lau, Proimos e Wright (2008)	Analisar o efeito das fusões no desempenho de empresas australianas.	O desempenho operacional das empresas que passaram por essas transações melhorou, obtendo alta lucratividade e fluxo de caixa, e maior eficiência após o processo de fusão.
Rani, Yadav e Jain (2013)	Investigar o impacto das fusões e aquisições sobre o desempenho corporativo de empresas indianas.	Houve melhora no desempenho das empresas. Além disso, a aplicação do <i>Du Pont Model</i> indicou um aumento na margem de lucro operacional no longo prazo.
Bhabra e Huang (2013)	Avaliar o efeito de fusões e aquisições no desempenho de empresas chinesas.	Não há evidências de que o desempenho operacional das empresas adquirentes melhorou após os processos de fusões e aquisições.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados expostos pelas pesquisas internacionais, conforme Quadro 2, ainda são divergentes quanto aos efeitos provocados pelas fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro das companhias envolvidas nessas combinações de negócios. Contudo, a inclusão de variáveis com o tipo de financiamento e o crescimento por fusão e aquisição parecem trazer novas evidências acerca dos ganhos proporcionados por essas combinações de negócios.

2.5.2 Evidências no Brasil

No Brasil, os estudos sobre o efeito das fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas adquirentes ou resultantes dessas combinações ainda são poucos quando comparados aos estudos internacionais. Matias e Pasin (2001) verificaram se ocorreram sinergias nos processos de F&A realizadas no Brasil entre 1995 e 1997 e os impactos na rentabilidade das empresas. Os resultados indicam que grande parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas, com consequente aumento na rentabilidade, sugerindo que as fusões e aquisições criam sinergias.

Rocha, Iooty e Ferraz (2001) analisaram os efeitos dos processos de F&A sobre o desempenho das empresas industriais adquiridas entre 1990 e 1997. Os resultados indicam que não há evidências de aumento na rentabilidade das empresas até dois anos após sua aquisição, bem como que as empresas privatizadas são as únicas em que o resultado parece ser positivo.

Guzman (2002) analisou o impacto das fusões e aquisições no desempenho operacional dos bancos comerciais e múltiplos que operam no mercado brasileiro entre 1996 e 2000. Com a aplicação do Teste de Sinais de *Wilcoxon*, mostrou-se que as integrações não resultaram em ganhos significativos na eficiência operacional, analisada em relação às despesas. Constatou-se, ainda, uma melhora nos indicadores de rentabilidade e de gerência nas aquisições, porém, de modo geral, bancos que não passaram por fusões e aquisições apresentaram margens de lucros maiores para os acionistas.

Pasin (2002) avaliou os principais indicadores financeiros de empresas da indústria alimentícia do Brasil que passaram por processos de F&A entre 1996 e 1999. As evidências indicam ganhos decorrentes de sinergias e que a integração entre empresas e melhor gestão nesses processos contribuíram para a redução nas despesas das empresas e a maior necessidade de capital de giro contribui para um aumento na necessidade de capital de terceiros ou próprios.

Em outro estudo, Camargos e Barbosa (2005) identificaram uma piora na situação financeira das empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e aquisições entre 1995 e 1999, bem como que houve uma melhora na situação econômica, e que essas combinações geraram sinergias operacionais e gerenciais.

Gomes, Aidar e Videira (2006) investigaram se os processos de fusões e aquisições ocorridos no setor siderúrgico brasileiro resultaram na elevação dos lucros do setor. Os resultados da pesquisa indicam que há uma sinalização de que os lucros realmente aumentaram para a indústria como um todo, após a realização de fusões e aquisições. Porém, a empresa que mais se engaja nesse processo parece se destacar mais que a outra.

Camargos e Barbosa (2009) avaliaram se as fusões e aquisições de empresas brasileiras ocorridas entre 1996 e 2004 resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Pela aplicação dos testes de *Wilcoxon Signed Rank Test* e do *Rank Test*, observou-se que os processos de F&A ocorridos no período resultaram em sinergias operacionais e na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas e, aparentemente, dos acionistas. Além disso, encontraram-se correlações significativas entre as variáveis de criação de valor.

Noutro estudo, Camargos e Barbosa (2010) identificaram que as fusões e aquisições realizadas por empresas brasileiras resultaram em aumentos significantes no valor dos ativos das firmas; criaram sinergias operacionais e gerenciais; não refletiram no aumento da rentabilidade das companhias estudadas, mas na rentabilidade dos acionistas; e que no

segundo período de análise as empresas adquirentes apresentaram um maior potencial de gerar sinergias operacionais e gerenciais, e de melhorar a rentabilidade.

Por sua vez, Colares e Borges (2011) avaliaram a relação entre os investimentos em fusões e aquisições por meio de coligadas e controladas e as medidas de desempenho financeiro no ano de 2009. Os resultados estimados por meio de um modelo econométrico indicaram que os investimentos em coligadas e controladas tiveram uma relação positiva de 8,8% sobre o retorno dos ativos (ROA). No entanto, verificou-se que os investimentos não possuem relação com o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), indicando pouca capacidade preditiva da variável.

Observa-se que os resultados reportados na literatura são diversos, sendo que a maioria dos estudos observou uma melhora no desempenho corporativo após a realização de fusões e aquisições. No entanto, poucos trabalhos consideraram possíveis efeitos do crescimento interno organizacional e do crescimento por fusão e aquisição na *performance* econômico-financeira das companhias, conforme sugerido por Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997).

A seguir, no Quadro 3, é apresentado um resumo sobre as pesquisas relatadas anteriormente sobre o efeito das fusões e aquisições no desempenho organizacional em âmbito nacional.

Quadro 3 – Resumo de pesquisas nacionais sobre o impacto das F&As no desempenho organizacional (continua)

Autores/ Ano	Objetivos da pesquisa	Resultados
Matias e Pasin (2001)	Verificar se ocorreram sinergias nos processos de F&A realizadas no Brasil entre 1995 e 1997 e os impactos na rentabilidade das empresas.	As sinergias ocorridas foram resultantes da integração entre as empresas e da melhor gestão administrativa nos processos de F&A.
Rocha, Iootty e Ferraz (2001)	Avaliar os principais indicadores financeiros das empresas da indústria alimentícia do Brasil que passaram por processos de F&A entre 1996 e 1999.	Não há diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro após a F&A.
Guzman (2002)	Analisar o impacto das fusões e aquisições no desempenho operacional dos bancos comerciais e múltiplos que operam no mercado brasileiro entre 1996 e 2000.	Não houve ganhos significativos na eficiência operacional, houve melhora nos indicadores de rentabilidade, mas os bancos que não realizaram F&A tiveram melhores resultados.
Pasin (2002)	Avaliar os principais indicadores financeiros das empresas da indústria alimentícia do Brasil que passaram por processos de F&A entre 1996 e 1999.	Houve ganhos decorrentes de sinergias, integração entre empresas e melhor gestão nesses processos, que contribuíram para a redução das despesas das empresas e a maior necessidade de capital de giro contribuiu para um aumento na necessidade de capital de terceiros ou próprios.

Quadro 3 – Resumo das pesquisas nacionais sobre o impacto das F&As no desempenho organizacional (conclusão)

Camargos e Barbosa (2005)	Analisar o desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em empresas brasileiras que passaram por processos de fusão ou aquisição entre 1995 e 1999.	Constatou-se uma piora na situação financeira das empresas analisadas, melhora na situação econômica e a geração de sinergias operacionais e gerenciais.
Gomes, Aidar e Videira (2006)	Investigar se os processos de fusões e aquisições ocorridos no setor siderúrgico brasileiro resultaram na elevação dos lucros do setor.	Aumento de lucratividade para toda a indústria, mas com maior aumento nas que realizaram F&A.
Camargos e Barbosa (2009)	Avaliar se as fusões e aquisições de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas.	As F&As resultaram em sinergias e na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas e da riqueza dos acionistas.
Camargos e Barbosa (2010)	Avaliar se as fusões e aquisições de empresas brasileiras ocorridas entre 1996 e 2004 resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas.	Ocorreram sinergias operacionais e maximização do valor de mercado das empresas e, aparentemente, dos acionistas. Além disso, encontraram-se correlações significativas entre as variáveis de criação de valor.
Colares e Borges (2011)	Avaliar a relação entre os investimentos em fusões e aquisições por meio de coligadas e controladas e as medidas de desempenho financeiro no ano de 2009.	Os investimentos em coligadas e controladas tiveram uma relação positiva de 8,8% sobre o retorno dos ativos (ROA), porém verificou-se que os investimentos não possuem relação com o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), indicando pouca capacidade preditiva da variável.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme exposto no Quadro 3, percebe-se que parece não haver um consenso entre os resultados apresentados por essas pesquisas. Assim, com a inclusão de variáveis como o crescimento por fusão e aquisição para avaliar o efeito dessas transações sobre a *performance* econômico-financeira, como proposto por este trabalho, pode-se trazer novas evidências acerca dessas operações, conforme evidências internacionais.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Com a finalidade de responder ao problema de pesquisa proposto, desenvolveu-se um estudo empírico-analítico. A pesquisa empírico-analítica, segundo Martins e Theóphilo (2009), caracteriza-se pela utilização de técnicas estatísticas para coleta, tratamento e análise dos dados, preocupando-se com a relação causal entre as variáveis investigadas. Assim, em decorrência do objetivo proposto, buscou-se avaliar o efeito das operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras que realizaram essas operações no período investigado, descrevendo possíveis relações com as variáveis explicativas consideradas.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população objeto desta pesquisa foi composta por todas as companhias brasileiras de capital aberto que estão listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo (BM&FBovespa) e que tenham realizado operações de fusões e aquisições no período considerado (entre o quarto trimestre de 2008 e o terceiro trimestre de 2012). Esse período foi definido devido à adoção do padrão internacional de contabilidade pelas empresas brasileiras a partir do ano de 2008.

Para a identificação das empresas que realizaram fusões e aquisições no período investigado foram utilizadas as informações fornecidas pela ANBIMA (2013), que publica informes sobre os processos de fusões e aquisições ocorridos no Brasil. Os relatórios divulgados pela ANBIMA especificam as seguintes informações sobre os processos de F&A: o nome das firmas alvos, os nomes das adquirentes, o valor anunciado para a operação, o valor de encerramento da transação, o percentual negociado das ações e/ou ativos e o número de operações.

De acordo com informações disponibilizadas pela ANBIMA (2013), entre os anos de 2008 e 2011, foram efetivadas 445 operações de fusões e aquisições no mercado brasileiro, sendo 144 transações efetuadas por 114 companhias de capital aberto e o restante por firmas de capital fechado. Ainda segundo a ANBIMA (2013), no ano de 2012, as operações de fusões e aquisições no mercado brasileiro movimentaram mais de R\$ 150 bilhões.

A amostra desta pesquisa caracteriza-se como não probabilística intencional, uma vez que não foi empregada qualquer técnica estatística para sua escolha, mas a escolha das firmas participantes deu-se a partir de determinados critérios (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Os critérios utilizados para a seleção da amostra foram os seguintes: (1) ser uma companhia com ações negociadas na BM&FBovespa; (2) envolver companhias não financeiras; (3) ter o Brasil como país sede; (4) ter realizado operações de fusões e aquisições no período investigado; (5) não ter participado de combinações de negócios entre empresas de um mesmo grupo empresarial (aquisição reversa); e (6) ter dados disponíveis para análise.

As empresas financeiras foram excluídas da amostra, por possuírem regulamentação contábil específica, ou seja, utilizam critérios contábeis específicos para apuração dos resultados, avaliação dos ativos e elaboração das demonstrações contábeis, que poderiam distorcer os resultados, não permitindo comparações com as demais companhias (CAMARGOS, 2008). Assim, a amostra final foi composta por 53 empresas de capital aberto que realizaram 70 operações de fusões e aquisições entre o quarto trimestre de 2008 e terceiro trimestre de 2012, sendo 1 fusão e 69 de aquisições, conforme Tabela 1.

Tabela 1 – População e amostra

Ano	População	Amostra	% da População	Número de F&As
2008	24	07	29,17	08
2009	17	10	58,82	13
2010	24	14	58,33	21
2011	27	15	55,55	19
2012	22	07	31,82	09
Total	114	53	46,49	70

Fonte: Dados da pesquisa.

As demais empresas foram excluídas da amostra por não apresentarem dados suficientes para análise, por serem companhias financeiras e por pertencerem ao mesmo grupo empresarial.

3.3 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

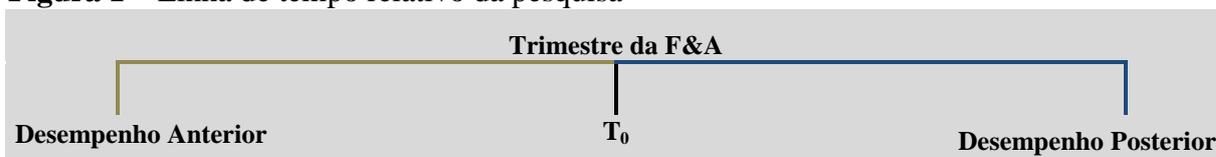
Os dados utilizados na análise desta pesquisa foram obtidos no banco de dados do Economática[®], nas demonstrações contábeis e nos demais relatórios econômico-financeiros disponibilizados pelas empresas nos seus sítios na *Internet*. Para a obtenção das variáveis investigadas (dependentes e explicativas) consideraram-se apenas as demonstrações contábeis

não consolidadas das companhias, pois se buscou analisar o efeito das F&As sobre o desempenho de determinada companhia e não do grupo empresarial ao qual ela pertence.

Posteriormente, identificou-se o período em que as companhias realizaram os processos de fusões e aquisições, para determinar o ponto de referência para análise do desempenho econômico-financeiro. Essas informações foram obtidas por meio dos comunicados e fatos relevantes divulgados pelas companhias ao mercado e publicadas em seus sítios na *Internet* e no sítio da BM&FBovespa, bem como em portais de notícias, a exemplo da Revista Exame e do Jornal Valor Econômico.

Após a identificação do período em que ocorreram as operações de F&As, tomou-se como ponto de referência o trimestre em que ocorreu a operação, conforme procedimento adotado por Camargos e Barbosa (2010), sendo que os dados desse trimestre não entraram na análise. Dessa forma, em termos temporais, a análise do desempenho econômico-financeiro das companhias envolvidas em processos de F&A pode ser visualizada conforme Figura 1:

Figura 1 – Linha de tempo relativo da pesquisa



Fonte: Adaptado de Camargos (2008).

Conforme exposto na Figura 1, o período T_0 representa o trimestre em que ocorreu a efetivação da F&A. A partir do período base, coletaram-se os dados referentes ao desempenho das companhias pesquisadas antes e após a combinação de negócio, considerando-se uma janela de 4 trimestres antes e 4 trimestres após. A seguir, apresenta-se o modelo econométrico utilizado para análise do efeito das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das companhias adquirentes.

3.4 MODELOS ECONOMÉTRICOS

De acordo com a literatura, para avaliar o efeito das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das companhias que realizaram essas combinações de negócios, são necessários modelos que permitam avaliar o desempenho das empresas após as F&As, que possam captar o efeito de variáveis, a exemplo do tipo de financiamento e do crescimento por fusão e aquisição, e que permitam analisar a persistência no desempenho das

companhias após as combinações de negócios (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; GOSH, 2001). Dessa forma, foram adaptados os modelos propostos por Gosh (2001) e por Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997), visto que apresentam características que podem atender aos objetivos propostos por este trabalho.

3.4.1 Modelo de Gosh (2001)

O modelo proposto por Gosh (2001) busca explicar o efeito dos métodos de pagamentos sobre o desempenho das companhias pela diferença entre a *performance* das companhias após a combinação de negócios com a anterior, conforme Equação 1:

$$Cash\ flow_{post,i} - Cash\ flow_{pre,i} = \alpha_0 Cash + \alpha_1 Mixed + \alpha_2 Stock + \varepsilon \quad (1)$$

Em que,

- $Cash\ flow_{post,i}$ é o fluxo de caixa das firmas combinadas após a operação de fusão e aquisição;
- $Cash\ flow_{pre,i}$ é o fluxo de caixa das firmas combinadas antes da fusão e aquisição;
- $Cash$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a combinação de negócios foi realizada com dinheiro, e valor 0 caso contrário;
- $Mixed$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi financiada por mais de uma fonte de recursos, e valor 0 caso contrário;
- $Stock$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi realizada mediante a utilização de ações da firma, e valor 0 caso contrário;
- α_0 , α_1 , e α_2 medem efeitos sobre os fluxos de caixa das firmas pelo tipo de recurso utilizado pelas companhias para financiar as fusões e aquisições; e
- ε é o erro da regressão.

Para atender ao proposto nos objetivos desta pesquisa, incorporaram-se à Equação 1 outras variáveis, a exemplo do tipo de crescimento (interno e por fusão e aquisição), o setor relacionado, o número de fusões e aquisições e o tipo de F&A, para avaliar o efeito das F&As sobre a *performance* das companhias, sendo que essa relação foi verificada pelo sinal do coeficiente de cada variável, conforme Equação 2:

$$\Delta\pi_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFA_{it} + \beta_2 CI_{it} + \beta_3 Ações_{it} + \beta_4 Caixa_{it} + \beta_5 Divid_{it} + \beta_6 Misto_{it} + \beta_7 Setor_{it} + \beta_8 Tam_{it} + \beta_9 Endiv_{it} + \beta_{10} NFA_{it} + \beta_{11} TipoFA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que,

- $\Delta\pi_{it}$ é a variação no desempenho econômico-financeiro da empresa i no período t , medido pela diferença entre o desempenho posterior à combinação de negócios e a *performance* anterior à fusão e aquisição, sendo expresso pela variação no retorno dos ativos (ΔROA), no retorno sobre o patrimônio líquido (ΔROE), e na variação do lucro operacional ou *EBIT* ($\Delta EBIT$);
- CFA_{it} é o crescimento por fusão e aquisição da empresa i no período t ; mensurado pela relação entre os ativos adquiridos e o ativo total de cada companhia no período anterior a combinação de negócio;
- CI_{it} é o crescimento interno da empresa i no período t , mensurado pela relação entre aumento nos ativos e variação nos lucros retidos;
- $Ações_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi realizada mediante a utilização de ações da firma, e valor 0 caso contrário;
- $Caixa_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a combinação de negócios foi realizada com dinheiro, e valor 0 caso contrário;
- $Divid_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a combinação de negócios foi financiada por meio de dívidas, e valor 0 caso contrário;
- $Misto_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi financiada por mais de uma fonte de recursos, e valor 0 caso contrário;
- $Setor_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico, e valor 0 caso contrário;
- Tam_{it} é o tamanho da empresa i no período t , medido pelo logaritmo natural dos ativos;
- $Endiv_{it}$ é o endividamento da empresa i no período t ; mensurado pela relação entre as dívidas líquidas (passivo oneroso) com o patrimônio líquido de cada firma;
- NFA_{it} é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a companhia i realizou mais de uma operação de F&A no período analisado, e valor igual a 0, caso contrário;
- $TipoFA_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a fusão e/ou aquisição foi do tipo horizontal ou vertical, e valor 0 caso contrário; e

- ε_{it} é o termo de erro da regressão.

A Equação 2 evidencia que a variação no desempenho das empresas que realizaram operações de fusões e aquisições é explicada pelo tipo de crescimento (interno e por F&A), pela modalidade de financiamento utilizado para financiar a combinação de negócios, pelo setor econômico relacionado, pelo tamanho das empresas, pelo endividamento, pelo tipo de fusão e aquisição e pelo número de operações realizadas, sendo essa relação verificada pelo coeficiente de cada variável e pelo seu sinal.

Assim, a inclusão dessas variáveis na Equação 2 tem como objetivo verificar se os tipos de pagamento utilizados para financiar as fusões e aquisições, o tipo de crescimento (interno e por F&A), o setor econômico relacionado, o número de operações e o tipo de fusão explicam as alterações ocorridas no desempenho das companhias após as combinações de negócios. Por meio da variável setor econômico e tamanho verificou-se a ocorrência de possíveis sinergias oriundas das operações de F&As, conforme previsto pela Hipótese das Sinergias. E pelo coeficiente da variável tamanho pode-se verificar se houve aumento no poder de mercado das firmas após as combinações de negócios (SWITZER, 1996; GOSH, 2001).

3.4.2 Modelo de Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997)

O modelo proposto por Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997) parte do pressuposto que o desempenho das companhias é dinâmico, sendo necessário avaliar a persistência na *performance* das companhias após a combinação de negócios. Dessa forma, propõem o seguinte modelo:

$$\pi_{it} = \beta\pi_{it-1} + \sum_{j=1}^5 \delta_j SIZEj_{it} + \eta LEV_{it} + \theta(L)G_{it} + \alpha_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que,

- π_{it} é o desempenho da companhia i no período t , após a combinação de negócios, medido pelo ROA, ROE e pelo EBIT;
- π_{it-1} é o desempenho da companhia i no período $t-1$, ou seja, antes da fusão e aquisição, mensurado pelo ROA, ROE e pelo EBIT;
- $SIZEj$ são variáveis *dummies* para o tamanho das firmas ($j=1, \dots, 5$);

- LEV_{it} é o endividamento da companhia i no período t , após a combinação de negócios;
- G_{it} é o crescimento dos ativos líquidos da firma i no período t , defasada para capturar quaisquer efeitos anteriores do crescimento sobre o desempenho; e
- α_i e o γ_t são variáveis que capturam a heterogeneidade de cada companhia e os efeitos específicos do período, respectivamente. Além disso, evidenciam qualquer impacto agregado sobre o desempenho das firmas a partir ciclo econômico.

De acordo com Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997), por meio do coeficiente da variável desempenho anterior ($\beta\pi_{it-1}$), pode-se capturar o grau de persistência no desempenho das companhias após as operações de fusões e aquisições, sendo que, de acordo com a literatura, espera-se que a *performance* das empresas seja persistente após as F&As. Ainda segundo os autores, a variável endividamento (LEV) e tamanho (SIZE) encontram suporte na literatura, sendo consideradas determinantes do desempenho das companhias (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; SWITZER, 1996; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; GOSH, 2001; POWELL; STARK, 2005; LAU; PROIMOS; WRIGHT, 2008).

Além de observar a persistência no desempenho das empresas, foram incluídas no modelo básico as variáveis explicativas relacionadas ao tipo de crescimento, ao tipo de financiamento, ao setor econômico relacionado, ao número de F&As realizadas e ao tipo de F&A, para verificar sua relação com o desempenho das companhias após as combinações de negócios, conforme Equação 4:

$$\pi_{it} = \beta_0 + \beta_1\pi_{ipre} + \beta_2TCFA_{it} + \beta_3CI_{it} + \beta_4Ações_{it} + \beta_5Caixa_{it} + \beta_6Divid_{it} + \beta_7Misto_{it} + \beta_8Setor_{it} + \beta_9Tam_{it} + \beta_{10}Endiv_{it} + \beta_{11}NFA_{it} + \beta_{12}TipoFA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que,

- π_{it} é o desempenho econômico-financeiro da companhia i no período posterior à operação de fusão e aquisição, medido pelo retorno dos ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o lucro operacional ou EBIT;
- π_{ipre} é o desempenho econômico-financeiro da empresa i no período anterior à operação de fusão e aquisição, medido pelo retorno dos ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o lucro operacional ou EBIT;

- CFA_{it} é o crescimento por fusão e aquisição da empresa i no período t ; mensurado pela relação entre os ativos adquiridos e o ativo total de cada companhia no período anterior a combinação de negócio;
- CI_{it} é o crescimento interno da empresa i no período t , mensurado pela relação entre aumento nos ativos e variação nos lucros retidos;
- $Ações_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi realizada mediante a utilização de ações da firma, e valor 0 caso contrário;
- $Caixa_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a combinação de negócios foi realizada com dinheiro, e valor 0 caso contrário;
- $Divid_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a combinação de negócios foi financiada por meio de dívidas, e valor 0 caso contrário;
- $Misto_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi financiada por mais de uma fonte de recursos, e valor 0 caso contrário;
- $Setor_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a F&A foi realizada entre empresas de mesmo setor econômico, e valor 0 caso contrário;
- Tam_{it} é o tamanho da empresa i no período t , medido pelo logaritmo natural dos ativos;
- $Endiv_{it}$ é o endividamento da empresa i no período t ; mensurado pela relação entre as dívidas líquidas (passivo oneroso) com o patrimônio líquido de cada firma;
- NFA_{it} é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a companhia i realizou mais de uma operação de F&A no período analisado, e valor igual a 0, caso contrário;
- $TipoFA_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se a fusão e/ou aquisição foi do tipo horizontal ou vertical, e valor 0 caso contrário; e
- ε_{it} é o termo de erro da regressão.

A Equação 4 evidencia que o desempenho das empresas após as fusões e aquisições é explicado pela *performance* anterior das companhias, pelo tipo de crescimento (interno e por F&A), pelo tipo de financiamento utilizado, pelo setor econômico relacionado, pelo tamanho, pelo nível de endividamento, pelo tipo de F&A e pelo número de combinações de negócios, sendo a relação entre a variável dependente e as explicativas verificada mediante o coeficiente e pelo sinal do coeficiente de cada variável explicativa.

Dessa forma, pela Equação 4 se pôde avaliar a persistência no desempenho das empresas após a efetivação das fusões e aquisições, bem como o efeito provocado pelo tipo de financiamento, pelo tipo de crescimento, bem como pelas demais variáveis, conforme os objetivos propostos pela pesquisa. Ademais, também se buscou, pela variável setor econômico e tamanho, captar possíveis sinergias provenientes das combinações de negócios, conforme previsto pela Hipótese das Sinergias.

Assim, a utilização dos dois modelos econométricos visam atender aos objetivos propostos por duas perspectivas, sendo uma pela utilização das variáveis independentes para explicar a variação no desempenho das companhias após as fusões e aquisições e a outra pela dinâmica da *performance* das empresas, explicada pela persistência no desempenho das companhias e pelas demais variáveis explicativas.

3.4.3 Especificação dos modelos de regressão

O modelo econométrico utilizado neste trabalho teve como base a técnica de dados em painel, que combina dados seccionais e temporais, na forma estática e dinâmica. A utilização de dados em painel permite a análise das mesmas empresas em vários períodos distintos, o que possibilita uma análise dinâmica do relacionamento entre as variáveis, podendo o painel ser balanceado ou desbalanceado (WOOLDRIDGE, 2002).

Antes de estimar as regressões para os modelos utilizados, utilizaram-se alguns testes para identificar o tipo de dados em painel que melhor se adequava as observações (GUJARATI; PORTER, 2011), sendo esses testes restritos à Equação 2, uma vez que o modelo descrito na Equação 4, segundo Baltagi (2005), por apresentar a variável dependente como explicativa, necessariamente obriga a utilização de uma técnica de dados em painel na forma dinâmica.

A análise de dados em painel na forma estática possui três técnicas de estimação: *Pooled Ordinary Least Square* (POLS), efeitos fixos e efeitos aleatórios. O modelo POLS apresenta o intercepto e os parâmetros das variáveis independentes para todas as observações ao longo do período de análise, sendo que o coeficiente angular não leva em consideração a natureza de corte transversal e de séries temporais dos dados (BALTAGI, 2005; GUJARATI; PORTER, 2011).

No modelo de efeitos fixos, segundo Baltagi (2005), considera-se as alterações na *cross-sections* ao longo do tempo, sendo que os interceptos das observações podem ser diferentes e essas diferenças podem ser devido às características individuais de cada unidade

de análise. Nos modelos de efeitos aleatórios, a individualidade de cada observação é incorporada aos termos do erro, sendo que a constante é estimada como um parâmetro aleatório não observado (GUJARATI; PORTER, 2011).

Para avaliar quais dos três modelos melhor se aplica à Equação 2, utilizou-se o teste F de *Chow*, que serve para testar se o modelo POLS é mais adequado do que o de efeitos fixos; o teste *LM* de *Breusch-Pagan*, que testa qual o melhor modelo entre o POLS e o aleatório; e, o teste *Hausman*, que testa qual modelo aplicável entre o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios (BALTAGI, 2005).

No que tange à Equação 4, o modelo de dados em painel que se aplica é o dinâmico, devido à presença da variável desempenho anterior dentre os regressores. De acordo com Arellano e Bond (1991), a estimação da Equação 4 por meio das técnicas tradicionais causaria dois problemas econométricos. Primeiro, devido à presença dos efeitos individuais não observáveis dos indivíduos, juntamente com a variável dependente defasada, no lado direito da equação. Nesse caso, os estimadores das técnicas tradicionais, por exemplo, mínimo quadrado ordinários (MQO), seriam viesados e inconsistentes. Segundo, devido à provável endogeneidade das variáveis explicativas. Nesse caso, endogeneidade no lado direito deve ser tratada para evitar um possível viés gerado por problema de simultaneidade (ARELLANO; BOND, 1991).

Para solucionar esses problemas, Arellano e Bond (1991) propõem o estimador do Método dos Momentos Generalizados em primeira diferença (MMG). Tal método consiste na eliminação dos efeitos fixos por meio da primeira diferença da Equação 4 e na utilização dos valores da variável defasada em um ou mais períodos como instrumentos válidos na estimação da equação, ou, no último caso, em dois ou mais períodos, caso os primeiros instrumentos não sejam válidos.

Contudo, de acordo com Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), esses instrumentos são fracos, quando as variáveis dependentes e explicativas apresentam forte persistência e/ou a variância relativa dos efeitos fixos aumenta. Isso produz um estimador MMG-diferenciado não consistente e viesado para painéis com poucos períodos de observação. Dessa forma, Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998) propõem um sistema que combina o conjunto de equações em diferença, com o conjunto de equação em nível, para reduzir esse problema de viés. Esse sistema é conhecido como método dos momentos generalizados-sistema (MMG-sistema). Para as equações em diferenças, o conjunto de instrumentos é o mesmo proposto por Arellano e Bond (1991). Já para a

regressão em nível, os instrumentos apropriados são as diferenças defasadas das respectivas variáveis.

Por fim, para avaliar a robustez e consistência do modelo, são aplicados os testes de *Sargan* e de *Hansen*, cuja hipótese nula é a de que os instrumentos não são correlacionados com os resíduos. Além disso, como se supõe, inicialmente, que os resíduos da regressão não sejam correlacionados, é feito um teste de correlação serial de primeira ordem e outro de segunda ordem sobre os erros em primeira diferença. Espera-se que esses erros sejam correlacionados em primeira ordem, mas não auto correlacionados em segunda ordem (ARELLANO; BOND, 1991; ROODMAN, 2009).

3.5 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS INVESTIGADAS

Com base na literatura sobre o tema e em estudos anteriores realizados (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; SWITZER, 1996; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; CAMARGOS; 2008; CAMARGOS; BARBOSA, 2010), determinou-se o grupo de variáveis econômico-financeiras a serem investigadas neste estudo, em vistas de verificar o efeito das fusões e aquisições no desempenho das companhias envolvidas nesses processos.

3.5.1 Variável dependente: desempenho econômico-financeiro

Muitas medidas e indicadores econômico-financeiros têm sido utilizados para avaliar o desempenho de uma companhia. Nesse sentido, optou-se por utilizar alguns indicadores de desempenho amplamente utilizados em estudos anteriores sobre o tema como *proxies* para desempenho (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; SWITZER, 1996; BARBER; LYON, 1996; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; CAMARGOS; BARBOSA, 2009, 2010), a exemplo do retorno sobre os ativos (*Return On Asset – ROA*), retorno sobre o patrimônio líquido (*Return On Equity – ROE*) e do lucro antes dos juros e tributos (*Earnings Before Interest and Taxes – EBIT*).

Segundo Barber e Lyon (1996), o retorno dos ativos é a medida mais utilizada para avaliar o desempenho de uma organização, sendo vista como um indicador capaz de identificar o quanto cada ativo gerou de retorno para uma companhia. O ROA ainda pode ser considerado uma medida da eficiência global da empresa em gerar lucros com os ativos disponíveis, demonstrando o quanto de retorno cada ativo gera para a entidade (IKEDA; DOI,

1983; SHARMA; HO, 2002; LAU; PROIMOS; WRIGHT, 2008; CAMARGOS; BARBOSA, 2010). O retorno dos ativos foi calculado conforme Equação 5:

$$ROA_{it} = LL_{it} / AT_{it} \quad (5)$$

Em que,

- ROA_{it} é o retorno dos ativos da empresa i no período t ;
- LL_{it} é o lucro líquido da empresa i no período t ; e
- AT_{it} é o ativo total da empresa i no período t .

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é outro indicador utilizado para avaliar o desempenho econômico-financeiro de uma companhia. O ROE indica o quanto de retorno uma empresa gerou em comparação ao capital nela investido pelos seus acionistas (IKEDA; DOI, 1983; SHARMA; HO, 2002; LAU; PROIMOS; WRIGHT, 2008). O ROE foi obtido de acordo com Equação 6 (CAMARGOS; BARBOSA, 2009, 2010):

$$ROE_{it} = LL_{it} / (PL_{it} - LL_{it}) \quad (6)$$

Em que,

- ROE_{it} é o retorno sobre o patrimônio líquido da companhia i no trimestre t ;
- LL_{it} é o lucro líquido da companhia i no trimestre t ; e
- PL_{it} é o patrimônio líquido da companhia i no trimestre t .

O EBIT ou lucro operacional, por outro lado, é o lucro gerado pela companhia antes das despesas com juros e com os tributos incidentes sobre o lucro, ou seja, trata-se do lucro gerado pelas atividades operacionais de uma organização. A utilização do lucro operacional como medida de desempenho dá-se pelo alto poder explicativo do lucro contábil em prever o retorno das ações e o desempenho econômico-financeiro organizacional, detendo um significado poder de explicação acerca da *performance* corporativa (CHEN; DODD, 1997; BIDDLE; BOWEN; WALLACE, 1997).

Além disso, utilizou-se a variação no desempenho de cada companhia como variável dependente, conforme procedimento adotado por Gosh (2001), para as estimações decorrentes da Equação 2, sendo obtida conforme Equação 7:

$$\Delta\pi_{it} = \pi_{ipt} - \pi_{ipre} \quad (7)$$

Em que,

- $\Delta\pi_{it}$ é a variação no desempenho da companhia i no período t , medido pela variação no ROA (Δ ROA), no ROE (Δ ROE) e no EBIT (Δ EBIT);
- π_{ipt} é o desempenho econômico-financeiro da companhia i no período posterior à operação de fusão e aquisição, medido pelo ROA, ROE e EBIT; e
- π_{ipre} é o desempenho da companhia i antes da operação de fusão e aquisição, medido pelo ROA, ROE e EBIT.

3.5.2 Variáveis explicativas

As variáveis explicativas utilizadas nesta pesquisa foram o desempenho econômico-financeiro anterior, o tamanho, o endividamento, o crescimento interno, o crescimento por fusão e aquisição, o setor econômico relacionado, o tipo de financiamento utilizado, o número de fusões e aquisições realizadas e o tipo de fusão e aquisição. Apresentam-se a seguir a relação dessas variáveis com a variável dependente e como aquelas foram obtidas.

a) Desempenho econômico-financeiro anterior

A inclusão da variável desempenho econômico-financeiro anterior como variável explicativa, segundo Healy, Palepu e Ruback (1992), ajuda a avaliar a mudança no desempenho das companhias após as combinações de negócios. Além disso, por meio do coeficiente dessa variável, pôde-se verificar se a *performance* das firmas é persistente ao longo do tempo (DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1996).

O desempenho econômico-financeiro anterior foi obtido mediante as mesmas variáveis utilizadas para verificar a *performance* das companhias após as operações de fusões e aquisições, ou seja, retorno dos ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido e lucro operacional ou EBIT.

Contudo, nos casos das fusões, onde duas empresas se unem para formar uma nova empresa, utilizou-se o procedimento adotado por Switzer (1996) e Linn e Switzer (2001), para obter o desempenho econômico-financeiro anterior, no qual cada medida de desempenho é ponderada pela soma dos ativos totais de cada companhia, conforme equações a seguir:

$$\pi_{ipre} = (ROA_{Apre} + ROA_{Bpre}) / (AT_{Apre} + AT_{Bpre}) \quad (8)$$

$$\pi_{ipre} = (ROE_{Apre} + ROE_{Bpre}) / (AT_{Apre} + AT_{Bpre}) \quad (9)$$

$$\pi_{ipre} = (EBIT_{Apre} + EBIT_{Bpre}) / (AT_{Apre} + AT_{Bpre}) \quad (10)$$

Em que,

- π_{ipre} é desempenho econômico-financeiro das companhias combinadas antes da operação;
- ROA_{Apre} é o retorno dos ativos da empresa A antes da operação de fusão;
- ROA_{Bpre} é o retorno dos ativos da empresa B antes da operação de fusão;
- $EBIT_{Apre}$ é o lucro antes dos juros e dos impostos da empresa A antes da operação de fusão;
- $EBIT_{Bpre}$ é o lucro antes dos juros e dos impostos da empresa B antes da operação de fusão;
- AT_{Apre} é o ativo total da companhia A antes da operação de fusão; e
- AT_{Bpre} é o ativo total da companhia B antes da operação de fusão.

Segundo Switzer (1996), esse procedimento é necessário, pois antes da combinação de negócios, as companhias fundidas atuavam de forma independente no mercado, cada uma com um determinado nível de desempenho. Além disso, a ponderação pelo ativo total visa minimizar possível viés, caso fosse adotado, por exemplo, a *performance* média das firmas combinadas (SWITZER, 1996). Espera-se um efeito positivo do desempenho anterior sobre a *performance* econômico-financeira das companhias após as combinações de negócios.

b) Crescimento por fusão e aquisição (CFA)

O crescimento por fusão e aquisição (CFA) é o crescimento oriundo dos ativos adquiridos por uma companhia em um processo de fusão e aquisição, ou seja, reflete o quanto os ativos adquiridos proporcionaram de aumento no ativo total da companhia (KUMAR, 1984).

De acordo com a hipótese das sinergias (JENSEN; RUBACK, 1983; DAMODARAN, 2005), os ativos adquiridos por meio de uma fusão e/ou aquisição podem gerar ganhos para a empresa compradora e/ou resultante desse processo, principalmente economias de escala e de escopo. Nessa perspectiva, espera-se que o crescimento por F&A impacte positivamente sobre

o desempenho econômico-financeiro das companhias adquirentes. Destarte, o efeito do CFA no desempenho das companhias será observado pelo sinal do seu coeficiente estimado pelo modelo econométrico. O crescimento por fusão e aquisição foi obtido pela Equação 11:

$$CFA_{it} = AA_{it}/AT \quad (11)$$

Em que,

- CFA_{it} é o crescimento por fusão e aquisição da empresa i no período t ;
- AA_{it} é o total dos ativos adquiridos pela empresa i no período t ; e
- AT é o ativo total da empresa i no período anterior à combinação de negócios.

c) Crescimento interno (CI)

O crescimento de uma firma é visto como um indicador da viabilidade econômica de um negócio e da eficiência administrativa na sua condução. Além disso, o crescimento de uma firma demonstra o quanto o negócio é saudável não só para os investidores, mas também para os bancos e demais interessados (DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997).

Segundo Kumar (1984), o crescimento de uma companhia pode se dar por meio do crescimento interno e por aquisição (combinação de negócios). O crescimento interno é proveniente do desenvolvimento natural do negócio, ou seja, decorre das atividades operacionais da organização (resultados operacionais). Por sua vez, o crescimento por aquisição decorre da compra ou incorporação de ativos de outras companhias ao patrimônio da organização (KUMAR, 1984).

Considerando que o crescimento interno (CI) de uma organização decorre de seu resultado operacional e que o mesmo influencia o desempenho organizacional, espera-se uma relação positiva entre o CI e o desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram fusões e aquisições durante o período analisado (KUMAR, 1984; IKEDA; DOI, 1984; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997). O crescimento interno das empresas, segundo Amouzesh, Moeinfar e Mousavi (2011), pode ser calculado pelas seguintes equações:

$$CI_{it} = ROA_{it} \times b_{it} / 1 - (ROA_{it} \times b_{it}) \quad (12)$$

$$ROA_{it} = LL_{it} / AT_{it} \quad (13)$$

$$b_{it} = LRet_{it}/LL_{it} \quad (14)$$

$$LRet_{it} = LL_{it} - Div_{it} \quad (15)$$

Em que,

- CI_{it} é o crescimento interno da companhia i no período t ;
- ROA_{it} é o retorno dos ativos da companhia i no período t ;
- b_{it} é o índice de retenção de lucros da companhia i no período t ;
- LL_{it} é lucro líquido da companhia i no período t ;
- AT_{it} é o ativo total da empresa i no período t ;
- $LRet_{it}$ é lucro retido da companhia i no período t ; e
- Div_{it} são os dividendos distribuídos pela companhia i no período t .

De acordo com Amouzes, Moeinfar e Mousavi (2011), as equações acima revelam que o aumento nos ativos é exatamente igual ao aumento nos lucros retidos e, portanto, a necessidade do financiamento externo é zero. Contudo, segundo os autores em certas condições o crescimento interno não consegue suplantar a necessidade de capital das companhias, sendo necessária, por exemplo, a utilização de outras fontes de recursos para impulsionar suas atividades.

d) Tipo de financiamento das operações

Segundo Healy, Palepu e Ruback (1992), a forma como uma fusão e aquisição é financiada pode ter efeito sobre o desempenho da companhia adquirente ou resultante dessas combinações de negócios. Em operações financiadas via dívidas, espera-se que os lucros sejam menores, uma vez que os lucros são calculados após a dedução dos juros sobre as dívidas adquiridas, mas antes de qualquer remuneração do capital próprio, ou seja, antes de qualquer distribuição de rendimentos aos acionistas (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992). Essa relação foi verificada pelo sinal de uma variável *dummy* (Divid), que assume valor igual a 1 se a operação foi financiada via assunção de dívidas e 0, caso contrário.

Já em operações financiadas via ações, segundo Gosh (2001), o efeito sobre o desempenho das companhias depende da concretização das sinergias esperadas pela adquirente. Em seu estudo, Gosh (2001) encontrou tanto relações positivas como negativas com a *performance* das firmas quando financiadas por ações, variando de acordo com a *proxy*

utilizada para desempenho financeiro. Por outro lado, observou-se uma relação positiva entre operações financiadas via caixa e o desempenho das empresas após a combinação de negócios (GOSH, 2001).

Linn e Switzer (2001) enfatizam que o efeito positivo das aquisições via caixa pode estar relacionado com informações que as companhias detêm a respeito de possíveis sinergias a serem realizadas com a combinação de negócios, fazendo com que utilizem seu fluxo de caixa para obtenção dos possíveis ganhos.

O efeito das aquisições via caixa e por ações foi obtido pelo sinal de duas variáveis dicotômicas. A variável Caixa assume valor igual a 1 se a operação foi financiada por meio de caixa e 0, caso contrário. E, da variável *dummy* Ações, que assume valor igual a 1 se a transação foi realizada por meio de ações e 0, caso contrário.

Além disso, utilizou-se outra variável para verificar o efeito caso a combinação de negócio fosse financiada por mais de uma fonte de recursos, conforme procedimento adotado por Gosh (2001). A variável *dummy* Misto assume valor igual a 1 se a fusão e aquisição foi realizada por mais de uma fonte de recursos e 0, caso contrário. Espera-se tanto um sinal negativo como positivo para esta variável, visto que a proporção de cada modalidade de financiamento utilizada pode influenciar no desempenho financeiro das empresas.

e) Setor econômico relacionado (Setor)

Na literatura, uma fusão e aquisição podem ser classificadas de acordo com o setor econômico em relacionada ou não relacionada. Numa F&A relacionada ocorre a associação de duas ou mais firmas que pertencem ao mesmo setor econômico e, na não relacionada, uma empresa de um ramo de atividade adquire ou se une com outra firma que atua em um setor produtivo diverso do seu (MAQUIEIRA; MEGGISON; NAIL, 1998; GOSH, 2001).

De acordo com Bhagat, Shleifer e Vishny (1990), a realização de combinações de negócios entre empresas que estão na mesma cadeia produtiva, setor econômico relacionado, é impulsionada pela expectativa de gerar sinergias entre as empresas. Dentre essas sinergias, a eficiência operacional e o aumento do poder de mercado são vistas como motivos para realização de fusões e aquisições entre empresas do mesmo setor econômico (BHAGAT, SHLEIFER; VISHNY, 1990; MAQUIEIRA; MEGGISON; NAIL, 1998).

Nessa perspectiva, espera-se que em F&As ocorridas entre empresas de setores econômicos relacionadas haja um efeito positivo dessas operações no desempenho

econômico-financeiro, uma vez que essas operações podem resultar em ganhos de eficiência para as companhias adquirentes, ou seja, na geração de sinergias entre as companhias.

Para identificar se a F&A ocorreu entre empresas do mesmo setor econômico, utilizou-se uma variável *dummy* que assume valor igual a 1, se a combinação de negócios ocorreu entre empresas do mesmo setor econômico e valor 0, caso a empresa-alvo seja de ramo produtivo diverso da empresa adquirente (GOSH, 2001).

f) Tamanho (Tam)

O tamanho é considerado na literatura econômica como um dos determinantes do desempenho organizacional (NEUMAN; BÖBEL; HAID, 1983; CABLE, 1985). Segundo Bothwell, Cooley, e Hall (1984), o tamanho relativo ou absoluto das companhias é um dos atributos que explicam as altas taxas de retorno, bem como a eficiência organizacional.

Nesse sentido, de acordo com Hall e Weiss (1967), espera-se que grandes empresas apresentem retornos e/ou lucros maiores do que pequenas empresas, pois dispõem dos recursos necessários para investir em novas linhas de produtos e em novos segmentos, explorando, assim, as economias de escalas provenientes do seu poder de mercado. Essa relação também pode ser esperada em processos de fusões e aquisições, em que grandes empresas adquirem pequenas empresas para aumentar seu poder de mercado, bem como aumentar sua rentabilidade por meio da utilização dos ativos e da realização de economias de escala provenientes da combinação de negócios (SWITZER, 1996; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; CAMARGOS; BARBOSA, 2009, 2010).

Assim, de acordo com a literatura (SWITZER, 1996; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997), espera-se uma relação positiva entre tamanho e o desempenho das empresas que realizaram operações de fusões e aquisições, haja vista que esses processos são realizados com o intuito de aumentar o poder de mercado e aproveitar possíveis sinergias decorrentes dessas combinações (GLANCEY, 1998; COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

O tamanho das empresas será o obtido pelo logaritmo natural dos ativos totais de cada empresa, conforme Equação 16:

$$Tam_{it} = \text{Log}AT_{it} \quad (16)$$

Em que,

Tam_{it} é o tamanho da empresa i no período t ; e

$LogAT_{it}$ é o logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t .

g) Endividamento (Endiv)

O endividamento também é considerado como um dos determinantes do desempenho ou da lucratividade de uma organização (NEUMAN; BÖBEL; HAID, 1983). O grau de endividamento de uma companhia revela o quanto de recursos está sendo utilizado para financiar as operações corporativas. De acordo com Myers (1984), o endividamento afeta o custo de capital e influencia a lucratividade e o preço das ações das empresas.

Segundo Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997), o nível de endividamento apresenta uma relação negativa com o desempenho econômico, pois as despesas com juros variam de acordo com o montante de dívidas que uma organização possui. Dessa forma, considerando que um alto índice de endividamento pode afetar a lucratividade de uma organização, espera-se que haja um efeito negativo dessa variável sobre o desempenho das companhias estudadas. Para calcular o endividamento de cada companhia utilizou-se a Equação 17:

$$Endiv_{it} = DL_{it}/PL_{it} \quad (17)$$

Em que,

- $Endiv_{it}$ é índice de endividamento da companhia i no período t ;
- DL_{it} são as dívidas líquidas da empresa i no período t ; e
- PL_{it} é o patrimônio líquido da empresa i no período t .

h) Número de fusões e aquisições (NFA)

De acordo com Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997), o número de operações de fusões e aquisições realizadas por uma companhia pode afetar o seu desempenho econômico-financeiro. Assim, considerando que uma firma pode realizar mais de uma operação de F&A no período analisado, verificou-se, a partir de uma variável *dummy*, se as empresas realizaram mais de uma combinação de negócios, sendo que essa variável assume valor igual a 1, se ocorreu mais de uma operação e valor igual a 0, caso contrário. Espera-se uma relação positiva entre essa variável e o desempenho das firmas, uma vez que a realização dessas combinações de negócios pode ser motivada pela geração de sinergias e no aumento da

rentabilidade das companhias envolvidas (DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

i) Tipo de fusão e aquisição (TipoFA)

De acordo com a literatura (TRICHES, 1996; HURLEY, 2006; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; CAMARGOS; BARBOSA, 2003), uma fusão e aquisição pode ser horizontal, vertical e conglomerado. Em uma F&A horizontal e vertical há a integração de duas ou mais companhias que estão à frente ou atrás da cadeia produtiva, ou seja, há a união de uma determinada empresa com outras firmas que são suas clientes e/ou fornecedores. E na fusão e aquisição conglomerado a combinação de negócios é vista como forma de diversificar os investimentos, pois as atividades que a companhia-alvo desempenha difere da adquirente (HURLEY, 2006; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003).

Segundo Kloeckner (1994), as companhias, ao realizarem fusões e aquisições horizontais e verticais, buscam obter economias de escala e escopo. Esses ganhos, por exemplo, são provenientes de custos mais baixos em função do aumento no nível de produção, bem como do compartilhamento de tecnologias entre as firmas que poderia resultar em economias para as duas firmas combinadas (KLOECKNER, 1994). Por outro lado, as empresas, ao realizarem uma F&A conglomerado, buscam minimizar os riscos e aproveitar oportunidades de investimentos, sendo essa operação considerada um cosseguro (MUEELER, 1969; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Segundo Mueeler (1969), as fusões e aquisições do tipo conglomerado estão mais susceptíveis a fracassarem, pois a realização desse tipo de combinação de negócio não decorre da expectativa de geração de sinergias, como nas operações horizontais e verticais, mas somente para aproveitar oportunidades de investimentos e reduzir o risco corporativo.

Considerando o exposto na literatura (MUEELER, 1969; KLOECKNER, 1994; CAMARGOS; BARBOSA, 2003), espera-se que as combinações do tipo horizontal e vertical tenham um impacto positivo sobre o desempenho econômico-financeiro das companhias adquirentes e resultantes dessas operações.

O efeito dessa variável no desempenho das empresas será verificado por meio de uma variável *dummy* que assume valor igual a 1, se a fusão e aquisição for horizontal e/ou vertical e valor igual a 0, caso contrário. Esse efeito será obtido pelo sinal dessa variável no modelo econométrico estimado. No Quadro 4, apresenta-se a relação esperada entre as variáveis explicativas com as variáveis dependentes.

Quadro 4 – Resumo das variáveis estudadas e suas relações com o desempenho

Variável explicativa	Sigla	Sinal esperado	Referência
Desempenho anterior	$\pi_{i,pre}$	+	Healy, Palepu e Ruback (1992); Switzer (1996); Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997); Gosh (2001)
Tamanho	Tam	+	Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997); Camargos e Barbosa (2009,2010)
Endividamento	Endiv	-	Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997); Camargos e Barbosa (2009, 2010)
Crescimento interno	CI	+	Kumar (1984); Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997)
Crescimento por F&A	CFA	+	Kumar (1984); Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997)
Setor relacionado	Setor	+	Gosh (2001)
Tipo de financiamento	Divid	-	Healy, Palepu e Ruback (1992)
	Caixa	+	Healy, Palepu e Ruback (1992); Gosh (2001)
	Ações	+	Healy, Palepu e Ruback (1992); Gosh (2001)
	Misto	+/-	Gosh (2001)
Número de F&A	NFA	+	Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997)
Tipo de F&A	TipoFA	+	Mueeler (1969); Kloeckner, 1994; Camargos e Barbosa (2003)

Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim, a partir das variáveis independentes apresentadas no Quadro 4, objetiva-se explicar o efeito das fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras que realizaram essas combinações de negócios no período investigado.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

As estatísticas descritivas das variáveis investigadas nas empresas que realizaram operações de fusões e aquisições, ou seja, que adquiriram ou se fundiram no mercado brasileiro entre o quarto trimestre de 2008 e o terceiro trimestre de 2012, encontram-se evidenciadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis

Variáveis	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
CFA	212	0,28332	0,32333	0,00328	2,25913
CI	212	0,00630	0,03832	-0,31689	0,20999
Tam	212	6,79311	0,64781	5,40882	8,69373
Endiv	212	0,46709	0,65937	-0,31800	2,83300
ROA _{pt}	212	0,01541	0,02730	-0,11256	0,17354
ROE _{pt}	212	0,02581	0,05236	-0,28792	0,23424
EBIT _{pt}	212	0,01976	0,02698	-0,11227	0,17352
ΔROA	212	-0,00242	0,04117	-0,33768	0,16570
ΔROE	212	-0,00731	0,09171	-0,72710	0,36942
ΔEBIT	212	-0,00600	0,04254	-0,34364	0,16603
ROA _{pre}	212	0,01783	0,03922	-0,10420	0,38456
ROE _{pre}	212	0,03312	0,08350	-0,36481	0,77677
EBIT _{pre}	212	0,02576	0,04008	-0,08229	0,38802

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com as informações expostas na Tabela 2, observou-se que as empresas estudadas apresentaram um desempenho econômico-financeiro médio após as operações de F&As, entre 1,55% a 2,5%, conforme variáveis ROA_{pt}, ROE_{pt} e EBIT_{pt}. Por outro lado, os indicadores ROA_{pre}, ROE_{pre} e EBIT_{pre} evidenciam que a *performance* das firmas observadas antes das combinações de negócios estava entre 1,7% a 3,3%. Esses resultados demonstram uma pequena variação negativa no desempenho das empresas medida pelas variáveis ΔROA, ΔROE e ΔEBIT, sendo de -0,2% a -0,7%.

Observou-se, também, que, no período entre o quarto trimestre de 2008 e o terceiro trimestre de 2012, as empresas investigadas obtiveram um crescimento médio por meio da fusão ou aquisição de ativos no valor de 28,33%. Entretanto, a média do crescimento interno decorrente das operações das companhias é de aproximadamente 0,6%, sugerindo que as

firmas analisadas talvez estivessem buscando expandir suas atividades mediante operações de F&As.

As estatísticas descritivas evidenciaram, ainda, que as firmas no período em análise apresentaram um endividamento médio de 46,70%. Além disso, observou-se que o tamanho das empresas (Tam) apresentou um valor mínimo de 5,40 e um valor máximo de 8,69, mostrando uma dispersão média de 6,79. Os resultados sugerem que as empresas analisadas apresentaram um alto nível de endividamento no período posterior às fusões e aquisições, bem como que houve pouca variabilidade no tamanho das companhias, visto que a amostra compreende firmas de diferentes setores econômicos.

Após apresentar a análise das estatísticas descritivas, apresentou-se, na Tabela 3, a matriz de correlação das variáveis investigadas, demonstrando a relação das variáveis explicativas com as dependentes.

De acordo com a matriz de correlação evidenciada na Tabela 3, verificou-se que a variável crescimento interno (CI) apresentou uma alta correlação positiva com as variáveis dependentes, sendo de 0,605 com o ROA_{pt} ; 0,585 com o ROE_{pt} ; 0,405 com o ΔROA ; 0,355 com o ΔROE ; 0,492 com $EBIT_{pt}$; e 0,357 com $\Delta EBIT$, apresentando-se estatisticamente significativa ao nível de 1%. Outra variável que apresentou uma correlação alta com as variáveis explicadas foi a variável tamanho das companhias (Tam), que apresentou uma correlação, por exemplo, de 0,179 com o ROE_{pt} e de 0,197 com o $EBIT_{pt}$, apresentando-se estatisticamente significativa ao nível de 5% e 1%, respectivamente.

Contudo, o crescimento decorrente das fusões e aquisições (CFA) não apresentou alta correlação com as variáveis dependentes, apresentando, apenas, uma leve correlação positiva com a variável ΔROE (0,0232), mas sem significância estatística. A variável CFA ainda se mostrou negativamente correlacionada com as demais variáveis dependentes, apresentando, por exemplo, uma correlação negativa de -0,119 com o $EBIT_{pt}$, mostrando-se significativa ao nível de 10%. O endividamento (Endiv) também apresentou uma forte correlação negativa com as variáveis explicadas, variando de -0,037 a -0,257, mostrando-se estatisticamente significantes. Com relação às variáveis que representam o desempenho anterior das empresas (ROA_{pre} , ROE_{pre} e $EBIT_{pre}$), os coeficientes de correlação indicam uma relação positiva com o desempenho das companhias após as combinações de negócios, variando, por exemplo, de 0,275 com o ROA_{pre} a 0,149 com a variável ROE_{pre} , mostrando-se estatisticamente significativa entre 5% e 1%. As demais variáveis apresentaram baixos índices de correlação com as variáveis explicadas, conforme Tabela 3.

Tabela 3 – Matriz de correlação das variáveis

	CFA	CI	Tam	Endiv	ROA _{pt}	ROE _{pt}	EBIT _{pt}	ΔROA	ΔROE	ΔEBIT	ROA _{pre}	ROE _{pre}	EBIT _{pre}
CFA	1,000												
CI	-0,056	1,000											
Tam	-0,074	0,156**	1,000										
Endiv	-0,239	-0,087	-0,008	1,000									
ROA _{pt}	-0,043	0,605***	0,168**	-0,257***	1,000								
ROE _{pt}	-0,082	0,585***	0,179***	-0,181***	0,913***	1,000							
EBIT _{pt}	-0,119*	0,492***	0,197***	-0,135**	0,881***	0,806***	1,000						
ΔROA	-0,013	0,405***	0,148**	-0,058	0,401***	0,410***	0,330***	1,000					
ΔROE	0,023	0,355***	0,161**	-0,148**	0,359***	0,435***	0,304***	0,915***	1,000				
ΔEBIT	-0,075	0,357***	0,122*	-0,037	0,343***	0,357***	0,406***	0,799***	0,683***	1,000			
ROA _{pre}	-0,016	-0,004	-0,038	-0,118*	0,275***	0,205***	0,267***	-0,770***	-0,711***	-0,600***	1,000		
ROE _{pre}	-0,077	-0,023	-0,065	0,049	0,179***	0,149**	0,171**	-0,748***	-0,825***	-0,526***	0,909***	1,000	
EBIT _{pre}	-0,001	-0,047	0,002	-0,052	0,230***	0,164**	0,243***	-0,625***	-0,519***	-0,788***	0,816***	0,673***	1,000

*Estatisticamente significante a 10%; **Estatisticamente significante a 5%; ***Estatisticamente significante a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

4.2 ANÁLISE ECONOMÉTRICA

A análise econométrica deste estudo envolveu a aplicação de dois tipos de modelos de dados em painel, o estático e o dinâmico. Inicialmente, empregaram-se alguns testes para verificar qual tipo de dados em painel estático melhor se adequaria aos modelos oriundos da Equação 2.

Entretanto, com relação ao modelo de dados em painel na sua forma dinâmica (Equação 4), segundo a literatura, a presença de valores passados da variável dependente como variável explicativa exige necessariamente a sua estimação pelo modelo dinâmico, sendo dispensável a realização de testes para sua escolha (GUJARATI; PORTER, 2011). Apresentam-se, a seguir, os resultados dos testes para a especificação dos modelos de dados em painel na sua forma estática e, posteriormente, os resultados das estimações a partir dos dois tipos de dados em painel.

4.2.1 Testes de especificação dos modelos

Para identificar o modelo de dados em painel que melhor se adequava à Equação 2, empregaram-se alguns testes descritos na literatura. Dentre os testes realizados, foram considerados o teste F de *Chow* (hipótese H_0 : modelo *Pooled*; e hipótese H_1 : modelo de Efeitos Fixos), o *Breusch-Pagan* (hipótese H_0 : modelo *Pooled*; e hipótese H_1 : modelo de Efeitos Aleatórios) e o teste de *Hausman* (hipótese H_0 : modelo de efeitos aleatórios; e hipótese H_1 : modelo de Efeitos Fixos). Os resultados estão apresentados a seguir, na Tabela 4.

Tabela 4 – Testes de especificação dos modelos

Testes	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Teste F	F(52, 150) = 1,41 Prob. > F = 0,0560	F(53, 150) = 1,16 Prob > F = 0,2495	F(52, 150) = 1,00 Prob. > F = 0,4888
Breusch-Pagan	Chibar2 = 1,18 Prob. > Chibar2 = 0,1388	Chibar2 = 0,09 Prob. > Chibar2 = 0,3841	Chibar2 = 0,01 Prob. > Chibar2 = 0,4678
Hausman	Não se aplica	Não se aplica	Não se aplica

Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com a estatística do teste F de *Chow*, o modelo que melhor se aplica às três estimações referentes à Equação 2 é o modelo *Pooled*, sendo os resultados estatisticamente significantes ao nível de 5%. O teste de *Breusch-Pagan* também corroborou com o teste F de *Chow*, pois as estatísticas indicaram que o modelo *Pooled* era o mais apropriado para estimar os modelos decorrentes da Equação 2.

4.2.2 Resultados das estimações

Os resultados das regressões foram estimados a partir das Equações 2 e 4. A Tabela 5 apresenta os resultados da estimação do modelo *Pooled* para a Equação 2, conforme testes de especificação, considerando a variável variação no desempenho econômico-financeiro, medida pelas *proxies* Δ ROE, Δ ROA e Δ EBIT, como variável dependente. As variáveis explicativas utilizadas para estimação foram: crescimento por fusão e aquisição (CFA); crescimento interno (CI); tipo de financiamento utilizado para realização das operações de fusões e aquisições (variáveis *dummies*: Ações, Caixa, Divid e Misto); setor econômico relacionado (Setor); tamanho das empresas (Tam); endividamento das empresas (Endiv); número de F&As (NFA); e pelo tipo de Fusão e Aquisição (TipoFA).

Inicialmente, mediante a estatística VIF, constatou-se que as variáveis TipoFA e NFA apresentaram problema de multicolinearidade, atingindo uma estatística de valor superior a 10. Nesse caso, optou-se por excluir essas variáveis, uma vez que a estimação com a presença desses regressores poderia apresentar coeficientes angulares distorcidos, prejudicando, assim, o entendimento do real efeito das variáveis independentes sobre as variáveis explicadas (BROOKS, 2008; GUJARATI; PORTER, 2011).

A partir das informações apresentadas na Tabela 5, verificou-se que as regressões estimadas apresentaram significância estatística, ao nível de 1%, conforme valor-p do teste F. Observou-se que o coeficiente R^2 ajustado variou nas três regressões entre 0,1265 a 0,1786, indicando que 12,65% a 17,86% das variações ocorridas no desempenho econômico-financeiro das empresas analisadas podem ser explicadas pelos regressores do modelo. Esse resultado para o R^2 ajustado está em consonância com estudos anteriores, que apresentaram um baixo poder explicativo dos modelos utilizados para avaliar o efeito das fusões e aquisições sobre o desempenho das companhias que realizaram essas combinações de negócios (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; SWITZER, 1996; GOSH, 2001).

Com relação aos testes para examinar os pressupostos básicos do modelo de regressão, conforme Tabela 4, pôde-se verificar que, a partir do teste de *White*, a hipótese de que as variâncias dos resíduos são homocedásticas pode ser aceita nas três regressões estimadas, ao nível de 1%. De acordo com o teste de *Durbin-Watson*, rejeita-se a hipótese de autocorrelação nos resíduos para as três equações. No entanto, o pressuposto da normalidade dos resíduos, segundo o teste de *Jarque-Bera*, foi rejeitado ao nível de 5%. Nesse caso, considerando a teoria do limite central, segundo Brooks (2008), ainda que os termos dos erros

não se distribuam normalmente, quando se utiliza grandes amostras tal pressuposto pode ser relaxado, pois em grandes amostras os resíduos tendem a se distribuírem normalmente.

De acordo com os resultados dos três modelos estimados (vide Tabela 5), observou-se que o crescimento interno (CI) apresentou significância estatística ao nível de 1% para os três modelos estimados, corroborando com as descobertas de Dickerson, Gbison e Tsakalotos (1997), que demonstraram que o crescimento interno impacta positivamente sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas. Por outro lado, a variável crescimento por fusão e aquisição (CFA) não apresentou significância estatística, evidenciando um baixo poder explicativo dessa variável em relação à variação no desempenho das companhias que realizaram operações de fusões e aquisições, conforme Tabela 5.

Os resultados demonstram, ainda, a importância do crescimento interno para as companhias, pois sugerem que as operações internas causaram um impacto positivo de cerca de 40% a 80% no desempenho das companhias, enquanto que o crescimento por F&A apresentou um baixo impacto, mas sem significância estatística.

Tabela 5 – Resultados dos modelos de painel estático

Variável	Sinal Esperado	Modelo 1 – Δ ROE		Modelo 2 – Δ ROA		Modelo 3 – Δ EBit	
		Coefficiente	Valor-p	Coefficiente	Valor-p	Coefficiente	Valor-p
CFA	+	0,0028947	0,881	-0,0003447	0,968	-0,0095153	0,294
CI	+	0,7855566	0,000***	0,4190900	0,000***	0,3793542	0,000***
Ações	+	-0,0321726	0,362	-0,0174746	0,259	-0,0134732	0,414
Caixa	+	-0,0763287	0,024**	-0,0407477	0,006**	-0,0367854	0,020**
Divid	-	-0,0035912	0,954	-0,0079143	0,772	0,0065263	0,823
Misto	+/-	-0,0517875	0,146	-0,0216362	0,166	-0,0206953	0,214
Setor	+	0,0424604	0,164	-0,0187252	0,162	0,0268671	0,060*
Tam	+	0,0151806	0,100	0,0054672	0,177	0,0039340	0,362
Endiv	-	-0,0189453	0,044**	-0,0032907	0,424	-0,0030051	0,493
Constante		-0,1037418	0,104	-0,0379172	0,175	-0,0315963	0,289
R ²		0,1781		0,2136		0,1638	
R ² Ajustado		0,1414		0,1786		0,1265	
Teste F (Estatística)		4,8600		6,1000		4,3960	
Teste F (Valor-p)		0,0000		0,0000		0,0000	
Jarque-Bera (estatística)		5875,5370		7549,357		5244,6200	
Jarque-Bera (Valor-p)		0,0000		0,0000		0,0000	
Durbin-Watson		2,0416		1,99140		2,1165	
Teste White (Estatística)		11,2800		17,9900		21,5400	
Teste White (valor-p)		0,9999		0,9984		0,9895	
Observações		212		212		212	

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: (a) *Estatisticamente significativa a 10%; **Estatisticamente significativa a 5%; ***Estatisticamente significativa a 1%.

Os resultados expostos na Tabela 5 também demonstram que a variável *dummy* Caixa apresentou significância estatística nos três modelos ao nível de 5%, revelando que as operações financiadas por meio de caixa (dinheiro) impactaram negativamente sobre o

desempenho econômico-financeiro das companhias após a combinação de negócios. Esse resultado diferencia-se do reportado por Gosh (2001), que encontrou uma relação positiva entre o desempenho das companhias que financiaram operações por meio desse tipo de financiamento. Contudo, Gosh (2001) ressalta que, em geral, operações financiadas via caixa causam aumento nas despesas das companhias adquirentes, podendo tal fato impactar posteriormente na *performance* das companhias envolvidas em F&As (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; GOSH, 2001).

As outras variáveis que apresentaram significância estatística foram: o endividamento (Endiv), no modelo 1, ao nível de 5%; e a variável *dummy* Setor, no modelo 3, ao nível de 10%. Com relação à variável endividamento, o resultado corroborou com os apresentados pela literatura, uma vez que o aumento no endividamento das firmas impacta negativamente na lucratividade e, conseqüentemente, no desempenho. Esse resultado também corrobora com o apresentado pela literatura, demonstrando que o nível de endividamento das companhias é um dos determinantes do desempenho organizacional (MYERS, 1984; NEUMAN; BÖBEL; HAID, 1983; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997).

No que se refere à variável Setor, observou-se que em operações entre empresas do mesmo segmento o efeito sobre o desempenho das companhias adquirentes ou resultantes da fusão foi positivo, demonstrando que em operações desse tipo pode ocorrer a realização de sinergias entre as empresas após a combinação de negócios, conforme previsto na literatura (BHAGAT; SHLEIFER; VISHNY, 1990; MAQUIEIRA; MEGGISON; NAIL, 1998; GOSH, 2001).

Sumarizando os resultados expostos na Tabela 5, observou-se que o crescimento interno provocou um efeito positivo na variação ocorrida no desempenho das companhias após a efetivação das fusões e aquisições, bem como as possíveis sinergias provocadas pela integração de companhias que operam no mesmo setor econômico. Por outro lado, o nível de endividamento mostrou-se negativamente relacionado com a variação no desempenho das companhias, assim como a utilização de caixa (dinheiro) para financiar as fusões e aquisições.

A Tabela 6, apresentada na sequência, evidenciou as estimações decorrentes dos modelos oriundos da Equação 4. Os modelos estimados a partir da Equação 4 visam demonstrar a persistência no desempenho das empresas após as operações de F&A, bem como a relação das demais variáveis explicativas com as variáveis dependentes. As informações demonstradas na Tabela 6 foram estimadas pelo método dos momentos generalizados (MMG), uma vez que as regressões apresentam, como uma das variáveis explicativas, o desempenho das companhias antes das operações de fusões e aquisições.

Para verificar a consistência dos estimadores dos modelos MMG, aplicaram-se alguns testes. O teste de *Sargan* e o de *Hansen* foram utilizados para verificar se os instrumentos utilizados são consistentes e se os instrumentos adicionais requeridos pelo MMG-sistema são válidos. De acordo com as estatísticas dos testes para o modelo 4 todos os instrumentos são válidos. Já para os modelos 5 e 6, apenas pelo teste de *Hansen*, estimado com erros padrões robustos, mostrou que os instrumentos eram válidos.

Aplicou-se, ainda, o teste de Arellano e Bond (1991), para avaliar a existência de auto correlação de primeira e segunda ordem nos termos do erro. Segundo Arellano e Bond (1991), a ausência de auto correlação de segunda ordem é primordial para a consistência do estimador do MMG. As estatísticas revelam que os estimadores de segunda ordem para os três modelos não apresentam auto correlação, demonstrando que os estimadores dos modelos são consistentes, conforme Tabela 6.

Os resultados evidenciados na Tabela 6, a seguir, sugerem que o desempenho econômico-financeiro das empresas foi persistente ao longo do período analisado, conforme coeficiente das variáveis ROE_{pre} , ROA_{pre} e $EBIT_{pre}$, sendo positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1% nos modelos 4 e 5, e ao nível de 5% no modelo 6. Esse resultado é consistente com estudos anteriores (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; SWITZER, 1996; DICKERSON; GBSON; TSAKALOTOS, 1997; POWELL; STARK, 2005), porém o nível de persistência no desempenho das companhias, entre 8% e 12%, foi inferior ao reportado em outros estudos, a exemplo das pesquisas de Dickerson, Gbison e Tsakalotos (1997) e de Power e Stark (2005), onde as firmas observadas apresentaram uma taxa persistência no desempenho superior a 50%.

Noutra perspectiva, as evidências demonstram que houve um aumento na *performance* das empresas após as fusões e aquisições. Contudo, esse resultado mostrou-se abaixo do reportado por outros estudos que evidenciaram um aumento no desempenho das companhias após F&As superior a 50% (SWITZER, 1996; DICKERSON; GBSON; TSAKALOTOS, 1997; POWELL; STARK, 2005).

Com relação ao tipo de crescimento, observou-se que o crescimento por fusão e aquisição (CFA) apresentou-se estatisticamente significativo ao nível de 5% nos modelos 4 e 6. Contudo, observou-se uma relação negativa entre essa variável e o desempenho das companhias após as operações de fusões e aquisições. Por outro lado, o crescimento interno (CI) mostrou-se positivamente relacionado com a *performance* das companhias, sendo estatisticamente significativo ao nível de 1% e 5% nos modelos 4 e 5, respectivamente. Esses resultados sugerem que, mesmo após as combinações de negócios, o retorno proporcionado

pelo crescimento interno das companhias foi superior ao oriundo das F&As, corroborando com os achados de Dickerson, Gibson e Tsakalatos (1997).

Tabela 6 – Resultados dos modelos de painel dinâmico

Variáveis	Sinal Esperado	Modelo 4 – ROE _{pt}		Modelo 5 – ROA _{pt}		Modelo 6 – EBIT _{pt}	
		Coefficiente	Valor-p	Coefficiente	Valor-p	Coefficiente	Valor-p
ROE _{pre} /ROA _{pre} /EBIT _{pre}	+	0,0984955	0,003***	0,1233131	0,000***	0,0882228	0,028**
CFA	+	-0,0169496	0,047**	-0,0062211	0,152	-0,0099629	0,031**
CI	+	0,6241767	0,000***	0,3575761	0,010**	0,2612724	0,170
Ações	+	0,0019005	0,907	-0,0044573	0,523	-0,0064299	0,256
Caixa	+	-0,0185388	0,236	-0,0108120	0,079*	-0,0072372	0,230
Divid	-	0,0020532	0,943	0,0002935	0,964	0,0039120	0,208
Misto	+/-	-0,0329221	0,045**	-0,0089341	0,224	-0,0010116	0,916
Setor	+	0,0085199	0,542	0,0024492	0,591	0,0037329	0,421
Tam	+	0,0082942	0,031**	0,0037222	0,265	0,0053825	0,186
Endiv	-	-0,0143252	0,000***	-0,0093931	0,005**	-0,0057112	0,082*
Constante		-0,0239945	0,366	-0,0065710	0,784	-0,0149244	0,588
		F (10, 201) = 13,78 Prob. > F = 0,000 N° Obs.: 212 N° de Grupos: 53 N° Instrumentos: 35		F (10, 201) = 13,42 Prob. > F = 0,000 N° de Obs.: 212 N° de grupos: 53 N° instrumentos: 35		F (12, 52) = 6,60 Prob. > F = 0,000 N° de Obs.: 212 N° de grupos: 53 N° instrumentos: 35	
H ₀ : Ausência de autocorrelação nos resíduos de primeira ordem		Z = -1,95 Prob. > Z = 0,051		Z = -1,27 Prob. > Z = 0,206		Z = -2,22 Prob. > Z = 0,026	
H ₀ : Ausência de autocorrelação nos resíduos de segunda ordem		Z = -1,67 Prob. > Z = 0,094		Z = -0,96 Prob. > Z = 0,338		Z = -0,46 Prob. > Z = 0,647	
Teste de <i>Sargan</i>		Chi2 = 32,24 Prob. > Chi2 = 0,121		Chi2 = 100,75 Prob. > Chi2 = 0,000		Chi2 = 57,66 Prob. > Chi2 = 0,000	
Teste de <i>Hansen</i>		Chi2 = 20,66 Prob. > Chi2 = 0,898		Chi2 = 20,17 Prob. > Chi2 = 0,687		Chi2 = 20,17 Prob. > Chi2 = 0,687	

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: (a) *Estatisticamente significativa a 10%; **Estatisticamente significativa a 5%; ***Estatisticamente significativa a 1%; (b) Modelos 5 e 6 estimados com erros-padrões robustos; (c) Variáveis TipoFA e NFA foram excluídas por apresentarem multicolinearidade; (d) Modelos estimados em primeira diferença e em nível.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 6, outra variável que apresentou uma relação positiva com o desempenho das companhias após as operações de fusões e aquisições foi o tamanho das companhias (Tam), apresentando-se estatisticamente significativa ao nível de 5% no modelo 4. Segundo Switzer (1996), o aumento no tamanho das firmas após uma combinação de negócios pode ser decorrente da realização de sinergias e/ou do aumento no poder de mercado após as fusões e aquisições, entretanto, o baixo valor do coeficiente dessa variável sugere que as F&As produziram baixos ganhos para as companhias envolvidas (SWITZER, 1996).

Com relação às demais variáveis explicativas, os resultados demonstram que o endividamento (Endiv) afetou negativamente no desempenho das companhias após as operações de fusões e aquisições, sendo estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% nos modelos 4, 5 e 6, respectivamente. Esse resultado corroborou com o preconizado na

literatura, mostrando ser o nível de endividamento um dos determinantes da lucratividade e do desempenho organizacional (MYERS, 1984; NEUMAN; BÖBEL; HAID, 1983; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997).

Além disso, observou-se que, em relação ao tipo de recurso utilizado para financiar as operações de fusões e aquisições, as variáveis *dummies* Caixa e Misto apresentaram significância estatística ao nível de 5% e 10% nos modelos 4 e 5, respectivamente. Esses resultados sugerem que a utilização de caixa e de mais um tipo de recurso pelas empresas para financiar suas operações de fusões e aquisições impactaram negativamente no seu desempenho econômico-financeiro (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; GOSH, 2001).

De acordo com Gosh (2001), em geral, operações financiadas por mais de uma fonte de recurso ou por meio de caixa levam as companhias a incorrerem em novas despesas para efetivação da fusão e aquisição, causando posteriormente uma redução no desempenho organizacional após a combinação de negócios. Ademais, o efeito negativo provocado pela variável Misto pode ter sido causado devido à proporção de recurso utilizado pela companhia para financiar a operação.

Por fim, considerando os resultados expostos, observou-se que o desempenho econômico-financeiro das companhias que realizaram operações de fusões e aquisições foi persistente ao longo do período analisado, mostrando que, após as combinações de negócios, as empresas apresentaram uma melhora em sua *performance*. Contudo, verificou-se que o aumento e a persistência no desempenho das firmas podem ser considerados pouco expressivos, se comparados aos reportados por outras pesquisas.

Ademais, as evidências mostraram que o crescimento interno, o tamanho e o setor relacionado impactaram positivamente na *performance* das empresas, demonstrando que as operações internas das firmas produziram maior retorno, se comparado ao decorrente das fusões e aquisições, bem como que o aumento no tamanho das companhias e a união entre empresas dos mesmos setores econômicos geraram sinergias para empresa adquirente ou resultante da fusão. Por outro lado, o crescimento por fusão e aquisição influenciou negativamente no desempenho das empresas, bem como o endividamento e o a utilização de Caixa e de mais de um tipo de recurso para financiar essas combinações de negócios.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 CONCLUSÕES

Os processos de fusões e aquisições são considerados eventos complexos do meio corporativo, suscitando ainda muitos questionamentos quanto aos benefícios proporcionados por essas combinações de negócios, bem como sobre os efeitos que essas operações exercem sobre o desempenho econômico-financeiro das companhias adquirentes e/ou resultantes dessas transações.

Segundo Gugler, Mueller e Weichselbaumer (2012), apesar das discussões empíricas, não há ainda um consenso se as fusões e aquisições são lucrativas para as empresas adquirentes ou resultantes do processo de fusão nos anos posteriores a essas combinações de negócios (CAMARGOS; BARBOSA, 2010).

Nesse contexto, surgiu o interesse de investigar o efeito provocado pelas operações de fusões e aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das companhias brasileiras que realizaram essas combinações de negócios, visto que o número de operações e o volume de recursos têm aumentado a cada ano, conforme pesquisas da ANBIMA (2013) e da KPMG (2013). Para tanto, foram utilizadas seis indicadores financeiros como *proxies* para o desempenho econômico-financeiro das firmas investigadas: o retorno dos ativos (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), o lucro operacional ou lucro antes dos juros e impostos sobre renda (EBIT), a variação no retorno dos ativos (Δ ROA), a variação no retorno sobre o patrimônio líquido (Δ ROE) e a variação no lucro antes dos juros e impostos sobre renda (Δ EBIT).

A seguir são apresentadas as conclusões desta pesquisa, considerando os objetivos propostos, a saber:

O primeiro objetivo específico consistiu em analisar o efeito do crescimento interno e por fusão e aquisição sobre o desempenho das companhias após as combinações de negócios. Para tanto, observou-se o coeficiente e o sinal de cada variável estimado por meio da aplicação de dois modelos econométricos.

Os resultados estimados evidenciaram que o desempenho das empresas é positivamente associado com o seu crescimento interno, mostrando que esse tipo de crescimento produziu um ganho na *performance* das companhias de 26% a 78%. Por outro lado, verificou-se que o crescimento decorrente das operações de fusões e aquisições impactou negativamente sobre a *performance* das companhias após as combinações de

negócios, durante o período analisado. Esses resultados sugerem que o crescimento interno proporciona um maior retorno se comparado ao crescimento decorrente de operações de fusões e aquisições, podendo ser considerado um fator primordial para o desempenho das companhias investigadas.

O segundo objetivo específico buscou aferir se os meios utilizados pelas empresas para financiar as operações de fusões e aquisições influenciavam no seu desempenho após a efetivação das combinações de negócios. Esse objetivo foi alcançado, a partir da análise dos coeficientes e dos sinais das variáveis *dummies* inseridas nos modelos para representar cada modalidade de financiamento utilizado.

As evidências sugerem que as operações financiadas em dinheiro ou pagas à vista (Caixa) e as operações financiadas por mais de uma fonte de recursos (Misto) influenciaram negativamente a *performance* das empresas após as fusões e aquisições, visto que os resultados mostraram-se estatisticamente significantes. Esses resultados revelaram que a utilização dessas fontes de recursos pelas empresas, para financiar suas operações de F&A, provocaram uma redução no seu desempenho, possivelmente provocada pelo aumento de despesas decorrentes da utilização desses recursos, conforme sugere a literatura.

Por sua vez, o terceiro objetivo buscou identificar se as fusões e aquisições realizadas entre empresas do mesmo setor econômico influenciavam o desempenho das companhias após essas operações. Os resultados demonstraram que em operações realizadas entre empresas de setores econômicos relacionados houve um efeito positivo sobre a *performance* das companhias, sugerindo que em combinações de negócios entre empresas do mesmo setor econômico ocorreram sinergias (ganhos) para as empresas envolvidas, conforme preceitua a Hipótese das Sinergias. Tal evidência revela a importância de se realizarem operações de fusões e aquisições entre empresas do mesmo segmento econômico, pois esse tipo de operação pode fazer com que a empresa resultante da combinação de negócios aproveite as oportunidades de mercado, antes não exploradas quando atuavam de forma isolada, bem como possibilita que aproveitem os possíveis ganhos operacionais e de escala produzidos pelas F&As.

O quarto objetivo buscou avaliar a persistência no desempenho das companhias após a realização das operações de fusões e aquisições. A consecução desse objetivo deu-se a partir dos modelos econométricos empregados, demonstrando que a *performance* das companhias após as combinações de negócios foi persistente, alcançando um índice de persistência que variou de 8% a 12%. Contudo, esse resultado mostrou-se pouco expressivo, se comparado ao

relatado em outros estudos, onde a taxa de persistência se mostrou superior a 50% (DICKERSON; GBSON; TSAKALOTOS, 1997; POWER; STARK, 2005).

De acordo com esse resultado, pode-se dizer que a *performance* das empresas após as fusões e aquisições teve um incremento de 8% a 12% sobre o desempenho anterior à efetivação das F&As. Tal achado contribui para evidenciar que as operações de fusões e aquisições refletiram positivamente no desempenho das companhias adquirentes e/ou resultantes destas combinações de negócios, considerando o período investigado.

Por fim no quinto objetivou buscou verificar se houve criação de sinergias mediante o aumento de poder de mercado das companhias após as combinações de negócios. Os resultados sugerem que as fusões e aquisições geraram sinergias pelo aumento do poder de mercado das companhias, uma vez que a variável Tam (Tamanho) mostrou-se positivamente relacionada a *performance* das firmas após as combinações de negócio. Essa evidência corrobora com o preconizado pela Hipótese das Sinergias, demonstrando que as companhias buscam aumentar o seu tamanho para conseguir ampliar seu poder e participação no mercado em que operam, buscando obter maiores ganhos operacionais e incrementar seus lucros.

Pôde-se confirmar, ainda, que o nível de endividamento das companhias afetou negativamente o desempenho das empresas após a efetivação das fusões e aquisições, mostrando-se ser um dos determinantes da *performance* corporativa, conforme relatado pela literatura.

Por fim, ressalta-se que as conclusões apresentadas devem ser consideradas com cautela e não permitem que sejam realizadas inferências que extrapolem a amostra de empresas e de operações de fusões e aquisições investigadas nesta pesquisa. Ressalta-se ainda que não se pode afirmar especificamente que as alterações ocorridas na *performance* das companhias foram exclusivamente decorrentes das combinações de negócios, uma vez que o meio corporativo é muito dinâmico, podendo outros fatores, não contemplados por esta pesquisa, terem contribuído nesse sentido, devendo-se analisar as evidências apresentadas no contexto da presente pesquisa, sendo os resultados válidos apenas para as empresas analisadas e durante o período investigado.

5.2 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES DA PESQUISA

Apresentam-se como limitações da presente pesquisa, o número de variáveis instrumentais utilizados no modelo de painel dinâmico e o reduzido número de períodos analisados.

De acordo com a literatura, o excesso de variáveis instrumentais utilizadas na estimação do modelo do método dos momentos generalizados (MMG) pode comprometer drasticamente a confiabilidade dos testes estatísticos utilizados para a validade conjunta dos instrumentos, podendo o poder desses testes tender progressivamente à zero com o aumento do número de variáveis instrumentais incorporadas pelo estimador.

Entretanto, considerando a inexistência de parâmetros bem definidos na literatura quanto ao que, exatamente, poderia ser um número excessivo de instrumentos, adotou-se o procedimento recomendado por Roodman (2009), que consiste em não permitir que o número de instrumentos exceda N , o número de empresas (grupos) incluídos no painel, bem como que o número de defasagens das variáveis não supere o número de observações por grupo.

No que se refere ao número de períodos analisados, na literatura, não há um consenso quanto ao tempo necessário para avaliar o desempenho das companhias após a efetivação de operações de fusões e aquisições, sendo que alguns estudos utilizaram uma janela entre dois a dez anos.

Contudo, devido às alterações ocorridas a partir do ano de 2008 com a adequação das normas contábeis brasileiras às normas internacionais de contabilidade no padrão IFRS (*International Financial Reporting Standards*), foi possível apenas a análise do desempenho das companhias quatro trimestres antes e quatro após a efetivação das fusões e aquisições.

Considerando as limitações mencionadas, sugere-se a realização de mais estudos, nos quais se busque incorporar mais variáveis explicativas aos modelos econométricos empregados, bem como se aumente o número de períodos observados ou se empreguem outras metodologias mais robustas que possam ajudar a compreender melhor os benefícios e os impactos provocados pelas fusões e aquisições no meio corporativo, sobretudo no desempenho econômico-financeiro das companhias que realizaram essas combinações de negócios.

REFERÊNCIAS

- AMOUZESH, N.; MOEINFAR, Z.; MOUSAVI, Z. Sustainable growth rate and firm performance: evidence from Iran Stock Exchange. **International Journal of Business and Social Science**, v. 2, n. 23, p. 249-255, 211.
- ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. **Fusões e Aquisições**. Boletim ANBIMA. Ano VII, n. 17, Primeiro Semestre de 2012. Disponível em: <<http://www.portal.anbima.com.br>>. Acesso em: 15 jan. 2013.
- ANDERSON, W. L; ROSS, R. L. The methodology of profit maximization: an austrian alternative. **The Quarterly Journal of Austrian Economics**, v. 8, n. 4, p. 31-44, 2005.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economics Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. **Journal of Econometrics**, v. 68, n. 1, p. 29-51, 1995.
- BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of panel data**. 3. ed. San Francisco: John Wiley & Sons Ltd, 2005.
- BARBER, B. M.; LYON, J. D. Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics. **Journal of Financial Economics**, v. 41, n.3, p. 359-399, 1996.
- BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical investigation. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 3, p. 347-362, 1993.
- BHABRA, H. S.; HUANG, J. An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997-2007. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 23, n. 1, p. 186-207, 2013.
- BHAGAT, S.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization. **Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics**, v. 0, p. 1-72, 1990.
- BIDDLE, G. C.; BOWEN, R. M.; WALLACE, J. S. Does EVA[®] beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 3, p. 301-336, 1997.
- BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998.
- BOTHWELL, J. L; COOLEY, T. F.; HALL, T. E. A new view of the market-structure performance debate. **Journal of Industrial Economics**, v. 32, n. 4, p. 397-417, 1984.

BRADLEY, M.; DESSAI, A.; KIM, E. H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, v. 21, n. 1, p. 3-40, 1988.

BRADLEY, M.; DESSAI, A.; KIM, E. H. The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy? **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 183-206, 1983.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. **Fundamentals of corporate finance**. 3 ed. New York: McGraw-Hill Higher Education, 2001.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

BROUTHERS, K. D.; HANSTENBURG, P. V.; VEM, J. V. V. If most mergers fail why are they so popular? **Long Range Planning**, v. 31, n. 3, p. 347-353, 1998.

CABLE, J. Capital market information and industrial performance: the role of West German banks'. **Economic Journal**, v. 95, p. 118-132, 1985.

CALLADO, A. A. C.; CALLADO, A. L. C.; ANDRADE, L. P. Padrões de utilização de indicadores de desempenho não-financeiros: Um estudo exploratório nas empresas de Serra Talhada/PE. **ABCustos Associação Brasileira de Custos**, v. 3, n. 2, p. 1-22, 2008.

CAMARGOS, M. A. **Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor, retorno**. 2008. 245f. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processo de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **RAE**, 49, n. 2, p. 206-220, 2009.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 1, p. 69-99, 2010.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 2, p. 17-38, 2003.

CAMARGOS, M. A.; COUTINHO, E. S. A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. **RAC-Eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 273-295, 2008.

CHEN, S.; DODD, J. L. Economic value added (EVA[®]): an empirical examination of a new corporate performance measure. **Journal of Managerial Issues**, v. 9, n. 3, p. 319-333, 1997.

COLARES, A. C. V.; BORGES, D. L. Investimentos em fusões e aquisições (F&A): um estudo sobre as relações com o desempenho financeiro. In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...**, Rio de Janeiro: AdCont, 2011.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 4. ed. New York: Pearson Education, 2005.

CORRÊA, A. C. C.; ASSAF NETO, A.; NAKAO, S. H.; OSAJIMA, A. A. A relevância da informação contábil na identificação de empresas criadoras de valor: um estudo do setor de energia elétrico brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 9, n. 18, p. 137-166, 2012.

CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Combinação de negócios**. 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 20 nov. 2012.

CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Investimento em coligada, em controlada e em empreendimento controlado e conjunto**. 2012. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 1 jun. 2012.

CRUZ, U. O.; COLAUTO, D. R.; LAMOUNIER, W. M. Valor econômico agregado e lucro contábil: evidências novo mercado. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 1, n. 3, p. 185-199, 2009.

DAMODARAN, A. The value of synergy. New York University - Stern School of Business. **Working Paper**, p. 1-47, 2005. Disponível em: <<http://www.papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

DAMODARAN, A. Value creation and enhancement: back to the future. New York University – Stern School of Business. **Working Paper**, p. 1-72, 1999. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em: 15 jul. 2013.

DATAR, S.; KULP, S. C.; LAMBERT, R. A. Balancing performance measures. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 1, p. 75-92, 2000.

DICKERSON, A. P.; GIBSON, H. D.; TSAKALOTOS, E. The impact of acquisitions on company performance: evidence from a large panel of UK firms. **Oxford Economics Papers**, v. 49, n. 3, p. 344-361, 1997.

FIRTH, M. Shareholder returns, and theory of the firm. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 94, n. 2, p. 235-260, 1980.

GHALAYINI, A. M.; NOBLE, J. S.; CROWE, T. J. An integrated dynamic performance measurement system for improving manufacturing competitiveness. **International Journal of Production Economics**, v. 48, n. 3, p. 207-225, 1997.

GLANCEY, K. Determinants of growth and profitability in small entrepreneurial firms. **International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research**, v. 4, n. 1, p. 18-27, 1998.

GOMES, C.; AIDAR, O.; VIDEIRA, R. Fusões, aquisições e lucratividade: uma análise do setor siderúrgico brasileiro. **Economia**, v. 7, n. 4, p. 143-163, 2006.

GORT, M. An economic disturbance theory of meergers. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 83, n. 4, p. 624-642, 1969.

GOSH, A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 151-178, 2001.

GRANT, J. L. **Foundations of economic value added**. 2. ed. New Jersey: Jhon Wiley & Sons, Inc., 2003.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; WEICHSELBAUMER, M. The determinants of mergers waves: an international perspective. **International Journal of Industrial Organization**, v. 30, n. 1, p. 1-15, 2012.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YORTOGLU, B. B.; ZULEHNER, C. The effects of mergers: an international comparison. **International Journal of Industrial Organization**, v. 21, n. 5, p. 625-653, 2003.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. São Paulo: Mcgrawhill Bookman, 2011.

GUZMÁN, X. Z. **Impacto das aquisições e fusões na performance operacional bancária no Brasil**. 2002. 68f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

HAIJ, Z. S. E.; LISBOA, L. P. Business combinations e consolidação das demonstrações contábeis: uma abordagem comparativa entre os pronunciamentos e normas do US-GAAP, IASC e Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 27, p. 33-58, 2001.

HALL, M.; WEISS, L. Firm size and profitability. **The Review of Economic and Statistics**, v. 49, n. 3, p. 319-331, 1967.

HARFORD, J. What drives merger waves? **Journal of Financial Economics**, v. 77, p. 529-560, 2005.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.; RUBACK, R. S. Does corporate performance improve after mergers? **Journal of Financial Economics**, v. 31, p. 135-175, 1992.

HERON, R.; LIE, E. Operating performance and the method of payment in takeovers. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 37, n. 1, p. 137-155, 2002.

HIRSCHEY, M. Mergers, buyouts and fakeouts. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 317-322, 1986.

HOLL, R. The hubrys hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, p. 197-216, 1986.

HURLEY, T. M. The urge to merge: contemporary theories on the rise of conglomerate mergers in the 1960s. **Journal of Business & Technology Law**, v. 1, n. 1, 185-205, 2006.

IKEDA, K.; DOI, N. The performances of merging firms in japanese manufacturing industry: 1964-1975. **The Journal of Industrial Economics**, v. 31, n. 3, p. 257-266, 1983.

ITTNER; C. D; LARCKER, D. F. Innovations in performance measurement: trends and research implications. **Journal of Management Accounting Research**, v. 10, p. 205-238, 1998.

ITTNER; C. D; LARCKER, D. F.; RAJAN, M. V. The choice of performance measures in annual bonus contracts. **The Accounting Review**, v. 72, n. 2, p. 231-255, 1997.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, 1983.

KAPLAN, R. S. Measuring manufacturing performance: a new challenge for managerial accounting research. **The Accounting Review**, v. 58, n. 4, p. 686-705, 1983.

KAPLAN, S. The effects of management buyouts on operating performance and value. **Journal of Financial Economics**, v. 24, n. 1, p. 217-254, 1989.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. The balanced scorecard – measures that drive performance. **Harvard Business Review**, v. 70, n. 1, p. 71-79, 1992.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**, v. 29, n. 1, p. 42-58, 1994.

KOGUT, B. Joint ventures: theoretical and empirical perspectives. **Strategic Management Journal**, v. 9, n. 4, p. 319-332, 1988.

KONSTA, K.; PLORIMATOU, E. Key performance indicators (KPIs) and shipping companies performance evaluation: the case of greek tanker shipping companies. **International Journal of Business and Management**, v. 7, n. 10, p. 142-155, 2012.

KPMG. **Pesquisa de fusões e aquisições 2013 – 1º trimestre**. Disponível em: <<http://www.kpmg.com/BR>>. Acesso em: 20 jun. 2013.

KUMAR, M. S. Growth, acquisition activity and firm size: evidence from the United Kingdom. **The Journal of Industrial Economics**, v. 33, n. 3, p. 327-338, 1984.

LAU, B.; PROIMOS, A; WRIGHT, S. Accounting measures of operating performance outcomes for Australian mergers. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 9, n. 3, p. 168-180, 2008.

LIESZ, T. J.; MARANVILLE, S. J. Ratio analysis featuring the Dupont Method: an overlooked topic in the finance module of small business management and entrepreneurship courses. **Small Business Institute Journal**, v. 1, p. 17-34, 2008.

LINN, S. C.; SWITZER, J. A. Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? **Journal of Banking & Finance**, v. 25, n. 6, p. 1113-1138, 2001.

MADDEN, B. J. The CFROI valuation model. **The Journal of Investing**, v. 7, n. 1, p. 31-44, 1998.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. **The Journal of Political Economy**, v. 73, n. 2, p. 110-120, 1965.

MAQUIEIRA, C. P.; MEGGINSON, W. L.; NAIL, L. Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. **Journal of Financial Economics**, v. 48, n. 1, p. 3-33, 1998.

MARRIS, R. A model of "managerial" enterprise. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 77, n. 2, p. 185-209, 1963.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATIAS, A. B.; PASIN, R. M. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração**, v. 36, n. 1, p. 5-13, 2001.

MARTINS, O. S.; PAULO, E.; SILVA, C. A. T. O uso do modelo CFROI na avaliação de empresas do setor siderúrgico nacional. **Revista de Informação Contábil**, v. 6, n. 2, p. 40-62, 2011.

MCCONNELL, J. J.; NANTELL, T. J. Corporate combinations and common stock returns: the case of joint ventures. **Journal of Finance**, v. 40, n. 2, p. 519-536, 1985.

MEEKS, G. **Disappointing marriage: a study of the gains from merger**. Cambridge: Cambridge University Press, 1977.

MIRANDA, L. C.; MEIRA, J. M.; WANDERLEY, C. A.; SILVA, A. C. M. Indicadores de desempenho empresarial divulgados por empresas norte-americanas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 14, n. 2, p. 85-103, 2003.

MITCHELL, M. L.; MULHERIN, J. H. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. **Journal of Financial Economics**, v. 41, n. 1, p. 193-229, 1996.

MORISSETE, R. **Toward a theory of information choices in organizations: an integrative approach**. Ph.D. Dissertation in Accounting, 329f. University of Waterloo, 1996.

MUELLER, D. C. A theory of conglomerate mergers. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 83, n. 4, p. 643-659, 1969.

MUELLER, D. C.; SIROWER, M. L. The causes of mergers: tests based on the gains to acquiring firms shareholders and the size of premia. **Managerial and Decision Economics**, v. 24, n. 5, p. 373-391, 2003.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

NEELY, A.; GREGORY, M.; PLATTS, K. Performance measurement system design: a literature review and research agenda. **International Journal of Operations & Production Management**, v. 15, n. 4, p. 80-116, 1995.

NELSON, R. L. **Merger movements in american industry, 1895-1956**. Princeton: Princeton University Press, 1959. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 20 jun. 2013.

NEUMAN, M.; BÖBEL, I.; HAID, A. Business cycle and industrial market power: na empirical investigation for West German industries, 1905-1077. **The Journal of Industrial Economics**, v. 32, n. 2, p. 187-196, 1983.

NG, Y. K. Utility and profit maximization by an owner-manager: towards a general analysis. **The Journal of Industrial Economics**, v. 23, n. 2, p. 97-108, 1974.

PACE, E. S. U.; BACE, L. F. C; B.; SILVA, M. A. Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 37-65, 2003.

PASIN, R. M. Fusões e aquisições na indústria de alimentos do Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas. IN: BUSINESS ASSOCIATION OF LATIN AMERICAN STUDIES, 26., 2002, Flórida (USA). *Anais...* Flórida: BALAS, 2002.

PENMAN, S. H. An evaluation of accountig rate-of-return. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 6, n. 2, p. 233-255, 1991.

POWER, R. G.; STARK, A. W. Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. **Journal of Corporate Finance**, v. 11, n. 1-2, p. 293-317, 2005.

RAHMAN, R. A.; LIMARK, R. J. Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 31, n. 3-4, p. 359-400, 2004.

RANI, N.; YADAV, S. S.; JAIN, P. K. Post-M&A operating performance of Indian acquiring firms: a Du Pont analysis. **International Journal of Economics and Finance**, v. 5, n. 8, p. 65-73, 2013.

RIBEIRO, M. G. C.; MACEDO, M. A. S.; MARQUES, J. A. V. C. Análise da relevância de indicadores financeiros e não financeiros na avaliação de desempenho organizacional: um estudo exploratório no setor brasileiro de distribuição de energia elétrica. **Revista Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 15, p. 60-79, 2012.

ROCHA, F.; IOOTTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira da década de 90: a ótica das empresas adquiridas. **Revista Economia Contemporânea**, v. 5, n. especial, p. 69-102, 2001.

ROODMAN, D. How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata. **The Stata Journal**, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Corporate Finance**. 6. ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2003.

SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. **Journal of International Business Studies**, v. 31, n. 3, p. 387-405, 2000.

SWITZER, J. A. Evidence on real gains in corporate acquisitions. **Journal of Economics and Business**, v. 48, n. 1, p. 443-460, 1996.

TANGEN, S. An overview of frequently used performance measures. **Work Study**, v. 52, n. 7, p. 347-354, 2003.

TOWNLEY, B. Critical views of performance measurement. **Encyclopedia of Social Measurement**, v. 1, p. 565-571, 2005.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil. **Revista de Administração**, v. 31, n. 1, p. 14-31, 1996.

TUCH, C.; O'SULLIVAN, N. The impact of acquisitions on firm performance: a review the evidence. **International Journal of Management Reviews**, v. 9, n. 2, p. 141-170, 2007.

WOOD JR, T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. **RAE – Executivo**, v. 2, n. 4, p. 41-45, 2004.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. London: MIT Press, 2002.

WORTHINGTON, A. C.; WEST, T. Economic value-added: a review of the theoretical and empirical literature. **Asian Review of Accounting**, v. 9, n. 1, p. 67-86, 2001.