

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM CONTABILIDADE E  
CONTROLADORIA - CEPCON  
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

NATÁLIA GARCIA DE OLIVEIRA

**FUSÕES E AQUISIÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS EM ANOS  
RECENTES: UM ESTUDO DOS FATORES DETERMINANTES SOB A ÓTICA DA  
EMPRESA ADQUIRENTE**

Belo Horizonte  
2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM CONTABILIDADE E  
CONTROLADORIA - CEPCON  
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

NATÁLIA GARCIA DE OLIVEIRA

**FUSÕES E AQUISIÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS EM ANOS  
RECENTES: UM ESTUDO DOS FATORES DETERMINANTES SOB A ÓTICA DA  
EMPRESA ADQUIRENTE**

Dissertação apresentada ao Centro de Pós Graduação e Pesquisa em Contabilidade e Controladoria da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção de título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira.

Orientadora: Professora Dra. Laura Edith Taboada Pinheiro.

Coorientador: Professor Dr. Marcos Antônio de Camargos.

Belo Horizonte  
2016

Oliveira, Natália Garcia de.  
O48f Fusões e aquisições de companhias brasileiras recentes  
2016 [manuscrito] : um estudo dos fatores determinantes sob a ótica da  
empresa adquirente / Natália Garcia de Oliveira. - 2016  
148 f., enc. : il.

Orientadora: Laura Edith Taboada Pinheiro.  
Coorientador: Marcos Antônio de Camargos.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Minas Gerais.  
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e  
Controladoria.

1. Empresas - Contabilidade - Teses. 2. Planejamento empresarial  
- Teses. I. Pinheiro, Laura Edith Taboada. II. Camargos, Marcos  
Antônio. III. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-  
Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria. IV. Título

CDD: 657

## **ATA DE APROVAÇÃO**

*Aos meus pais, a minha pequena Manuela  
e meu companheiro de todos os dias,  
Giovani.*

## AGRADECIMENTOS

Tecer palavras de agradecimentos, não é tarefa simples, quando pessoas especiais, fizeram parte da realização de um grande e imensurável sonho. Ingressar no Programa de Mestrado da Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG era algo distante e considerado por mim, como “*meramente impossível*”. Ao cursar a graduação, me encantava ouvir dos professores, que eles eram mestres ou doutores. Tais palavras fizeram brotar, o grande desejo, de um dia, vivenciar essa experiência. O Mestrado! Os anos se passaram, e este sonho permaneceu. Ao ingressar no universo acadêmico, em 2011, tal sonho se intensificou. Até que um dia, entre dúvidas e inseguranças, chega à oportunidade. Em 2014, fui aprovada pelo programa de Mestrado, e hoje estou aqui, compartilhando com vocês, não mais o desejo e sim a realização.

Foram noites em claro, ausência em festas, momentos perdidos em família, viagens que não aconteceram, atrasos e faltas no trabalho, olheiras, lágrimas, quilos a mais, café da manhã regado a energético e vários seminários para apresentar, sem contar, a produção de artigos para publicação. Não foi nada fácil, mas, sem dúvida, posso afirmar: ***Sim! O Mestrado Valeu a Pena!*** Fez-me mais forte, e hoje, consigo perceber que independente da classe social, é possível realizar um grande sonho. Basta foco, dedicação e determinação. Tenho certeza que faria tudo novamente, mesmo conhecendo as dificuldades enfrentadas nesse longo percurso.

***Então, neste momento único e especial, cabe apenas, agradecer...***

A Deus, pelo dom da vida, por permitir a realização de mais um sonho. Concedendo-me a todo instante: saúde, sabedoria e determinação para seguir em frente e aprender com cada obstáculo.

Aos meus pais, que mesmo não tendo a oportunidade, que hoje vivencio sempre me apoiaram em minhas decisões e me ensinaram que a educação e aprendizado são bens preciosos, carregados por toda a vida. Ao meu irmão Alexandre, que mesmo em silêncio, nunca questionou as minhas escolhas.

Ao meu marido Giovani, que esteve ao meu lado desde o início, que vibrou com minha aprovação, me presenteou, me amparou em todos os momentos difíceis. Durante todo este tempo, você foi meu porto seguro. Com seu otimismo, sempre me dizia: ***Vai dar Certo! Não***

*se Preocupe! Você é capaz!* Além de tudo, aprendeu a conviver com minha ausência, meu tempo, minhas escolhas e acima de tudo respeitou a realização de mais um sonho. ***Essa conquista, sem dúvida, é nossa!***

Aos amigos de trabalho, que fizeram ou fazem parte da equipe tributária VLI S/A. Pessoas especiais! Quantas vezes ouvi: vai dar certo e/ou você vai conseguir! Agradeço ao Adilson Santos, difícil definir sua generosidade. Em um momento delicado, depositou confiança em meu trabalho e concedeu-me a flexibilidade de horários, para que eu permanecesse na empresa e concluísse os créditos obrigatórios pelo programa.

Aos professores (as) do Mestrado, sem palavras para descrever, tamanho conhecimento e dedicação. Tarefa árdua em um país, onde a educação é sempre deixada em segundo plano. Em especial, agradeço a Profa. Dra. Laura Edith Taboada Pinheiro e ao Prof. Dr. Marcos Antônio de Camargos. ***Muito Obrigada!*** Pela paciência, disponibilidade, apoio, compreensão, dedicação e por compartilharem comigo, o conhecimento e experiência que possuem. Vocês foram parte dessa conquista! Sou grata a Deus por colocar pessoas especiais, como vocês em meu caminho!

A todos os amigos (as) do Mestrado, especialmente, Carol, Jaqueline Vilela Juliana, Niara e Laís. Foram sorrisos, lágrimas, angústias, dúvidas, inúmeros WhatsApp, enfim... Pessoas que fizeram parte dessa jornada e que também conhecem as inúmeras dificuldades. Vocês serão lembradas com todo carinho e respeito. ***Tenho certeza que o título de mestre é nosso!***

Após tantos encontros e desencontros, chega o momento de comemorar! Sem desculpas. *“Hoje não dá, estou muito apertada com o mestrado”*. Não é mesmo? Ana Paula, Alessandra, Gabi, Cristina, Jaqueline, Gislaíne Jussara, Lú, Rafaela, Reginara, Simone e Vanessa. Não me esqueci de você Deborah Maia... Meu apoio para a coleta de dados.

***A todos, que de longe ou de perto, torceram e me apoiaram para que este sonho pudesse ser realizado. Muito obrigada!***

## RESUMO

OLIVEIRA, Natália Garcia. *Fusões e Aquisições de companhias brasileiras em anos recentes: um estudo dos fatores determinantes sob a ótica da empresa adquirente*. Belo Horizonte, 2016. 148 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2016.

As fusões e aquisições – F&As são realizadas com diversos objetivos, normalmente, tais operações compõem a estratégia empresarial tendo como propósito a obtenção de ganhos financeiros, operacionais, estratégicos e tecnológicos. Considerando o fato de que o ambiente organizacional é pautado por um grande dinamismo, as empresas precisam manter-se competitivas, garantindo a geração de valor para os acionistas e produtos e serviços para a sociedade. Em contrapartida, é notório que os resultados e motivos que permeiam tais estratégias, ainda são lacunas a serem preenchidas no meio acadêmico. Sendo assim, este trabalho foi elaborado com o objetivo de identificar os fatores determinantes para a realização de fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras adquirentes, listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2015. Para isso, foram analisados dados econômicos, contábeis e de mercado de 130 processos de F&As, para uma amostra de 75 empresas, divididas em dois grupos: Grupo A: 50 empresas que realizaram F&As entre 2010 e 2015 e Grupo B: 25 empresas que não realizaram F&As entre 2008 e 2015. Foram utilizadas 12 variáveis como *proxies*: i) *da criação de valor*; ii) *da obtenção de sinergias*; iii) *dos benefícios tributários*; iv) *da alavancagem empresarial*; v) *da alternativa a dividendos e/ou recompra de ações*; vi) *dos efeitos anticompetitivos e poder de monopólio*; vii) *do orgulho gerencial excessivo*; viii) *do custo de reposição e valor de mercado*; ix) *do tamanho da empresa*; x) *do controle familiar*; xi) *do controle capital misto*; xii) *do segmento de indústria*. Em termos metodológicos, inicialmente, realizou-se uma análise descritiva, o intuito foi avaliar o comportamento das variáveis explicativas ao longo do tempo, para isso, foram traçados diagramas de dispersão com ajuste de regressões não paramétricas via método de *Locally Weighted Scatterplot Smoothing - LOWESS*. Em paralelo, para a identificação dos fatores que determinaram a realização de F&As optou-se pela utilização do Modelo Logit de Efeitos Agrupados (*GEE*), no qual a variável dependente é binária. Ao final, 10 hipóteses foram testadas, as conclusões indicam que, os fatores determinantes para a realização de F&As foram: i) Criação de Valor ao Acionista: empresas com maior potencial para a criação de valor são mais propensas à realização de F&As; ii) Política de Distribuição de Dividendos e/ou Recompra de Ações: empresas com um alto índice de *Payout* são mais propensas a realização de F&As (sinal contrário ao esperado); iii) Custo de Reposição e Valor de Mercado: empresas com elevado  $q$  de Tobin, (maior do que 1), são mais propensas a realizarem F&As; iv) Tamanho da Empresa: empresas maiores são mais propensas a realização de F&As. Adicionalmente, verificou-se que o tempo é um fator a ser observado quando da ocorrência de operações envolvendo F&As. A contribuição dessa pesquisa consistiu em identificar os determinantes para a realização de F&As, a partir de um modelo teórico, e não apenas, verificar os resultados obtidos após a realização de tais operações.

**Palavras-chaves:** Fusões e Aquisições. Combinações de Negócios. Empresas Adquirentes. Modelo Logit de Efeitos Agrupados. *Generalized Estimating Equation – GEE*.

## ABSTRACT

OLIVEIRA, Natália Garcia. *Mergers and Acquisitions of Brazilian companies in recent years: a study of the determining factors from the perspective of the acquiring company*. Belo Horizonte, 2016. 148 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2016.

*Mergers and acquisitions - M&As are carried out with different objectives, normally these operations comprise the corporate strategy with the purpose of obtaining financial, operational, strategic and technological gains. Considering the fact that the organizational environment is characterized by a great dynamism, companies need to remain competitive, guaranteeing the generation of value for shareholders and products and services for society. On the other hand, it is clear that the results and reasons that permeate such strategies are still gaps to be filled in the academic world. Therefore, this work was elaborated with the objective of identifying the determining factors for mergers and acquisitions involving Brazilian acquiring companies, listed on BM&FBOVESPA between 2010 and 2015. For this, economic, financial and market data were analyzed in 130 M&As processes, for a sample of 75 companies, divided into two groups: Group A: 50 companies that made M&As between 2010 and 2015 and Group B: 25 companies that do not Held M &As between 2008 and 2015. Twelve variables were used as proxies: i) of value creation; ii) the obtaining of synergies; iii) of the tax benefits; iv) business leverage; v) of the alternative to dividends and repurchase of shares; vi) anticompetitive effects and monopoly power; vii) excessive management pride; viii) cost of replacement and market value; ix) company size; x) of the family control; xi) joint capital control; xii) of the industry segment. In methodological terms, initially, a descriptive analysis was carried out to evaluate the behavior of explanatory variables over time. For this purpose, dispersion diagrams were plotted with non-parametric regression adjustment using the Locally Weighted Scatterplot Smoothing method - LOWESS. In parallel, for the identification of the factors that determined the M&As realization, we opted for the use of the Logit Model of Grouped Effects (GEE), in which the dependent variable is binary. In the end, 10 hypotheses were tested, the conclusions indicate that, the determining factors for F & As were: i) Shareholder Value Creation: companies with greater potential for value creation are more prone to M&As; ii) Dividend Distribution and / or Share Repurchase Policy: companies with a high Payout ratio are more likely to perform M&As (a sign that is contrary to expectations); iii) Cost of Replacement and Market Value: companies with high Q of Tobin, (greater than 1), are more likely to carry out M&As; iv) Size of the Company: larger companies are more likely to carry out M&As. Additionally, it has been verified that time is a factor to be observed when M&As operations occur. The contribution of this research consisted in identifying the determinants for the realization of F & As, from a theoretical model, and not only, to verify the results obtained after the accomplishment of such operations.*

**Keywords:** *Mergers and Acquisitions. Business Combinations. Acquiring Companies. Logit Model of Grouped Effects. Generalized Estimating Equation – GEE.*

## LISTA DE FIGURAS

|                  |                                                                                                                                            |     |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>FIGURA 1</b>  | Montante e número de fusões e aquisições concretizadas entre 2009 e 2015.....                                                              | 20  |
| <b>FIGURA 2</b>  | Número de operações realizadas nos últimos dez anos.....                                                                                   | 27  |
| <b>FIGURA 3</b>  | Modelo teórico e variáveis da pesquisa.....                                                                                                | 30  |
| <b>FIGURA 4</b>  | Variedades de tomadas de controle.....                                                                                                     | 36  |
| <b>FIGURA 5</b>  | Processo de fusões e aquisições 1980 – 2004.....                                                                                           | 48  |
| <b>FIGURA 6</b>  | Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo. Prejuízo Fiscal e Controle Familiar.....             | 107 |
| <b>FIGURA 7</b>  | Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo. Poder de Monopólio e Orgulho Gerencial Excessivo.... | 109 |
| <b>FIGURA 8</b>  | Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo. Tamanho da Empresa e Margem <i>EBIT</i> .....        | 110 |
| <b>FIGURA 9</b>  | Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo. Alavancagem Empresarial e <i>q</i> de Tobin.....     | 111 |
| <b>FIGURA 10</b> | Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo. <i>Payout e Economic Value Added</i> .....           | 112 |
| <b>FIGURA 11</b> | Percentual de realização de F&AS – Segmento de Indústria e Capital Misto.....                                                              | 113 |
| <b>FIGURA 12</b> | <i>Curva Receiver Operating Characteristic – ROC</i> .....                                                                                 | 116 |
| <b>FIGURA 13</b> | Probabilidades estimadas para a realização de F&As.....                                                                                    | 116 |

## LISTA DE QUADROS

|                  |                                                                                                      |     |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>QUADRO 1</b>  | Aspectos relacionados às combinações de negócios.....                                                | 32  |
| <b>QUADRO 2</b>  | Enfoque da teoria da firma pelas escolas de economia.....                                            | 38  |
| <b>QUADRO 3</b>  | Correntes de pensamento para a teoria da agência.....                                                | 43  |
| <b>QUADRO 4</b>  | Ondas de fusões e aquisições.....                                                                    | 47  |
| <b>QUADRO 5</b>  | Mudanças no cenário macroeconômico nacional e internacional que fomentaram as F&As no Brasil.....    | 51  |
| <b>QUADRO 6</b>  | Evidências empíricas na literatura nacional de 2010 a 2014.....                                      | 75  |
| <b>QUADRO 7</b>  | Critérios para classificação das empresas em grupos.....                                             | 81  |
| <b>QUADRO 8</b>  | Síntese das variáveis utilizadas na pesquisa.....                                                    | 92  |
| <b>QUADRO 9</b>  | Variáveis explicativas da pesquisa.....                                                              | 102 |
| <b>QUADRO 10</b> | Amostra da pesquisa, contendo o setor e número de operações de F&As estudadas entre 2009 e 2015..... | 145 |

## LISTA DE TABELAS

|                  |                                                                                                  |     |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>TABELA 1</b>  | <i>Market Risk Premium - MRP</i> .....                                                           | 85  |
| <b>TABELA 2</b>  | Descrição das variáveis qualitativas.....                                                        | 103 |
| <b>TABELA 3</b>  | Descrição das variáveis quantitativas.....                                                       | 104 |
| <b>TABELA 4</b>  | Descrição das variáveis do estudo ao longo do tempo.....                                         | 105 |
| <b>TABELA 5</b>  | Comparação das variáveis qualitativas - Realização e não realização de fusões e aquisições.....  | 106 |
| <b>TABELA 6</b>  | Comparação das variáveis quantitativas - Realização e não realização de fusões e aquisições..... | 106 |
| <b>TABELA 7</b>  | Síntese dos indícios encontrados com base na análise descritiva.....                             | 114 |
| <b>TABELA 8</b>  | Tabela de classificação.....                                                                     | 115 |
| <b>TABELA 9</b>  | Indicadores de qualidade de ajuste.....                                                          | 117 |
| <b>TABELA 10</b> | Matriz de correlação entre as variáveis quantitativas.....                                       | 117 |
| <b>TABELA 11</b> | <i>VIF</i> das variáveis dos modelos selecionados.....                                           | 117 |
| <b>TABELA 12</b> | Modelo Logit de Efeitos Agrupados ( <i>GEE</i> ) – Antes do <i>Backward</i> .....                | 120 |
| <b>TABELA 13</b> | Modelo Logit de Efeitos Aleatórios – Antes do <i>Backward</i> .....                              | 120 |
| <b>TABELA 14</b> | Modelo Logit de Efeitos Agrupados ( <i>GEE</i> ) – Após <i>Backward</i> .....                    | 121 |
| <b>TABELA 15</b> | Modelo Logit de Efeitos Fixos Condicional.....                                                   | 146 |
| <b>TABELA 16</b> | Modelo Logit de Efeitos Aleatórios.....                                                          | 147 |
| <b>TABELA 17</b> | Resultados dos Testes de Hausman.....                                                            | 148 |

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFT – Avaliação Financeira Tradicional

$A_{IR}$  – Alíquota do Imposto de Renda

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais

*APT - Arbitrage Pricing Theory*

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

*CAPM - Capital Asset Pricing Model*

*CEOs – Chief Executive Officer*

CI – Capital Investido

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DBT – Dummy Benefícios Tributários

DEP – Dummy Estrutura de Propriedade

DPM – Dummy Poder de Monopólio

RA – Retorno das Ações

*EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EUA – Estados Unidos da América

*EVA - Economic Value Added*

F&As – Fusões e Aquisições

FHC – Fernando Henrique Cardoso

*GEE – Generalized Estimating Equation*

*IASB – International Accounting Standard Board*

ICMS – Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços

IDE – Investimento Direto Exterior

*IFRS – International Financial Reporting Standards*

IPI – Imposto sobre Produtos Industrializados

IR – Imposto de Renda

LAJIR – Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda

*LOWESS – Locally weighted Scatterplot Smoothing*

MERCOSUL – Mercado Comum do Sul

ML – Máxima Verossimilhança

NE – Nível de Endividamento

OPAs – Ofertas Públicas de Ações

PAY – *Payout*

PF – Prejuízo Fiscal

PL – Patrimônio Líquido

PND - Programa Nacional de Desestatização

*PWC - PricewaterhouseCoopers*

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

QT –  $q$  de Tobin

RIR – Regulamento do Imposto de Renda

*ROA - Return on Assets*

*ROC - Receiver Operating Characteristic*

*ROE - Return On Equity*

RL – Receita Líquida

TAM – Tamanho

VCAC – Valor Contábil dos Ativos Circulantes

VCE – Valor Contábil dos Estoques

VCPNC – Valor Contábil do Passivo Não Circulante

VCPC – Valor Contábil dos Passivos Circulantes

*VIF – Variance Inflation Factor*

VMON – Valor de Mercado das Ações Ordinárias Nominais

VMPN – Valor de Mercado das Ações Preferenciais Nominais

VPN – Valor Preditivo Negativo

VPP – Valor Preditivo Positivo

## SUMÁRIO

|          |                                                                 |           |
|----------|-----------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO .....</b>                                         | <b>19</b> |
| 1.1      | Problema de Pesquisa .....                                      | 22        |
| 1.2      | Objetivos .....                                                 | 24        |
| 1.2.1    | Objetivo Geral .....                                            | 24        |
| 1.2.2    | Objetivos Específicos .....                                     | 24        |
| 1.3      | Justificativa e Relevância do Estudo .....                      | 24        |
| 1.4      | Estrutura Teórica e Empírica da Pesquisa .....                  | 28        |
| 1.5      | Estrutura da Dissertação .....                                  | 31        |
| <b>2</b> | <b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>                                | <b>32</b> |
| 2.1      | Conceitos e Aspectos Regulatórios - CPC 15 e Lei 6.404/76 ..... | 32        |
| 2.2      | Teorias de Suporte às Fusões e Aquisições – F&As .....          | 37        |
| 2.2.1    | Teoria da Firma .....                                           | 37        |
| 2.2.2    | Teoria da Agência.....                                          | 42        |
| 2.3      | Ondas de Fusões e Aquisições.....                               | 45        |
| 2.3.1    | Ocorrência no Cenário Internacional.....                        | 46        |
| 2.3.2    | Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro .....                 | 50        |
| 2.3.3    | Explicação Para a Ocorrência de Ondas de F&As .....             | 54        |
| 2.4      | Fatores Determinantes da Ocorrência de F&As .....               | 56        |
| 2.4.1    | Criação de Valor.....                                           | 57        |
| 2.4.2    | Obtenção de Sinergias .....                                     | 59        |
| 2.4.3    | Benefícios Tributários .....                                    | 60        |
| 2.4.4    | Alavancagem Empresarial.....                                    | 63        |
| 2.4.5    | Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações .....              | 64        |
| 2.4.6    | Efeitos Anticompetitivos e Poder de Monopólio .....             | 65        |
| 2.4.7    | Orgulho Gerencial Excessivo – <i>Hubris Hypothesis</i> .....    | 66        |
| 2.4.8    | Custo de Reposição e Valor de Mercado.....                      | 68        |
| 2.4.9    | Tamanho da Empresa .....                                        | 69        |
| 2.4.10   | Controle Familiar.....                                          | 71        |
| 2.4.11   | Controle Capital Misto .....                                    | 72        |
| 2.4.12   | Segmento de Indústria .....                                     | 73        |
| 2.5      | Evidências Empíricas Recentes na Literatura.....                | 74        |
| <b>3</b> | <b>METODOLOGIA DA PESQUISA.....</b>                             | <b>77</b> |

|          |                                                                         |            |
|----------|-------------------------------------------------------------------------|------------|
| 3.1      | Caracterização do Estudo.....                                           | 77         |
| 3.2      | Fonte de dados .....                                                    | 79         |
| 3.3      | Amostra.....                                                            | 79         |
| 3.4      | Hipóteses Teóricas .....                                                | 82         |
| 3.5      | Variáveis da Pesquisa .....                                             | 83         |
| 3.5.1    | H <sub>1</sub> - Criação de Valor .....                                 | 83         |
| 3.5.2    | H <sub>2</sub> - Obtenção de Sinergias .....                            | 86         |
| 3.5.3    | H <sub>3</sub> - Benefícios Tributários.....                            | 87         |
| 3.5.4    | H <sub>4</sub> - Alavancagem Empresarial .....                          | 87         |
| 3.5.5    | H <sub>5</sub> - Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações .....     | 88         |
| 3.5.6    | H <sub>6</sub> - Efeitos Competitivos e Poder de Monopólio .....        | 88         |
| 3.5.7    | H <sub>7</sub> - Orgulho Gerencial Excessivo.....                       | 88         |
| 3.5.8    | H <sub>8</sub> - Custo de Reposição e Valor de Mercado .....            | 90         |
| 3.5.9    | H <sub>9</sub> - Tamanho da Empresa.....                                | 90         |
| 3.5.10   | H <sub>10</sub> - Controle Familiar.....                                | 91         |
| 3.5.11   | H <sub>11</sub> - Controle Capital Misto .....                          | 91         |
| 3.5.12   | H <sub>12</sub> - Segmento de Indústria .....                           | 91         |
| 3.6      | Síntese das Variáveis .....                                             | 92         |
| 3.7      | Modelo Econométrico.....                                                | 93         |
| 3.7.1    | Modelo Logit de Efeitos Fixos.....                                      | 97         |
| 3.7.2    | Modelo Logit de Efeitos Agrupados .....                                 | 97         |
| 3.7.3    | Modelo Logit de Efeitos Aleatórios .....                                | 98         |
| 3.8      | Medidas de Avaliação do Modelo Logit.....                               | 99         |
| <b>4</b> | <b>DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>                         | <b>102</b> |
| 4.1      | Análise Descritiva.....                                                 | 102        |
| 4.2      | Análise Exploratória .....                                              | 105        |
| 4.3      | Resultados da Avaliação do Modelo Logit de Efeitos Agrupados (GEE)..... | 115        |
| 4.4      | Fatores que Determinam a Realização de F&As ao Longo do Tempo.....      | 119        |
| 4.4.1    | Análise das Hipóteses Não Rejeitadas .....                              | 123        |
| <b>5</b> | <b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>                                       | <b>126</b> |
|          | <b>REFERÊNCIAS .....</b>                                                | <b>130</b> |
| <b>6</b> | <b>APÊNDICES.....</b>                                                   | <b>143</b> |
| 6.1      | Relação das empresas pertencentes à amostra da pesquisa .....           | 143        |
| 6.2      | Resultados do Modelo Logit de Efeitos Fixos Condicional .....           | 146        |

|     |                                                         |     |
|-----|---------------------------------------------------------|-----|
| 6.3 | Resultados do Modelo Logit de Efeitos Aleatórios .....  | 147 |
| 6.4 | Teste de Hausman – Escolha do Modelo Econométrico ..... | 148 |

## 1 INTRODUÇÃO

As operações envolvendo fusões e aquisições – F&As constitui uma atividade estratégica para empresas, na economia mundial e no Brasil. Para Costa Jr. (2008), estas transações despertam grande interesse de estudo entre os acadêmicos, sobretudo pelas vastas cifras movimentadas e controvérsias existentes na literatura, acerca de seus resultados. Trata-se de uma operação complexa, que causa impacto e mudanças importantes na estrutura das organizações envolvidas, bem como na rotina dos seus funcionários.

Em 2009 o Comitê de Pronunciamento Contábil, emitiu o CPC-15 Combinações de Negócios, correlato às normas internacionais de contabilidade - IFRS 3 - *Business Combination* (BV2010), emitido pelo *International Accounting Standards Board* – IASB. Tal pronunciamento teve como objetivo, aprimorar a relevância e comparabilidade das informações que a entidade fornece em suas demonstrações contábeis sobre tais operações e seus efeitos. Uma combinação de negócios, conforme o IFRS 3 § 4 é a reunião de entidades separadas ou linhas de negócios em torno de uma única entidade que reporte informações financeiras (“*reporting entity*”).

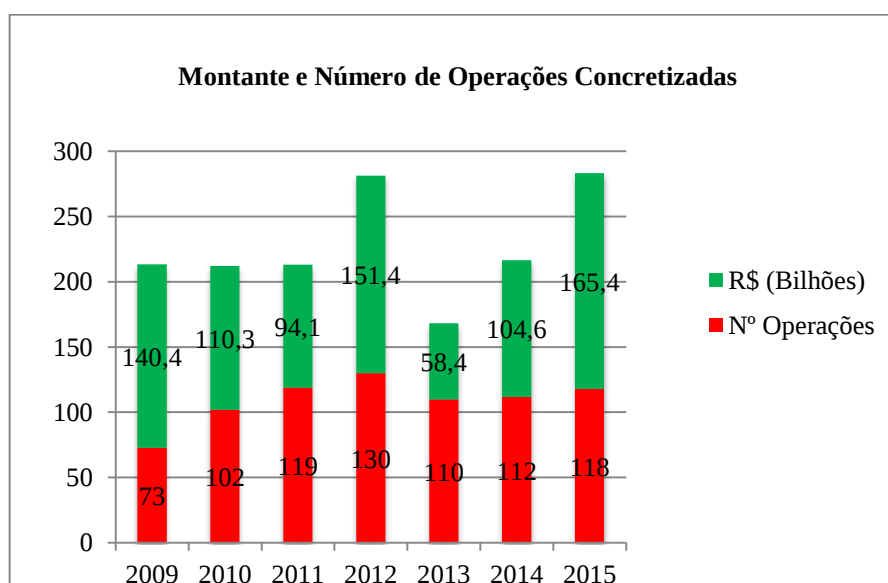
Tais operações geralmente têm como objetivo, a consolidação de vantagens competitivas, o fortalecimento de liderança e a melhoria no desempenho econômico-financeiro, ou até mesmo a sobrevivência no mercado (FASOLIN, *et al.* 2014). É uma atividade empresarial de grande impacto, para funcionários, empresas e sociedade, cujas consequências, ainda não são totalmente explicadas por pesquisas acadêmicas. O contexto econômico e o desenvolvimento de mercado consistem em fatores determinantes, sendo que, as empresas precisam manter-se competitivas, ampliar suas estratégias e garantir continuidade em suas operações (CAMARGOS e BARBOSA, 2009).

Os motivos que levam as organizações a implantar essas estratégias são inúmeros. Sobre eles, Ross *et al.* (2015), destacam: o crescimento rápido ou diversificação das linhas de produtos, combinação de empresas para aumentar a capacidade de captação de fundos, aquisição de capacidade gerencial ou tecnológica, fusões que objetivam adquirir prejuízos transferíveis, obtenção de maior liquidez e compra de outra empresa como mecanismo de defesa. Independente do motivo, o racional por trás de cada um, segundo a teoria econômica neoclássica é a maximização da riqueza dos proprietários ou da utilidade dos gestores.

Embora existam vários benefícios decorrentes dessas operações, elas não podem ser encaradas como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, pois, existe um elevado grau de risco e incerteza inerentes à essa atividade, além da ausência de um consenso sobre ganhos (sinergias) e criação de valor (CAMARGOS e BARBOSA, 2009). Mesmo permeadas por riscos e incertezas, visualiza-se na economia brasileira um volume considerável dessas transações nos últimos anos.

Tal fato pode ser observado a partir da publicação de relatório anual sobre F&As divulgado pela Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais – ANBIMA, segundo o qual, o ano de 2014 foi marcado por um volume recorde, sendo que, os anúncios de F&As atingiram \$ 192,08 bilhões com um total de 146 operações. Ao final de 2014, foram concretizadas 112 operações, totalizando \$ 104,60 bilhões. Em 2015 os anúncios de F&As sofreram queda de 43,20%, alcançando 109,5 bilhões, com 111 operações. Ao final de 2015, foram concretizadas 118 operações, totalizando 165,40 bilhões. A maior operação em 2015 foi à aquisição do HSBC *Bank* Brasil pelo Banco Bradesco, que movimentou R\$ 17,9 bilhões.

Os critérios adotados para a composição do *ranking* ANBIMA são: **i)** valor da negociação de, no mínimo, R\$ 20 milhões; **ii)** não serem típicas de mercado de capitais, podendo ser operações de desestatização; **iii)** possuir pelo menos uma empresa brasileira entre as partes envolvidas na operação (comprador, vendedor ou empresa alvo); **iv)** envolver na operação troca de ações, aporte de capital ou de ativos.



**Figura 1:** Montante e número de fusões e aquisições concretizadas entre 2009 e 2015.

**Fonte:** Elaborado pela autora, a partir de ANBIMA (2016, p. 1).

No Brasil, essas operações apresentou maior aquecimento entre 2011 e 2012, considerando o número de operações concretizadas. As F&As podem ser um mecanismo atrativo para que as empresas se tornem mais competitivas, a partir de ganhos sinérgicos, ampliação de seu *market-share*, absorção de concorrentes, reduções de custos e obtenção de economias de escala. Porém, sua adoção não garante em si, o sucesso da firma (ANBIMA, 2015; SANTOS, 2013; SILVA, 2011).

Para Silva Junior e Ribeiro (2001), as estratégias adotadas pelas organizações diante de um ambiente dinâmico, ocasionam novas formas de associações, construídas por meio de relacionamentos entre empresas. A lógica por trás dessas operações, geralmente decorre de potencial criação ou manutenção da riqueza dos acionistas, mediante a valorização das ações no mercado (CAMARGOS e BARBOSA, 2005). Porém, ainda não existe uma teoria consolidada, que seja capaz de explicar com detalhes o fundamento para a ocorrência de F&As.

Kloeckner (1994) e Camargos e Coutinho (2008), afirmam que as F&As, não estão totalmente assimiladas e sedimentadas em uma teoria geral que lhe sirva de suporte. Existe apenas um conjunto de explicações que se propõe a lhe conferir legitimidade, derivadas de alguns aspectos da teoria da firma. Para Bernardo e Campos Filho (2010), operações envolvendo F&As representam parte de um processo estratégico escolhido por muitas empresas, sendo que o objetivo comum decorre de acesso a novos mercados, produtos, tecnologias ou recursos, tendo como intuito, a obtenção de sucesso nessas transações, entretanto, grande parte delas não alcançam seus objetivos.

Os fundamentos por trás dos motivos envolvendo F&As foram apresentados por Camargos e Coutinho (2008), a partir dos estudos de Mill (1983), Veblen (1997) e Coase (1937). Para eles, estas operações ocorrem, visando a maximização da riqueza dos acionistas e da utilidade gerencial, podendo haver ou não obtenção de sinergia. Tal entendimento também foi defendido por Firth (1980). O que se observa, é apenas a existência de um consenso por parte de autores que defendem estas operações, tratando-as como estratégias geradoras de ganhos aos acionistas ou instrumento para maximização da utilidade gerencial.

Aliado a todos estes fatores, é preciso considerar que a realização de uma F&A, não proporciona somente benefícios às organizações, uma vez que, são permeadas por ameaças,

envolvendo elevados custos de consultorias especializadas, complexidades, incertezas quanto aos resultados, dificuldades de integração pós-união, que resultam em aumento do risco econômico, financeiro e, conseqüentemente, no risco total das empresas envolvidas (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

Para Santos (2013) ainda é possível afirmar que, nenhum estudo aprofundado sobre o resultado gerado a partir da realização de F&As demonstrou que tais operações sejam vantajosas, considerando o ponto de vista de geração de resultados positivos, quando comparadas às alternativas de investimentos disponíveis com riscos semelhantes.

Nesta pesquisa, optou-se pela análise da ocorrência de F&As em anos recentes, ou seja, de 2010 a 2015. A escolha desse período ocorreu em virtude do acentuado número de transações e no intuito de amenizar possíveis efeitos da recessão mundial, ocorrida em 2008.

### **1.1 Problema de Pesquisa**

As F&As são realizadas com diversos objetivos, normalmente, tais operações compõem a estratégia empresarial tendo como propósito a obtenção de ganhos financeiros, operacionais, estratégicos e tecnológicos. Considerando o fato de que o ambiente organizacional é pautado por um grande dinamismo, as empresas precisam manter-se competitivas, garantindo a geração de valor para os acionistas. Para Silva Jr. e Ribeiro (2001), as estratégias adotadas pelas organizações, diante de um ambiente dinâmico, resultam em novas formas de associações, construídas por meio de relacionamentos entre empresas, nesse contexto, inserem-se as F&As.

Os resultados e motivos que permeiam tais estratégias, ainda são lacunas a serem preenchidas. Um exemplo que movimentou a mídia de diversos países, foi a concretização da aquisição do WhatsApp pelo Facebook, por cerca de US\$ 22 bilhões em 2014. A transação foi aprovada pelos reguladores da União Europeia. O negócio coloca a maior rede social do mundo contra a indústria de telecomunicações, é considerado o maior dos 10 anos do Facebook, o que proporcionará a companhia uma forte presença no mercado de mensagens móveis, em pleno crescimento (BUOUYS, 2014). Em 2016, outra transação bilionária foi concretizada, a Microsoft adquiriu a rede social LinkedIn por US\$ 26,2 bilhões. A aquisição é uma das mais caras da história da Microsoft (G1, 2016).

Diante de transações bilionárias, é certo que alguns pontos foram levantados por parte *stakeholders*, tais como: os motivos que levaram ao desembolso de uma quantia tão expressiva pelo aplicativo; a importância desta transação para o negócio empresarial e sua continuidade; os retornos esperados com a transação; as consequências econômicas e financeiras que podem surgir, e os motivos que de fato, impulsionaram tal transação.

Mesmo com a ausência de um consenso, na perspectiva financeira, espera-se a soma dos esforços despendidos com as operações, sejam menores que os custos e que após a estabilização das mudanças realizadas, resultem em benefícios/sinergias para as empresas e acionistas. Entretanto, Napier (1989), considerando as F&As da década de 1980, ressalta que cerca de 30% das fusões e aquisições acabaram em fracassos, e mais de 50% não alcançaram completamente os objetivos pretendidos, sendo consideradas como insucessos.

Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004), afirmam que F&As estão entre as mais relevantes e dramáticas formas de mudança organizacional. Entretanto, os mecanismos estratégicos e organizacionais que contribuem para o sucesso de um processo de integração pós-fusão ou aquisição, não são bem entendidos. Por este motivo, muitas operações acabam transformando-se em processos traumáticos e destruidores de valor. Achim (2015) ressalta que os processos de F&As são complexos e para resultarem em sucesso, precisam sem muito bem compreendidos e planejados.

Embora existam diversas pesquisas, versando sobre F&As, em termos gerais, duas vertentes prevalecem: economia industrial e finanças. A partir destas duas linhas de interpretação, emergem estudos empíricos que procuram avaliar o impacto das F&As sobre o desempenho das empresas. As pesquisas voltadas para finanças tendem a uma avaliação do comportamento das cotações das ações das empresas envolvidas nos períodos anteriores e posteriores à transação. Já nas pesquisas voltadas para economia industrial, percebe-se a necessidade em avaliar o desempenho das F&As através do exame de dados contábeis das empresas envolvidas nas operações, como por exemplo: lucratividade, rentabilidade, comportamento das vendas, etc. (PINTO JR. e IOOTTY, 2005).

Diante desse contexto, verifica-se a necessidade, em realizar pesquisas direcionadas às finanças corporativas, de forma a contribuir para a ampliação desse tema tão complexo e relevante. Mesmo que permeadas por atrativos, é notória a existência de insucessos envolvendo F&As. Em virtude de tal fato, torna-se necessário, o entendimento dos fatores que

motivam as empresas a optarem pelo crescimento inorgânico em suas atividades, ou seja, aquele obtido mediante a adoção de estratégias envolvendo as combinações entre empresas.

Inserido nessa discussão, a questão norteadora desta pesquisa é: ***quais fatores são determinantes para a realização de fusões e aquisições, envolvendo empresas brasileiras adquirentes, listadas na BM&FBOVESPA?***

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Identificar quais são os fatores determinantes para a realização de fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras adquirentes, listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2015.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- a) Identificar na literatura sobre o tema, os motivos para a ocorrência de F&As e principalmente, as variáveis que podem ser utilizadas como *proxies* para explicar estes motivos.
- b) Identificar no período analisado, empresas adquirentes de capital aberto que realizaram e empresas que não realizaram F&As, a partir de publicações nacionais e fatos relevantes disponíveis no site BM&FBOVESPA.
- c) Analisar o comportamento e significância das variáveis explicativas ao longo do tempo, mediante a utilização de regressões de LOWEES e modelo econométrico, permitindo o confronto entre resultados teóricos e empíricos.

## **1.3 Justificativa e Relevância do Estudo**

As operações envolvendo F&As são consequências diretas do desenvolvimento tecnológico, da concorrência de mercado, busca por inovações, expansão empresarial, do ganho de

competitividade e sobrevivência. A busca pelo aumento de valor passou a conduzir as empresas, a adoção de estratégias que passam pela diferenciação ou crescimento, visando um objetivo maior que é a criação de valor para o acionista. Camargos, Romero e Barbosa (2008) sustentam que a economia brasileira tem apresentado um número considerável destas operações, sendo necessário um melhor entendimento dos desdobramentos teóricos e práticos de tal atividade. Diversos estudos foram realizados no sentido de identificar se essas operações criam ou destroem valor, porém, poucos estudos foram encontrados na literatura nacional, cujo objetivo baseou-se na identificação dos fatores determinantes por trás dessas atividades, dentre eles, destaca-se o trabalho realizado por Santos, 2013.

A questão central é o fato de F&As, serem muitas vezes, estratégias que favoreçam o crescimento ou a sobrevivência empresarial, uma vez que, tais operações, fundamentam-se na expectativa, de que a empresa resultante, será melhor, do que apenas, a soma das partes envolvidas. Tal estratégia é uma alternativa para a obtenção de crescimento rápido, o que não implica necessariamente na criação de valor (CASTRO, 2010). O que se pode extrair é a ausência de conclusões em relação aos resultados obtidos com estas operações. Bower (2001) ressalta que apesar de toda a pesquisa empírica, a comunidade acadêmica ainda não chegou a uma resposta coerente sobre esta questão.

O tema abordado nesta pesquisa, por si só, já é relevante, tendo em vista a controvérsia empírica que o permeia. Além disso, merece destaque, a abordagem inovadora de se tentar identificar os fatores determinantes e não os resultados, como na maioria das pesquisas encontradas na literatura nacional e internacional. É importante salientar que o tema aqui estudado, possui estreita ligação com diversos campos do conhecimento, como Finanças, Contabilidade, Estratégia e Economia de Negócios, o que aumenta sua relevância e justifica sua execução. Ademais, é notório o aumento dessas operações no cenário nacional. Segundo dados da KPMG (2016), entre 2005 a 2015, ocorreram 7.398 processos de F&As, dos quais 3.332 foram domésticas e 4.066 do tipo *cross-border* ou transfronteiriças.

Considerando o aumento destas operações no mercado brasileiro, este trabalho se justifica ao ter como foco, identificar os fatores determinantes para a realização de F&As envolvendo empresas brasileiras. Mesmo que permeadas por incertezas sobre a obtenção dos resultados esperados pelos administradores, tal temática, ainda é uma lacuna a ser preenchida, visto que, nem sempre as empresas alcançam os resultados esperados, e mesmo assim, alguns gestores

persistem com a adoção dessa estratégia, imprimindo uma cultura de crescimento externo nas organizações. Outro fator que justifica a presente pesquisa é a sua completude, profundidade e inovação, quando comparada às demais pesquisas realizadas no mercado brasileiro, percebe-se uma grande tendência entre os pesquisadores, em avaliar o desempenho econômico e criação de valor, antes e após os processos de F&As. Em relação às pesquisas internacionais, alguns estudos foram direcionados com o objetivo de identificar características predominantes em empresas alvo, não sendo abordadas aquelas que são adquirentes nos processos.

Conforme assinalam Copeland, Koller e Murrin (2002), as pesquisas acadêmicas que abordam os processos de F&As, normalmente são realizadas de duas maneiras: i) perspectiva de curto prazo, a qual focaliza a reação do mercado ao anúncio de uma transação antes que ela ocorra (*ex ante*) ou em períodos imediatos após o seu anúncio, considerando não somente os custos benefícios previstos de uma transação, mas também as expectativas do mercado sobre a consumação ou não da transação. Esta abordagem pressupõe que o mercado seja eficiente (FAMA, 1970 e 1991) e seja capaz de incorporar ao preço dos títulos, as sinergias e a capacidade de integração das empresas; ii) perspectiva de longo prazo, a qual trata os processos de F&As após a sua conclusão, avaliando em retrospecto o que efetivamente se atingiu em comparação com o que era esperado (*ex post*).

Com esta pesquisa pretende preencher três critérios: importância, originalidade e viabilidade.

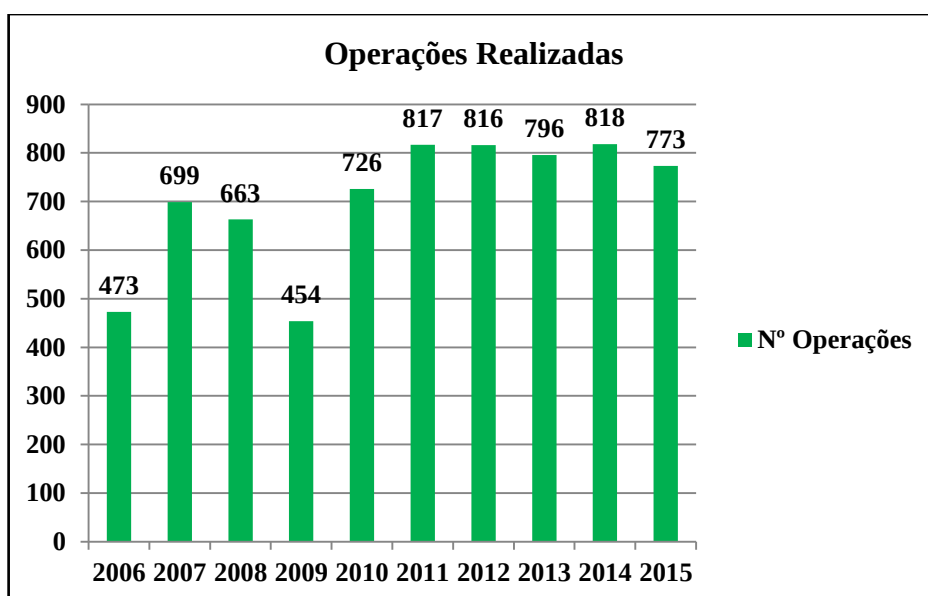
A importância de um tema é observada na associação deste com as questões que polarizam ou afetam um segmento substancial da sociedade (MARTINS, 2002). O foco desta pesquisa, em identificar os fatores determinantes para a realização de F&A em empresas brasileiras, diz respeito ao interesse de várias pessoas que são afetadas direta ou indiretamente pela implantação dessa estratégia. No caso específico os acionistas das empresas pesquisadas e seus funcionários. Além disso, trata-se de um tema relevante para o crescimento do país, na medida em que sinaliza a busca pela eficiência de novos arranjos produtivos e a dinâmica de mercado.

Um tema “é original quando há indicadores de que seus resultados podem surpreender” (MARTINS, 2002, p. 21). A originalidade desta pesquisa está em apresentar ao meio acadêmico e social, se as explicações abordadas pela literatura nacional e internacional são realmente, fatores determinantes para a realização de F&As no contexto brasileiro.

Em relação à viabilidade, está ligada ao acesso aos dados (secundários), ao tempo que se têm para a sua elaboração, aos recursos financeiros e à potencialidade do pesquisador (MARTINS, 2002). Os quais foram dimensionados e analisados pela autora.

Adicionalmente, ressalta-se a importância e magnitude da ocorrência de F&As, visto que tais operações:

- a) apresentam-se em volume significativo e crescente na economia brasileira, nos últimos dez anos;



**Figura 2:** Número de operações realizadas nos últimos dez anos.

**Fonte:** Elaborado pela autora com base em informações divulgadas pela KPMG (2016).

- b) ocasionam profundos efeitos nas empresas envolvidas, tanto no período antecessor, quanto sucessor à integração;
- c) podem servir como mecanismos de internacionalização para empresas que buscam oportunidades de investimentos em países em desenvolvimento e com alternativas ao crescimento;
- d) trata-se muitas vezes de aquisições de grande porte com relevantes impactos econômicos e sociais;
- e) geram debates inconclusivos no meio acadêmico e social.

Por fim, a principal contribuição desta dissertação, talvez seja para a academia, tendo em vista que a pesquisa procura colaborar para o entendimento de uma controversa estratégia empresarial, ao oferecer uma visão inovadora e mais detalhada sobre os motivos que permeiam as atividades de F&As, contribuindo assim, para o avanço de um arcabouço teórico em construção e a obtenção de evidências empíricas para sua explicação. Espera-se que os seus resultados e conclusões cumpram com este papel e possam suscitar o debate e avanço das pesquisas sobre o tema, visto que se trata de um trabalho que busca ser inovador para o ambiente acadêmico e social.

#### **1.4 Estrutura Teórica e Empírica da Pesquisa**

A estrutura teórica dessa pesquisa baseou-se na literatura nacional e internacional sobre a ocorrência de F&As e os motivos que permeiam tais operações. A partir do estudo realizado, 12 hipóteses foram delineadas, sendo necessário, selecionar critérios consistentes, para a escolha de variáveis, capazes de refletir adequadamente o fenômeno em estudo.

De forma sintética, os passos para a realização dessa pesquisa foram:

**Passo 1:** Análise da literatura nacional e internacional, com análise dos motivos para a realização de F&As.

**Passo 2:** Definição da amostra de pesquisa, sendo classificada em empresas que realizaram F&As entre 2010 e 2015 e empresas que não realizaram F&As entre 2008 e 2015.

**Passo 3:** Definição de variáveis adequadas e constituição das hipóteses a serem testadas, a partir da análise teórica acerca do tema.

**Passo 5:** Coleta de dados na base Economática® e relatórios disponíveis no site da BM&FBOVESPA.

**Passo 6:** Cálculo das variáveis e imputação de dados ausentes com o intuito de obter um painel balanceado.

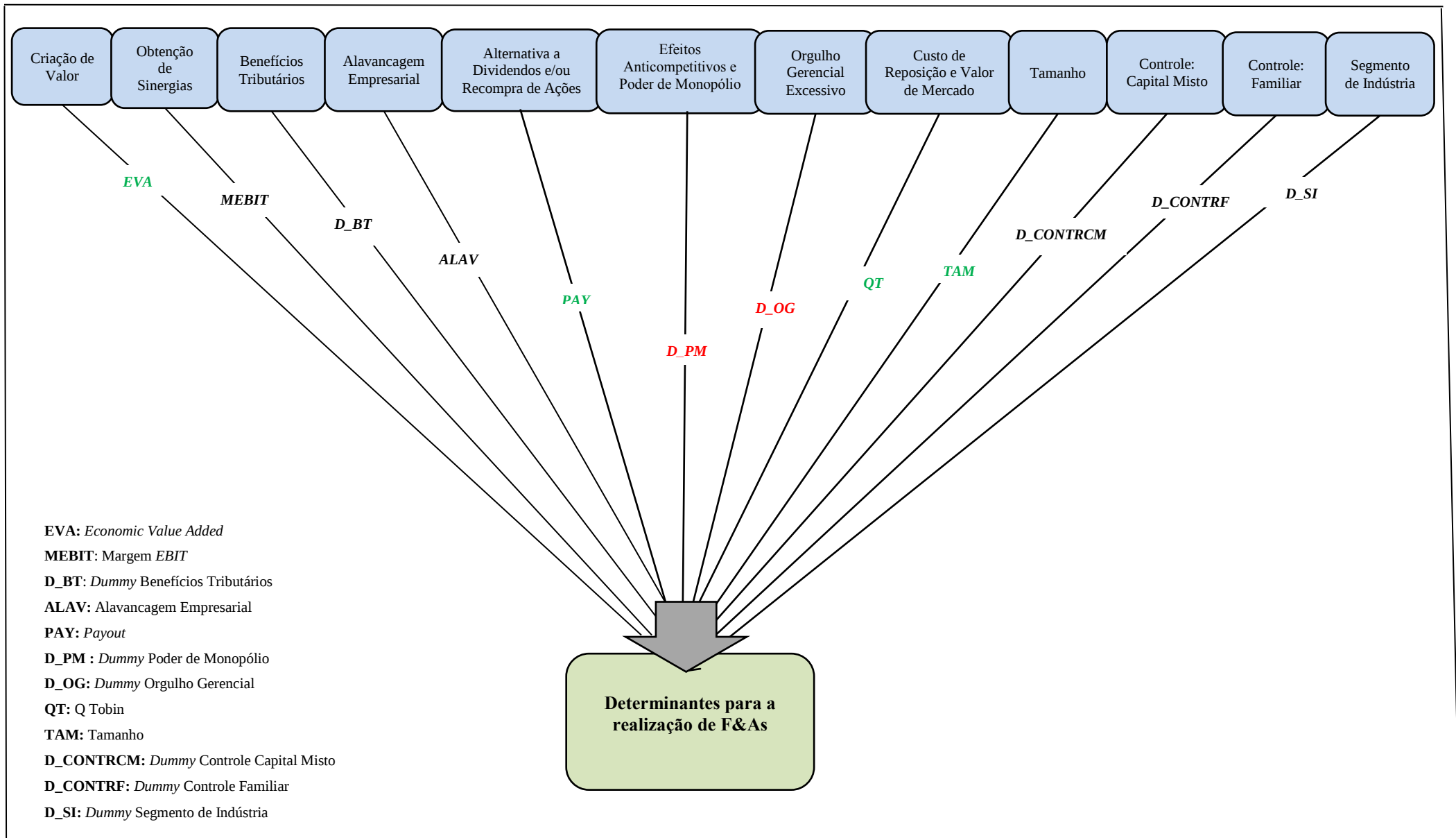
**Passo 7:** Aplicação da técnica *Backward*, para a seleção de variáveis significativas, considerando p-valor igual a 0,05.

**Passo 8:** Utilização de estatística descritiva e ajustes de regressões não paramétricas (*LOWESS*), possibilitando analisar o comportamento das variáveis ao longo do tempo.

**Passo 9:** Escolha de um modelo econométrico, capaz de prever os fatores que determinam a realização de F&As.

**Passo 10:** Análise dos resultados à luz dos pressupostos teóricos.

Na figura 3, é possível visualizar o modelo teórico construído para esta pesquisa, assim como, as variáveis utilizadas para se testar cada hipótese.



**Figura 3:** Modelo teórico e variáveis da pesquisa  
**Fonte:** Elaborada pela autora a partir de Santos (2013)

## **1.5 Estrutura da Dissertação**

Essa dissertação está dividida em seis seções.

Na seção 1, introdução, foram apresentados o tema no qual a pesquisa está inserida, o problema que instiga a investigação empírica, os objetivos, além da sua justificativa, relevância e originalidade.

Na seção 2, referencial teórico, é apresentado o arcabouço teórico de sustentação da pesquisa empírica, sendo desdobrado da seguinte forma: conceitos e aspectos regulatórios, teorias de suporte, ondas de F&As e fatores que determinam a ocorrência dessas operações.

Na seção 3, metodologia da pesquisa, apresenta-se o método, a abordagem, as unidades de análise e de observação, as técnicas e procedimentos estatísticos utilizados. Além disso, são descritos o levantamento dos dados, sua operacionalização e as variáveis utilizadas.

Na seção 4, discussão e análise dos resultados, são apresentados os resultados obtidos a partir da análise descritiva e do modelo econométrico utilizado.

Na seção 5, considerações finais, são feitas algumas considerações sobre a pesquisa e seus resultados, apresentando as limitações e propostas para estudos futuros.

Em seguida, são apresentadas as referências consultadas.

Finalizando-se com os apêndices, contendo a relação das empresas que fizeram parte da amostra desta pesquisa, assim como, resultados e testes dos modelos econométricos avaliados.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Conceitos e Aspectos Regulatórios - CPC 15 e Lei 6.404/76

As atividades envolvendo combinações de negócios são tratadas pela Lei 6.404/76 e CPC 15 – Combinações de Negócios. O capítulo XVII, da Lei 6.404/76, aborda conceitos e condições para a realização das operações que envolvam incorporação, fusão e cisão. No quadro 1, estão expostos alguns conceitos referente a estas operações.

| COMBINAÇÕES         | LEI 6.404/76                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | IUDÍCIBUS <i>et al.</i> (2014)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Aquisição</b>    | A lei 6.404/76 não atribui um conceito específico para os casos de aquisições, apenas ressalta a possibilidade de aquisição de ações de outras companhias e afirma que a oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta, somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira. A CVM estabelecerá, com base na competência conferida pelo § 3º do art. 177, normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis à aquisição de controle, participações societárias ou negócios. | Na aquisição de controle, pode ocorrer de o adquirente, adquirir o controle mediante a compra, por exemplo, de ações. Esta compra seria realizada a partir de um conjunto de investidores sem que, entre eles, existisse qualquer investidor que detivesse o controle corporativo da companhia. A aquisição diverge da alienação de controle, visto que na alienação, há um efetivo controlador que vende o controle para um comprador. |
| <b>Cisão</b>        | Ocorre quando uma companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim, ou já existentes.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Nesta situação, parcelas dos ativos e/ou dos passivos de uma empresa são transferidas para outra ou para outras, criada(s) nesse momento, ou já existente anteriormente, pode ou não desaparecer a que teve o seu patrimônio cindido.                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Fusão</b>        | Acontece a partir da união de duas ou mais sociedades com o intuito de formar uma nova sociedade, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Neste caso, duas empresas se juntam, vertendo seus ativos e passivos para a constituição de uma terceira, desaparecendo as duas anteriores.                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Incorporação</b> | Ocorre quando uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Uma empresa absorve todo o patrimônio da incorporada, desaparecendo a incorporada.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

**Quadro 1:** Aspectos relacionados às combinações de negócios.

**Fonte:** Elaborado a partir da Lei 6.404/76 e Iudícibus *et al.* (2014).

Iudícibus *et al.* (2014) asseveram que a expressão “combinação de negócios” não era comumente empregada no Brasil para representar a obtenção de controle, mas sim fusões e aquisições, porém, estas não podem ser tratadas como sinônimos, visto que os termos “fusão”, “incorporação” e “cisão”, são operações de natureza jurídica, pelas quais sociedades são modificadas formalmente, mais que podem ser realizadas, independentemente de aquisição de controle.

Em 2009 foi aprovado o Pronunciamento Técnico - CPC 15 – Combinações de Negócios, que tem como objetivo alinhar as práticas contábeis brasileiras com práticas contábeis internacionais. Este Pronunciamento foi elaborado a partir do *IFRS 3* e deve ser aplicado sempre que determinada operação ou outro evento resultar na obtenção de um ou mais negócios [...]”. (IUDÍCIBUS *et al.*, 2014, p. 417).

Antes do CPC 15 entrar em vigor, a divulgação de informações sobre operações de incorporação, fusão e cisão de companhias abertas, era regulamentada pela Instrução CVM nº 319 de 1999. Esta abrangia diversos aspectos das operações, dentre eles, os motivos e justificativas de realização até o detalhamento de troca de ações entre empresas envolvidas na operação.

As combinações de negócios são tratadas como uma operação ou evento, por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independente da forma jurídica, presente na operação. Sendo que o negócio é tido como, um conjunto de atividades ou ativos capazes de serem conduzidos e gerenciados, de forma a obter retorno, seja por meio de dividendos, redução de custos ou outros benefícios econômicos (CPC 15, 2011).

Basicamente, o que diferencia a tratativa do CPC 15 para a Lei 6.404/76 é a obtenção de controle por parte da adquirente. Iudícibus *et al.* (2014) contribui ao trazer explicações detalhadas sobre os conceitos, inerentes às operações de aquisição, cisão, fusão e incorporação. Tais operações serão abordadas nesse trabalho com a utilização da expressão fusões e aquisições – F&As, comumente encontrada na literatura contábil e financeira.

Conforme CPC 15 (2011), o controle é definido como “o poder para governar a política financeira e operacional da entidade de forma a obter benefícios de suas atividades”. Iudícibus *et al.* (2014), destaca que este pronunciamento cuida exclusivamente de quando se adquire o controle de algum negócio (não necessariamente uma empresa). Para os autores, é preciso observar que a aplicação do CPC 15 deverá ocorrer, somente quando o conjunto de ativos líquidos vier a se constituir efetivamente em um negócio e desde que a combinação não envolva entidades sobre controle comum e as denominadas *joint venture*.

Já o *IFRS 10* (2011) *Consolidated Financial Statements* apresenta três critérios que precisam ser observados para que se tenha controle de outra entidade: **(i)** poder sobre a empresa

investida; **(ii)** direitos sobre os retornos variáveis do seu envolvimento com a empresa investida; **(iii)** relação entre poder e retorno.

As noções de controle apresentadas pelo CPC 15 e pelo *IFRS* 10 (2011) caminham no sentido de considerar o controle como o poder de influenciar os resultados da empresa controlada e, assim, obter retornos e benefícios sobre esta influência. As combinações de negócios não ocorrem apenas, por meio da aquisição de uma entidade jurídica, muitas vezes, podem ocorrer pela aquisição do controle de uma unidade de negócios de outra empresa, através, de um contrato de exclusividade de fornecimento, que dê ao adquirente a possibilidade de controlar a produção, caixa ou tesouraria da empresa investida, entre outras formas de transação (BACHIR, 2013).

Uma expressão utilizada na literatura, quando a discussão envolve a obtenção de controle empresarial são os *takeovers*, traduzida como “transferência de controle”. Dependendo da forma como a fusão ou aquisição é conduzida, ele pode ser hostil (*hostile takeovers*) definido como um lance de tomada de controle não solicitado, que resulta na substituição da administração da firma alvo, ou amigável (*friendly takeovers*) definido como uma mudança na propriedade corporativa sem uma mudança acompanhante no controle administrativo (ROSS *et al.* 2015).

Ross *et al.* (2015), explicam que *takeover* é um termo geral e impreciso. Refere-se à transferência do controle de uma empresa, de um grupo de acionistas para outra. Sendo que, aquela que deseja assumir o controle da outra é conhecida como licitante. O licitante oferece dinheiro ou títulos para obter as ações ou ativos da outra empresa, denominada alvo. Se a oferta for aceita, a empresa alvo lançará mão do controle de seus ativos ou ações.

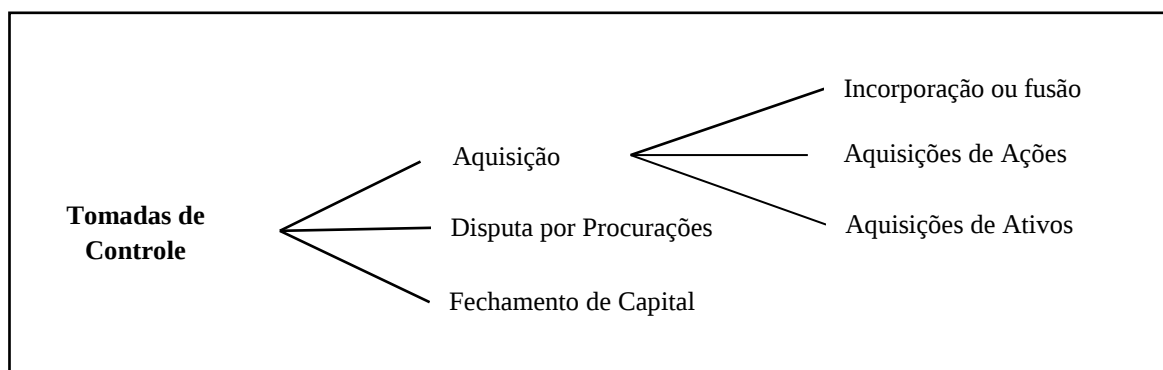
Para Manne (1965), a tomada de controle é mais atrativa e mais cara, podendo ser realizadas com a utilização dos seguintes mecanismos:

- **brigas por procuração:** é o mecanismo mais dramático, caro, incerto e o menos utilizado. Requer aprovação de dirigentes controladores da firma, o que é dificultado pelos estatutos;
- **compra direta de ações:** compra do número mínimo necessário de ações no mercado de capitais;

- **fusão:** definida como aquisição geralmente paga via ações da firma adquirente. É o mecanismo mais eficiente para a tomada de controle corporativo e de considerável importância para a proteção de acionistas individuais não controladores.

De acordo com Ross *et al.* (2015) existem três procedimentos legais que uma empresa pode usar para adquirir outra:

- 1) **Fusão ou incorporação:** *incorporação* refere-se à absorção de uma empresa por outra, sendo que, a empresa adquirente mantém o seu nome e sua identidade, adquirindo todos os ativos e passivos da empresa adquirida. Após o processo de incorporação, a empresa adquirida deixa de existir como uma entidade de negócios separada. Já a *fusão*, é o mesmo que uma incorporação. Entretanto, é comum que haja uma consolidação das duas empresas, em uma terceira. Nesta operação, a empresa adquirente e a adquirida encerram sua existência legal e se tornam parte de uma nova empresa.
- 2) **Aquisição de ações:** refere-se à compra de capital votante de uma empresa, que pode ocorrer em troca de dinheiro, ações ou outros títulos mobiliários. Tal processo pode iniciar com uma oferta privada a partir da gestão de uma empresa para a outra. Em algum momento, a oferta é feita diretamente aos acionistas da empresa alvo, o que pode ser conseguido mediante a utilização de uma *tender offer*, conhecida no Brasil como oferta de aquisição. A *tender offer* é uma oferta pública para a compra de ações de uma empresa alvo, é feita diretamente aos acionistas desta empresa.
- 3) **Aquisição de ativos:** refere-se à aquisição de uma empresa por outra, mediante a compra de todos os ativos. Para isso, é necessária uma votação formal de todos os acionistas da empresa alvo de aquisição, minimizando assim, problemas potenciais com os acionistas minoritários, que podem ocorrer em uma aquisição de ações. A aquisição de ativos envolve a transferência de propriedade dos bens, o que normalmente é oneroso.



**Figura 4:** Variedades de tomadas de controle  
**Fonte:** Adaptado de Ross *et al.* (2015, p. 1036)

Para Camargos e Barbosa (2003), as F&As constituem a maneira mais rápida de uma empresa crescer e defender-se de aquisições indesejadas. Conforme Ross *et al.* (2015) considerando os fatores econômicos, as F&As podem ser classificadas da seguinte forma:

- a) **Horizontal:** quando a operação ocorre entre empresas atuantes no mesmo ramo de atividades. As empresas competem umas com as outras em seu mercado atuante de produtos. Lopes (2013) acrescenta que é comum neste tipo de integração, a busca por sinergias de escala e escopo, uma vez que as companhias compartilham o mesmo canal de distribuição, processos produtivos e em muitos casos, os mesmos fornecedores de matérias-primas.
- b) **Vertical:** quando se trata de operações entre empresas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante) em direção aos fornecedores, ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores. Para Lopes (2013), o controle da cadeia produtiva visa garantir o sortimento e o controle do custo da matéria-prima, no caso de uma combinação com os fornecedores, ou a previsibilidade operacional de custos na distribuição de seus produtos. Sendo que neste tipo de integração, a captura das sinergias provenientes das operações não é uma atividade trivial, visto que a empresa combinada passará a ter dois ou mais novos focos de atenção.
- c) **Conglomerado:** quando se trata de operações entre empresas atuantes em atividades não relacionados, cujo objetivo, na maioria das vezes, seria a diversificação de investimentos, buscando a redução de riscos e o aproveitamento de oportunidades de investimento.

- d) Congênere:** envolve firmas da mesma indústria, mas que não atuam na mesma linha de negócios, porém, não são nem fornecedor nem cliente. Para Lopes (2013), o fato de pertencerem a um setor do mesmo gênero, as similaridades, entre elas são bem representativas, sendo uma estratégia comumente utilizada por empresas que desejam penetrar em mercados regionais, afastados de sua rede logística.

## **2.2 Teorias de Suporte às Fusões e Aquisições – F&As**

### **2.2.1 Teoria da Firma**

O desenvolvimento da teoria da firma se deu por meio de diferentes escolas de economistas, desde Smith (1996) e seus seguidores, economistas clássicos, como Mill (1983), passando pelos economistas neoclássicos, como Marshall (1982); Institucionalistas, como Veblen (1997) e Coase (1937); Neoinstitucionalistas, como Williamson (1991); Schumpeter (1982) e Neoschumpeterianos, destacando-se Penrose (1962).

Apesar do papel implícito, conferido à firma a partir da teoria econômica, à medida que a complexidade organizacional se elevou, seu estudo tornou-se foco de atenção específica (CAMARGOS e COUTINHO, 2008). As F&As não estão sedimentadas em uma teoria que lhe sirva de suporte.

Para Kloeckner (1994) o que existe é um conjunto de explicações que se propõe a lhe conferir legitimidade, derivadas de alguns aspectos da teoria da firma e teoria da agência. Tais operações são inerentes à concorrência capitalista e guardam estreita relação com as condições do mercado de capitais. Conforme Camargos e Coutinho (2008), a fundamentação dos motivos para os processos de F&As, decorre naturalmente da origem, crescimento e evolução da firma e conseqüentemente das atividades empresariais, de forma que, o desenvolvimento da teoria da firma é contemplado por diferentes escolas de economistas.

| CLÁSSICOS E NEOCLÁSSICOS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | INSTITUCIONALISTAS E NEOINSTITUCIONALISTAS                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Suporte para as F&As horizontais e em conglomerados. <b>Fundamento:</b> Maximização dos lucros da firma (riqueza dos acionistas).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Suporte para as F&As do tipo vertical e congênere. <b>Fundamento:</b> Maximização da utilidade gerencial.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| O surgimento e desenvolvimento da firma estavam baseados no racional da eficiência, sendo uma forma eficiente de alocação dos fatores de produção que maximizam a riqueza dos proprietários, principalmente mediante o aumento do poder de mercado e monopólio. A trajetória do desenvolvimento empresarial mostrou que o crescimento indiscriminado de uma empresa, mediante F&As, apresenta imperfeições na alocação de recursos e, principalmente, no que se refere ao seu controle, por ignorar o princípio de que a especialização aumenta a eficiência produtiva. | Atenção maior aos fatores internos que maximizavam não só a riqueza dos acionistas, mas também que determinavam o tamanho da firma e lhe conferiam capacidade para crescimento e desenvolvimento. Nesta visão, predomina essencialmente a busca por economias de escala e de escopo, obtidas a partir de melhorias ou aumento da capacidade de coordenação dos diversos fatores de produção, resolvendo problema de alocação de recursos por meio de maior controle, sem ignorar o princípio da maior eficiência e da produtividade advindas da especialização. |

**Quadro 2:** Enfoque da teoria da firma pelas escolas de economia

**Fonte:** Adaptado de Camargos e Coutinho (2008).

Conforme Jensen e Meckling (1976, p. 306), “a firma é uma “caixa preta” manipulada, de forma a atender às condições marginais relevantes no que diz respeito a *inputs* e *outputs*, maximizando, desta forma, os lucros, ou mais precisamente, o valor presente”. Para eles, a firma não é um indivíduo, mas sim uma entidade legal que serve como um foco para um processo complexo, no qual os objetivos conflitantes de indivíduos (alguns dos quais podem “representar” outras organizações) atingem um equilíbrio no contexto de relações contratuais.

Na origem da firma, parte-se de um modelo organizacional simples, no qual a estrutura de propriedade e controle é unificada. O empresário fundador acumula as funções de proprietário e gestor, sendo responsável pela elaboração e execução de sua estratégia. Neste primeiro estágio, os gerentes, então proprietários, passam a desempenhar um leque maior de atividades e a ter maior poder sobre o controle da corporação (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

Jensen e Meckling (1976) ressaltam que se uma firma de propriedade integral é administrada pelo proprietário, ele tomará decisões que maximizarão sua utilidade pessoal, tais decisões não irão envolver somente os benefícios que ele terá com os retornos pecuniários, mas também a utilidade gerada pelos vários aspectos não pecuniários de suas atividades, como as instalações físicas do escritório, o nível de disciplina dos empregados, as relações pessoais com os empregados, etc.

O segundo estágio, segundo Müssnich<sup>1</sup> (1979) *apud* Camargos e Coutinho (2008), está associado ao advento dos administradores profissionais que, com um conhecimento mais especializado da firma passaram a assumir gradativamente funções diretivas e adquirir poder de decisão, que antes estavam nas mãos dos empresários.

Conforme Berle Jr. e Means (1932), junto com a corporação moderna emergem dois tipos diferentes de propriedade:

- 1) **Propriedade passiva:** os acionistas são os proprietários da empresa, apesar disso, e de serem os receptores legais do lucro líquido, não desejam, ou não podem exercer isoladamente os seus direitos, atribuindo implícita ou explicitamente a tomada de decisão a terceiros.
- 2) **Propriedade ativa:** caracterizada por um indivíduo ou um grupo de indivíduos, os gerentes, a quem os acionistas submetem a sua riqueza e tem responsabilidade por sua administração.

O surgimento denominado propriedade passiva e propriedade ativa fez com que a maximização do lucro da firma deixasse de ser o objeto principal dos administradores, assumindo o seu lugar a maximização da sua utilidade gerencial. Como consequência disso, ao invés, de os gestores procurarem por empregos em organizações maiores, eles passaram a concentrar esforços no crescimento das firmas por eles administradas e, por isso, agregar tanto componentes de tamanho, como de segurança. Estariam mais preocupados com a alta taxa de crescimento da firma, do que com sua rentabilidade (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

O crescimento da firma, almejado pelos gestores, pode ocorrer de diversas maneiras, Lockett *et al.* (2011), limitam em apenas duas opções, as estratégias para administradores que buscam o crescimento das empresas: a) crescimento orgânico: aquele baseado na geração própria de recursos; b) crescimento por aquisições: obtido mediante a aquisição de controle de outra empresa, com posterior integração.

---

<sup>1</sup> MÜSSNICH, F. A. M. A utilização desleal de informações privilegiadas - insider trading - no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 18, v. 34, 1979.

A estratégia de crescimento ou expansão empresarial foi discutida também por Singh e Montgomery (1987), que apontaram dois modelos para que uma empresa possa promover seu crescimento:

- **crescimento interno:** por um lado pode ser mais demorado e incorrer em maiores custos do que a aquisição de uma empresa, mas por outro, tem a vantagem de ser mais controlável, preservar a cultura organizacional e evitar outras dificuldades inerentes a um processo de F&As;

- **crescimento externo:** por meio da fusão ou aquisição de outras empresas, o que proporciona por um lado crescimento rápido, entrada em novos mercados, minimização de barreiras de entrada, internacionalização, etc., mas por outro, pode resultar na destruição da riqueza do acionista devido a erros de avaliação provocados pelo excesso de confiança, denominado de *hubris*.

De acordo com o dicionário Oxford, a palavra *hubris* tem origem nas tragédias gregas, significando o orgulho excessivo ou autoconfiança (OXFORD, 2015). Em finanças, o termo é usado para definir o excesso de confiança de gestores de uma empresa adquirente, que por crença pessoal é conduzido a uma sobrevalorização da empresa alvo.

Lubatkin (1983) salienta que a estratégia de crescimento via F&As no mundo dos negócios tem sido e continuará a ser, uma alternativa em muitos aspectos mais vantajosa de se promovê-lo, ao invés de se obtê-lo internamente. O crescimento por meio das F&As possui diversas vantagens quando comparado com o crescimento via expansão interna das empresas. Ele evita a necessidade de desenvolvimento de novos produtos, de estabelecimento de novos canais de distribuição, de gastos excessivos com P&D e propaganda e, ainda, de treinamento de gestores e aumento da rivalidade com a concorrência por meio da inovação (MISRA, 2009).

Penrose (1962) foi uma das primeiras autoras a estudar com profundidade o fenômeno de crescimento das firmas. Em sua teoria elaborada em 1959, ela ressaltava a importância do crescimento aquisitivo, ou seja, o crescimento empresarial mediante a aquisição de outras empresas. Para a autora, esta modalidade de crescimento era enfatizada como um meio obtido

pela empresa para adquirir capacidade e conhecimento, com intuito de estabelecer-se em um novo campo.

O crescimento por meio de aquisições seria uma forma de fortalecer a posição de uma firma no seu mercado de atuação, expondo-se a uma menor pressão competitiva. Enfatiza-se que a dependência exclusiva do sucesso de indivíduos e famílias para o crescimento das firmas iria impô-las a uma restrição, a qual pode ser contrabalanceada pelo advento da incorporação societária, a qual tornaria inoperantes as teorias biológicas da firma. A expansão externa pode ser menos custosa e mais rápida do que a interna podendo variar desde uma aquisição, passando pela combinação e chegando até mesmo a consolidação de setores (PENROSE, 1962).

Camargos e Coutinho (2008) ressaltam que a estrutura de propriedade e controle em uma organização é dividida em acionistas proprietários, que são provedores de recursos e beneficiários do lucro residual das suas atividades, porém, precisam delegar a terceiros - administradores, o poder de condução e gestão de seus negócios, estes se tornam os responsáveis pela elaboração e execução da estratégia da firma. “Essa dicotomia de propriedade implica que os gerentes, controladores dos recursos da empresa, não são necessariamente os fornecedores de capital” (KLOECNER, 1994, p. 44).

Silveira (2004) relata que a estrutura de propriedade das companhias norte-americanas é bem diferente em relação às brasileiras. Isso se deve ao fato do ambiente econômico e proteção ao investidor. A maioria das companhias abertas, norte-americanas é caracterizada por uma estrutura de propriedade difusa, com muitos acionistas, há uma definição clara entre propriedade e controle, ou seja, quem é acionista e quem é gestor. Já no Brasil, as companhias abertas possuem uma estrutura de propriedade concentrada, com a presença marcante de um acionista controlador, que geralmente atua como gestor da companhia ou indica uma pessoa da sua confiança para exercer tal função, existindo assim, uma maior sobreposição entre propriedade e controle.

Conforme Kloeckner (1994), a ocorrência de F&As está estritamente relacionada com a separação entre propriedade e controle, para ele, um ponto a ser analisado seria as evidências de Berle Jr. e Means (1932), de acordo com estes autores, a teoria da firma foi influenciada pelo tratado de Adam Smith, publicado em 1930. Este tratado afirmava que a unidade de

negócio típica era pequena, tendo proprietário e gerente como a mesma pessoa. Se o proprietário fosse livre para perseguir seus próprios interesses, suas ações iriam influenciar na maximização do bem estar da sociedade através do argumento da mão invisível. Tal argumento implicava que a sociedade por ações com propriedade dispersa, seria ineficiente, por não poder esperar que os gerentes administrassem ativos pertencentes a outrem de forma tão competente como se fossem de sua propriedade (KLOECKNER, 1994).

### **2.2.2 Teoria da Agência**

A teoria da agência surge então, a partir de uma preocupação com as consequências de separação entre propriedade e controle, sendo um desenvolvimento da Teoria da Firma. Constitui um corpo de conhecimentos que estuda os efeitos econômico-financeiros decorrentes da delegação do poder de decisão da firma. Trata-se de uma teoria que fornece arcabouço lógico para se compreender e modelar os problemas que podem surgir nos relacionamentos, em que existe delegação de poder decisório, seja ele de forma implícita ou explícita (LAMB, 1992; CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

A Teoria da Agência se formulou a partir dos trabalhos de Ross (1973), Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983), Demsetz (1983), Morck, Shleifer e Vishny (1988) e Stulz (1988). A teoria da agência, assim como a teoria da firma, fornece suporte para explicar em parte, as operações de F&As. Conforme Camargos e Coutinho (2008), a agência tem sido um dos principais motivos para a ocorrência de F&As, para eles, tais operações ocorrem porque aumentam o bem estar dos administradores em detrimento dos acionistas das firmas adquirentes.

A base da teoria da agência encontra-se na pressuposição de que existem conflitos de interesse em qualquer relação de cooperação entre principal e agente, visto que ambas as partes desejam maximizar os seus próprios benefícios. Essa ligação, normalmente é regida por um contrato que especifica os direitos e responsabilidades de cada uma das partes. Todavia, esse tipo de relacionamento, pode estar carregado de problemas relativos à fraude, informações assimétricas e racionalidade limitada, que são originados das diferenças nas preferências de ambas as partes, na incerteza e na informação disponível (EISENHARDT, 1989).

Conforme Jensen (1983) o desenvolvimento da teoria da agência ocorreu em duas correntes de pensamento, que são a ótica positiva e a perspectiva do agente-principal. Tais correntes compartilham uma unidade comum de análise: o contrato entre o principal e o agente (EISENHARDT, 1989, p. 6).

| TEORIA POSITIVA DA AGÊNCIA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | TEORIA DO AGENTE - PRINCIPAL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Preocupação com aspectos relacionados à tecnologia de monitoramento e comprometimento ( <i>bonding</i> ) o que envolve a forma dos contratos, o ambiente de contratação e a sobrevivência da organização. São mecanismos de controle minimizadores dos problemas de agência. Preocupação em descrever os mecanismos de governança que resolvem o problema de agência.                                                      | A preocupação concentra-se na modelagem dos efeitos de fatores como a estrutura das preferências das partes nos contratos, a natureza da incerteza e a estrutura de informações no ambiente.                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Pesquisadores trabalham com intuito de identificar situações em que o principal e o agente são suscetíveis de ter objetivos conflitantes e, em seguida descrever os mecanismos de governança que limitam o comprometimento de agir em benefício próprio do agente-principal. Centrado quase que exclusivamente no caso especial da relação principal-agente entre proprietários e gestores de grandes corporações públicas | Pesquisadores preocupados com uma teoria geral do relacionamento agente-principal, que pode ser aplicada a empregador-empregado, advogado-cliente, e outras relações de agência (HARRIS e RAVIV, 1978). Característica da teoria formal, o paradigma principal-agente envolve especificação cuidadosa de pressupostos, que são seguidos por dedução lógica e prova matemática. É abstrata e matemática, portanto menos acessível aos estudiosos organizacionais. |

**Quadro 3:** Correntes de pensamento para a teoria da agência.

**Fonte:** Adaptado de Jensen (1983) e Eisenhardt (1989).

Para Eisenhardt (1989), embora existam críticas sobre as duas correntes, suas diferenças não são cruciais. O ponto importante é o fato de ambas serem complementares. Por um lado, a teoria positiva, identifica várias alternativas de contrato, por outro, a teoria principal-agente indica que o contrato é o mais eficiente considerando os diferentes níveis de incerteza de resultados, a aversão ao risco, informações e outras variáveis. O foco da literatura principal-agente consiste em determinar o contrato ótimo, comportamental versus de resultados, entre principal e agente.

Uma relação de agência é tida como um contrato, no qual uma ou mais pessoas – o principal, contrata outra pessoa – o agente, para desempenhar algum serviço em seu interesse, o que envolve a delegação de autoridade para a tomada de decisões, sempre em favor do principal. Considerando que ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, de fato, existem razões para acreditar que, o agente nem sempre agirá nos melhores interesses do principal. Neste cenário permeado por conflitos, o principal buscará mecanismos que limitem as divergências existentes, sendo estabelecidas ao agente, técnicas de monitoramento (JENSEN e MECKLING, 1976).

Um fator importante na sobrevivência das formas organizacionais é o controle dos problemas de agência. Tais problemas surgem em virtude dos contratos não serem escritos e nem executados sem um custo. Os custos de agência incluem estruturação, monitoramento e *bonding* de um conjunto de contratos entre agentes que possuem interesses conflitantes, além das perdas residuais incorridas, devido ao fato, de que o custo de aplicação integral dos contratos, pode ultrapassar seus benefícios (JENSEN, 1983). Para Jensen e Meckling (1976), a teoria da agência fundamenta-se nas suposições de inexistência de contratos completos e de que os indivíduos são maximizadores de utilidade pessoal.

Andrade e Rossetti (2006) relatam que os custos de agência podem aparecer devido a certas práticas do gestor (ou acionista controlador) que visam o benefício próprio e não o interesse dos acionistas, tais como: pagamento de remunerações e benefícios excessivos autoconcedidos; resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisões e fusões; gestão de resultados com foco em prazos curtos; e estratégias de diversificação destruidoras do valor da companhia, mas redutoras dos riscos da diretoria.

Outra situação existente em uma relação de agência são os custos de monitoramento por parte do principal, tais custos são despendidos no intuito de limitar atuações irregulares do agente. O objetivo é mitigar as divergências. O principal pode monitorar as atividades dos agentes, bem como criar incentivos contratuais para os mesmos. Entretanto, em geral, não é possível assegurar que os agentes tomarão decisões ótimas, sob o ponto de vista do principal, sem haver custos (FAMA e JENSEN, 1983).

Em algumas situações o principal pagará ao agente para despendar recursos (custos de concessão de garantias contratuais) visando assegurar que o agente não promoverá certas ações. Contudo, é em geral impossível para o principal ou o agente manter a relação de agência a um custo zero para assegurar que o agente tomará decisões de nível ótimo do ponto de vista do principal (JENSEN e MECKLING, 1976).

Mediante as situações avaliadas, é possível visualizar que na maioria das relações de agência, o principal e o agente incorrerão em custos positivos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais, além disso, haverá algum nível de divergência entre as decisões que maximizariam o bem estar do principal.

Os custos de agência são classificados por Jensen e Meckling (1976), como a soma das:

- despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- despesas realizadas pelo próprio agente para assegurar ao principal que seus atos não serão prejudiciais (*bonding expenditures*);
- perdas residuais, em função da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal;
- custos com a elaboração e estruturação de contratos entre principal e agente.

De acordo com Kloeckner (1994), a separação entre propriedade e controle permitiu o comportamento não maximizador por parte do corpo gerencial das grandes companhias, denominado de “comportamento oportunista”. Assim, as F&As podem ocorrer visando ao aumento do bem estar dos diretores das firmas adquirentes, mesmo que estas operações causem impacto negativo no valor de mercado de suas ações, em detrimento de F&As que visem à substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas empresas.

### **2.3 Ondas de Fusões e Aquisições**

As F&As são fenômenos que ocorrem a partir de atividades intensas, denominadas como ondas. A classificação das operações se dá, através das transações ocorridas em sua maioria, nos EUA (CAMARGOS e BARBOSA, 2003; GAUGHAN, 2011 e SANTOS 2013). Conforme Santos (2013, p. 18) “a literatura ressalta que tais processos, normalmente podem ser concentrados, e, é dentro de uma dessas ondas, que pode acontecer uma aglomeração significativa de determinado setor”.

A ocorrência de ondas de F&As normalmente são causadas por choques econômicos, regulatórios e tecnológicos, tais choques, são fatores que impulsionam a adoção dessas estratégias em busca uma rápida expansão. Esta alternativa é utilizada em detrimento ao do crescimento orgânico, aquele obtido mediante fatores internos às organizações. A realização de F&As se tornou um fenômeno mundial, despertando o interesse de pesquisadores e tem representado um vasto campo de estudos, no contexto da gestão contemporânea, seja por seu aspecto econômico-financeiro, estratégico ou comportamental (GAUGHAN, 2011).

### 2.3.1 Ocorrência no Cenário Internacional

O cenário econômico mundial tem como característica, a necessidade de adaptação a novas tecnologias e mercados, desencadeada pelo acirramento da concorrência, crescente integração econômica e financeira e, principalmente, pela necessidade de obtenção de diferenciais e recursos capazes de garantir a competitividade e sustentabilidade empresarial. Com base neste cenário, uma das consequências diretas dessas transformações foi uma reorientação na gestão para um enfoque prioritário de geração de riqueza (CAMARGOS, 2008).

A introdução do conceito de valor econômico agregado, conhecido na literatura como lucro residual ou econômico, por um lado, fez com que a partir de 1980 companhias priorizassem uma gestão baseada em valor, visando a redução de ineficiências, tornando-se mais competitivas e valorizadas no mercado (ASSAF NETO, 2003). Por outro, tais companhias se viram obrigadas a rever seu posicionamento estratégico e também, suas estratégias para crescimento, utilizando-se, em muitos casos de associações e processos de F&As. Estas operações podem ser vistas, com um desdobramento do que ocorre na economia e principalmente no mercado de capitais (CAMARGOS, 2008).

De acordo com Camargos (2008, p. 40), considerando a economia norte americana, cujos reflexos, foram difundidos pela economia mundial, a evolução das F&As é caracterizada pelo aumento e redução de sua intensidade (ondas), nos quais períodos de maior e menor intensidade se sucedem, decorrentes da mobilidade e da quantidade de recursos financeiros, bem como do desempenho do mercado de capitais.

Camargos (2008) assevera também que a literatura econômico-financeira internacional, baseada principalmente no mercado americano, assinala quatro ondas de F&As, que desempenharam papel importante em âmbito mundial na concentração de capitais e consolidação de setores econômicos.

| ONDAS                                                               | DESCRIÇÃO                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Primeira Onda</b><br><i>The Great Merger Wave</i><br>(1887-1904) | Predomínio de fusões horizontais que criaram grandes monopólios. É considerada por muitos como a mais importante devido ao seu forte impacto econômico de concentração industrial e criação de monopólios (Gregoriou e Renneboog, 2007). |
| <b>Segunda Onda</b><br><i>The Merger Movement</i><br>(1916-1929)    | Predomínio de fusões verticais, que visavam o poder de oligopólio. Consolidou vários segmentos econômicos, promovendo inovação e avanços em setores de utilidade pública e na legislação antitruste.                                     |

Continua...

... Continuação

| ONDAS                                                              | DESCRIÇÃO                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Terceira Onda</b><br><i>The 1960's Conglomerate Merger Wave</i> | Predomínio de operações que visavam diversificação em conglomerado, com a união de empresas de diferentes atividades, mas com resultados financeiros desfavoráveis.                                                                                                                                            |
| <b>Quarta Onda</b><br><i>The Wave of the 1980's</i>                | Predomínio de transações entre firmas do mesmo porte. Diferentemente das ondas precedentes foi impulsionada pelo baixo valor das empresas no mercado de capitais e influenciada por mudanças na economia mundial, avanços tecnológicos na comunicação e informação e novos instrumentos do mercado financeiro. |

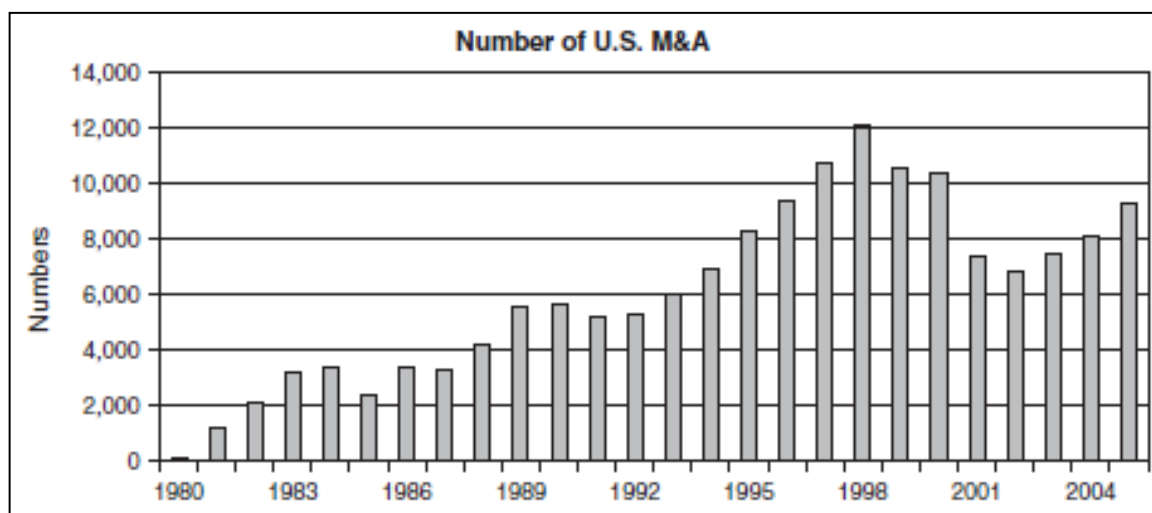
**Quadro 4:** Ondas de fusões e aquisições.**Fonte:** Adaptado de Scherer e Ross (1990) e Weston, Siu e Johnson (2001).

Na mesma linha, Gaughan (2011) discorre sobre cinco períodos de altas atividades de fusões, conhecidos como ondas de fusões que marcaram a história dos Estados Unidos. Tais períodos foram caracterizados por atividades cíclicas, ou seja, altos níveis de fusões, seguidos por períodos de baixos níveis.

As quatro primeiras ondas ocorreram nos períodos mencionados por Scherer e Ross (1990) e Weston, Siu e Johnson (2001), tendo diminuído na década de 1980, retornando novamente no início de 1990 para dar início à quinta onda. Tais ondas provocaram grandes mudanças na estrutura das empresas americanas e foram fundamentais para a transformação da indústria.

Cano (2002) relata que ao estudar, as ondas de F&As na economia norte americana, percebe-se que quanto maior o ritmo de crescimento da economia e quanto mais duradouro este período, maior será o número dessas transações. Para ele, as ondas de fusões e aquisições observadas até a II Guerra, ou as novas ondas dos períodos seguintes, passaram a ocorrer em torno de uma curva crescente de números e valor das operações, de forma que a base da onda do período seguinte é sempre superior à base da onda do período anterior.

A década de 1980 foi marcada por dois processos concomitantes, em relação à F&As. Por um lado, representou a continuidade de um processo altamente especulativo de compra de empresas, cujo objetivo era a valorização no mercado acionário, por outro, foi marcado por grande número de operações visando redimir os excessos da onda de conglomeração dos anos 1960. O auge do processo de F&As na década de 1980 ocorreu em 1986, sendo detido em 1987, ano em que a economia norte-americana entra em recessão, além de sofrer o *crash* da bolsa de Nova York (CANO, 2002). Gaughan (2011) assevera que a década de 1980 tornou-se o período de bilhões de dólares em F&As.



**Figura 5:** Processo de fusões e aquisições 1980 – 2004

**Fonte:** Gaughan (2011, p. 60).

Jensen (1988, p. 21), revelou que “o mercado de fusões e aquisições movimentou 180 bilhões de dólares por ano, só em 1985 e 1986, um patamar 47% superior ao recorde de 1984 de 122 bilhões. Os ganhos para os acionistas destas operações foram enormes”. O autor afirma que uma variedade de condições políticas e econômicas observadas nos anos 80, inclusive a flexibilização por parte da legislação concorrencial, criou um clima em que maior eficiência econômica implicaria em uma reestruturação significativa dos ativos corporativos. Aliado a isso, o forte desenvolvimento de novos esquemas de financiamentos para fusões e aquisições, serviu também como propulsor para tais operações (JENSEN, 1988).

Para Varian (1988), os anos de 1980 foram caracterizados como uma década de inovação para o mercado financeiro, com novos produtos, maior grau de participações, aumento de valor nos mercados de ações e uma nova onda de fusões, aquisições, incorporações e *takeovers*. Esta fase foi caracterizada como *merger mania*, marcada por intensa atividade em matéria de fusões e aquisições.

A década de 1990 foi um período mais seletivo para as empresas em relação às estratégias de F&As, sendo que a experiência fracassada de conglomeração das décadas de 1960 e 1980 e a legislação mais permissiva para a realização de F&As horizontais contribuíram para a maior coerência corporativa dessas operações. O crescimento do número F&As na década de 1990 em relação a 1980 é muito significativo. Em 1999 foi quase três vezes maior, quando comparado com o auge dos processos em 1980. O fator essencial para o aumento do número e valor das operações está na forte valorização do mercado acionário (CANO, 2002).

Conforme Weston, Siu e Johnson (2001), a onda dos anos 90, denominada de quinta onda, caracterizou-se por profundas mudanças tecnológicas, crescimento acirrado da competição global, desregulamentação de diversos mercados, internacionalização empresarial, etc. O crescimento de F&As neste período está relacionado à: **i)** mudança tecnológica; **ii)** globalização da economia e livre mercado; **iii)** necessidade de eficiência operacional (via economia de escala, complementaridade e necessidade de alavancar o uso de tecnologia); **iv)** mudança organizacional (reestruturação); **v)** empreendedorismo (dinamismo industrial); **vi)** redução no preço das ações ou queda das taxas de retorno.

Os processos de F&As da onda dos anos 90 visaram basicamente o acesso a novos mercados, tecnologias e competências; maior poder econômico e de competição; sinergias e melhora na eficiência administrativa e operacional; diminuição do risco operacional e financeiro; proteção de mercado contra a entrada de concorrentes estrangeiros e aquisições indesejadas; e, em muitos casos, simples sobrevivência (CAMARGOS, ROMERO e BARBOSA, 2008, p. 59).

Para Cano (2002), as principais causas dos processos de F&As nos anos 1990 foram à acumulação de capital acima do ritmo de crescimento da demanda, que em conjunto com a reestruturação produtiva e tecnológica dos anos 1980, forte desenvolvimento dos mercados financeiros, redução das barreiras comerciais e formação de mercados regionais, acirraram a competição entre as empresas no plano nacional e internacional.

Tal fator, desencadeando estratégias de concentração em *core business*, enxugamento, ganhos de escala, *market share*, ganhos de poder de mercado, elevação de barreiras à entrada, obtenção de sinergias, redução dos custos de P&D, busca de novos mercados e acesso a matérias-primas mais baratas, além de serem utilizadas como forma de obtenção de fortes ganhos financeiros, por meio da valorização acionária e resolução de conflitos entre gestores e proprietários da empresa e resolução de conflitos familiares (CANO, 2002).

Conforme Homstron e Kaplan (2001), duas características da onda dos anos 90 foram a pouca incidência de tomadas hostis de controle acionário e as compras alavancadas, considerando o mercado norte americano. Grinblatt e Titman (2005) salientam que este fato ocorreu em virtude à forte legislação antitruste, baixos incentivos, aumento da importância dos investidores institucionais, maior utilização de opção de compras de ações e outras formas de pagamentos, além da mudança na cultura corporativa, na qual o ato de maximizar o valor dos acionistas passou a ser um dos objetivos apropriados para os gestores e o conselho de administração.

Uma característica a ser destacada neste processo foi o seu escopo transfronteiriço, no qual grandes corporações utilizaram processos de F&As estratégicos, muitas vezes com empresas do mesmo setor da economia, mas de países diferentes, buscando combinar-se, visando o aumento de sua participação no mercado internacional (GRINBLATT e TITMAN, 2005).

Conforme Gaughan (2011) e Santos (2013) a partir de uma nova recessão na economia americana em 2001, a quinta onda, onda dos anos 90, chega ao fim. No período de 2004 a 2007. É instaurada uma sexta onda, resultado das baixas taxas de juros propostas pelo *Federal Reserve* visto que incentivavam a substituição de títulos lastreados em hipotecas, pela securitização de outras dívidas. Tais medidas resultaram no crescimento do setor imobiliário dos EUA deflagrando a crise do *subprime* e o início da recessão em 2008.

### **2.3.2 Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro**

As origens das operações envolvendo fusões e aquisições remontam ao final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes. No Brasil as fusões e aquisições, com as peculiaridades decorrentes do ambiente legal e empresarial, operações eminentemente privadas, são também observadas (CAMARGOS e BARBOSA, 2003). Assim, como em outros países, é possível observar a ocorrência a partir de ciclos que delimitam uma linha de tempo para sua ocorrência (COSTA JR., 2008).

No Brasil as operações de F&As não constituem um fenômeno recente, visto que, no início da década de 70, já havia preocupações quanto aos aspectos jurídicos, econômicos e societários envolvendo fusões e incorporações. Os anos 90 passaram por uma grande quantidade dessas operações, quando empresas sob o controle do estado foram alienadas no contexto do Programa Nacional de Desestatização – PND. Criado em 1990 a partir da Lei 8.031/90, teve como intuito tornar a privatização parte integrante das reformas econômicas iniciadas pelo governo (NAKAYAMA, 2012 e BNDES, 2015).

O período de 1992 a 2002 foi marcado pelo processo de privatização das empresas estatais na vigência do PND. O BNDES, gestor do programa, divulgou que neste período, as operações geraram para o poder público um resultado de US\$ 39,68 bilhões (COSTA JR., 2008). Outros fatos macroeconômicos marcantes, foram às operações de fusões e aquisições no período de

2003 a 2007, além da privatização de empresas públicas, foram o controle da inflação, a abertura econômica, o crescimento do mercado interno e a liquidez financeira internacional.

Cano (2002) destaca que os processos de F&As no Brasil, apresentaram um crescimento significativo a partir do início da década de 1990, para ele, tal fato ocorreu em virtude de mudanças no cenário nacional e internacional.

| CENÁRIO INTERNACIONAL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | CENÁRIO NACIONAL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Processo de reestruturação das empresas nas economias desenvolvidas;</li> <li>• Mudanças na forma de atuação dos oligopólios internacionais;</li> <li>• Baixo ritmo de crescimento dos mercados das economias desenvolvidas (com exceção dos EUA);</li> <li>• Crescimento financeiro das grandes empresas;</li> <li>• Desenvolvimento dos mercados financeiros, provendo novas formas de financiamentos de F&amp;As;</li> <li>• Surgimento de novos setores procurando a expansão internacional.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Início do processo de abertura da economia;</li> <li>• Privatizações;</li> <li>• Desregulamentação;</li> <li>• Fragilidade das empresas nacionais frente às estrangeiras;</li> <li>• Ausência de um sistema financeiro desenvolvido;</li> <li>• Ausência de política industrial;</li> <li>• Estabilidade de preços e expansão do mercado interno, a partir de 1994.</li> </ul> |

**Quadro 5:** Mudanças no cenário macroeconômico nacional e internacional que fomentaram as F&As no Brasil.

**Fonte:** Adaptado de Cano (2002 p. 119).

Os processos de F&As se acentuaram no Brasil, com poucas operações, entre 1990 a 1993, tal fenômeno tornou-se crescente. Em 1994, com a estabilização da economia, plano real e acirramento da abertura externa, o número de operações na indústria, apresentou um crescimento acelerado. A partir de 1994 Nos anos seguintes, os processos de F&As declinam, em virtude do baixo crescimento interno e conturbado cenário nacional. Em 1999 voltou a crescer ligeiramente, entrando em queda em 2000, e principalmente, em 2001, em virtude da retração da economia brasileira, crise energética, crise Argentina e recessão nos EUA, além dos atentados de 11 de setembro de 2001 (CANO, 2002).

A ocorrência de F&As no Brasil possui dupla determinação. Por um lado, apresenta-se o caráter internacionalizado da economia brasileira, que fez com que boa parte das operações ocorridas fosse reflexo de F&As a nível internacional, gerando fusões e aquisições entre filiais. Por outro lado, a economia brasileira passou por um forte processo de reestruturação

produtiva e expectativas favoráveis quanto à sustentabilidade do crescimento econômico, o que desencadeou a entrada de novos concorrentes externos, sendo boa parte, por meio de F&As, e também a reação de empresas já estabelecidas, sejam nacionais ou estrangeiras, que também buscaram, a estratégia de F&As e especialização em *core business* (CANO, 2002).

Para Málaga (2007), as operações envolvendo F&As cresceram substancialmente após a implantação do plano real e, consequente, estabilização da economia brasileira. O autor observa que o crescimento destas operações é sensível a fatores macroeconômicos. Para ele, nos anos em que o país apresentou maior instabilidade e maior risco como os de 1994, com a introdução do Plano Real, 1999 com a crise cambial e 2002/2003 com a desvalorização cambial, o número de aquisições foi inferior aos demais anos. Já em 2002 observa-se um crescimento dessas operações.

Outro fator, propulsor para a ocorrência de F&As no Brasil, foi a internacionalização das economias do MERCOSUL, tal movimento seguiu-se acompanhado por uma onda de F&As, que é em tudo, semelhante à observada em inúmeros outros países. O papel do investimento direto do estrangeiro – IDE, foi expressivo para a realização de tais operações. Ressalta-se que a escala de operações de F&As na América Latina é, em geral, menor do que a observada globalmente. Normalmente as operações ocorrem em fases ao longo do tempo e muitas vezes são motivadas por estratégias tanto defensivas, quanto ofensivas de empresas e grupos econômicos em busca de expansão, captura de sinergias e consolidação de mercados. (BONELLI, 2000).

Os anos 90 têm como característica distintiva, em escala mundial, o fato de que, ao contrário de décadas anteriores, as F&As constituíram o principal objetivo do IDE, ao invés da realização, de investimentos destinados à instalação de filiais e/ou construção de novas plantas (*greenfield*). Estima-se que o valor de F&As no Brasil na década de 90 tenha alcançado cifras da ordem de US\$ 70 bilhões até 1997, sendo que os fatores principais para a ocorrência foram a privatização e a liberalização do IDE (BONELLI, 2000).

Naturalmente, os processos de F&As no âmbito do MERCOSUL inscrevem-se no marco mais geral desses movimentos em escala mundial. Além disso, acumulam-se evidências de que o papel dos fluxos de IDE nesses processos tem sido de enorme importância na região. Com isto, as assim chamadas empresas (ou grupos) “multilatinas (os)” também são um dos veículos para crescimento das F&As (BONELLI, 2000, p. 4).

De acordo com Bonelli (2000), a partir do início de 1999, as empresas brasileiras se tornaram alvo de aquisições sendo consideradas como um dos melhores negócios, tal fato ocorreu em virtude dos preços mais atraentes em moeda estrangeira, fenômeno oposto aos demais países do MERCOSUL, como Argentina e Chile. Além deste fato, observa-se a ocorrência de privatizações, parte integrante das reformas econômicas iniciadas pelo governo. O movimento de F&As neste período foi proporcionalmente mais direcionado ao Brasil. A base de informações da pesquisa de Bonelli (2000) identificou 648 operações no âmbito do MERCOSUL, concentradas nos três maiores países da região, sendo: Brasil (329 operações), Argentina (272 operações) e Chile (40 operações).

Para Camargos (2008), as alterações pelas quais a economia brasileira passou a partir do início dos anos 90 do século XX e mais acentuadamente com a implantação do Plano Real em 1994, com a posterior estabilização monetária, levaram a um aumento da atividade de F&As no mercado brasileiro, muitas empresas multinacionais foram encorajadas a investir no país pela primeira vez, ou aumentar substancialmente os investimentos já existentes.

Cano (2002) enumera alguns fatores macroinstitucionais que podem ser citados pela influência direta nos processos de F&As no Brasil:

- **ausência de uma lei antitruste rígida:** durante toda a década de 1990, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE não impediu a realização de nenhum processo de F&As, colocando no máximo algumas restrições, além da falta de experiência, quadros e tradição da análise dos processos, o órgão está subordinado a um governo que apoiou irrestritamente a realização de F&As; O CADE é uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Justiça, que exerce, em todo o território nacional, as atribuições dadas pela Lei nº 12.529/2011;

- **desregulamentação da economia:** o governo Fernando Henrique Cardoso – FHC eliminou da constituição a distinção legal, entre empresa brasileira de capital estrangeiro e empresa brasileira de capital nacional, fazendo com que ambas tivessem os mesmos direitos e obrigações; eliminou todos os monopólios estatais; eliminou quase todas as restrições à participação ou ao controle por parte de empresas de capital estrangeiro em determinados setores;

- **baixo desenvolvimento do mercado de capitais:** a grande maioria das empresas brasileiras é de capital fechado e os acionistas majoritários das empresas de capital aberto podem garantir o controle acionário detendo 50% mais uma ação do capital votante;
- **ausência de um setor financeiro capaz de oferecer crédito barato de longo prazo às empresas nacionais:** se houvesse crédito barato de longo prazo, as empresas nacionais poderiam ter se defendido do processo de entrada de concorrentes ou mesmo da abertura comercial externa, realizando F&As e promovendo uma pesada reestruturação produtiva;
- **grau de desenvolvimento do sistema financeiro:** no Brasil, quase sempre é a empresa maior quem compra a menor. Isto também ocorre nos EUA, mas, em proporções menores. Neste país, o grau de desenvolvimento do sistema financeiro fornece amplo leque de estruturas de financiamentos para F&As. O diferencial da taxa de juros, pagas pelas empresas nacionais e estrangeiras tem um papel chave na avaliação dos ativos a serem comprados pelas estrangeiras;
- **valorização da taxa de câmbio a partir de 1994:** com o câmbio valorizado, a candidata à aquisição recebe um valor em dólares, superior ao que receberia com o câmbio desvalorizado. Caso não haja expectativa de desvalorização cambial, pode haver vantagens para a adquirente estrangeira, já que apesar dos ativos nacionais estarem mais caros, os fluxos de retorno futuros também estão elevados em moeda estrangeira.

### 2.3.3 Explicação Para a Ocorrência de Ondas de F&As

O final do século XX foi marcado por grandes transformações. Os avanços tecnológicos ocorridos na área da informática e de transportes possibilitaram a intensificação do fluxo de pessoas, capitais, bens e serviços, associadas à formação de blocos econômicos e comerciais, resultando na progressiva abertura das fronteiras das economias nacionais, resultando na formação de uma sociedade mundial cada vez mais integrada, porém, suscetível à propagação de instabilidades do sistema econômico-financeiro internacional (STIGLITZ e GREENWALD, 2004).

Camargos e Barbosa (2009), afirmam que tal cenário fez com que as fusões e aquisições se destacassem, por serem vistas, em muitas situações, como uma estratégia viável às condições

econômicas vigentes, no ambiente econômico e internacional, além de servirem, como instrumento, para que as empresas pudessem se expandir rapidamente, entrar em novos mercados, obter maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outros.

De acordo com Weston, Siu e Johnson (2001), o aumento da quantidade de F&As ocorre normalmente em momentos de expansão econômica, quando empresas, procuram por novos investimentos, melhoram processos produtivos, implantam inovações tecnológicas e buscam maior eficiência na alocação de recursos. Para Scherer e Ross (1990), esses movimentos desempenharam um papel relevante em âmbito mundial na concentração de capitais, reestruturação patrimonial e consolidação de setores econômicos.

Weston, Chung e Hoag (1990), afirmam que os grandes movimentos de fusões e aquisições ocorrem quando a economia apresenta altas taxas de crescimento ou se encontra em processo de desenvolvimento do ambiente de negócios particular. Para eles, neste contexto de crescimento econômico acelerado, tais estratégias podem ser mais eficientes que o crescimento orgânico – interno, em termos de uso e realocação de recursos. Não obstante, em períodos de baixa atividade econômica, as empresas estariam pouco dispostas a realizarem investimentos relevantes. Na mesma linha, Stearns e Allan (1996), asseveram que as ondas de fusões e aquisições são originadas a partir de mudanças políticas e econômicas, sendo que estas devem ocorrer simultaneamente. Conforme Gaughan (2011), as ondas de fusões tendem a ser causadas combinações de choques econômicos, regulatórios e tecnológicos.

- **choque econômico:** vem na forma de uma expansão que motiva as empresas a se expandirem com vistas a atender uma crescente demanda agregada na economia. Sendo as F&As a forma mais rápida de expansão, em detrimento ao crescimento interno orgânico;

- **choques de regulamentação:** podem ocorrer mediante a eliminação de barreiras regulatórias que visam impedir as combinações corporativas;

- **choques tecnológicos:** podem vir de várias formas, sendo que alterações tecnológicas podem trazer mudanças dramáticas em indústrias existentes, ou até mesmo, gerar a criação de novas.

Harford (2005) apresenta duas teorias que tentam explicar o surgimento de ondas de F&As.

- **teoria neoclássica:** considera que uma onda de fusões e aquisições em determinada indústria é a reação coletiva do mercado, na tentativa de reorganizar os ativos disponíveis após algum tipo de choque econômico, tecnológico ou regulatório;

- **teoria comportamental:** argumenta que uma parcela significativa das F&As é impulsionada pelo valor das ações. Em momentos em que o mercado erra na avaliação do valor de determinada empresa, gestores racionais percebem o desvio no preço das ações e praticam F&As como uma forma de arbitragem.

Para Cano (2002), as ondas de F&As estão relacionadas ao fato de as empresas, a cada período, acumularem capital a ritmo superior à sua capacidade de investimento no próprio mercado, devido ao baixo ritmo do mesmo, elevados ganhos de produtividade, ou ainda, acirramento da concorrência capitalista. Na verdade, são diferentes manifestações de um processo concorrencial, marcado por inovações, ganhos de produtividade e acirramento da competição, levando a pressões pela eliminação de concorrentes ou abertura de novos mercados.

Bonelli (2000) explica que na América Latina, dois fatores podem ser apontados para explicar a onda de F&As nos países: **i)** o movimento efetuado por conglomerados com negócios em distintos setores que, por motivos estratégicos, procuram alternativas para se livrar dos negócios acessórios, concentrando-se nos principais, que seria o *core business*. **ii)** a necessidade de obter sinergias pela aquisição de empreendimentos situados no setor de atuação principal.

## 2.4 Fatores Determinantes da Ocorrência de F&As

Conforme Berle Jr. e Means (1932) e Camargos e Barbosa (2008), a fundamentação dos motivos para os processos de F&As decorre da origem, crescimento e evolução da firma e da atividade empresarial. Alcade e Espitia (2003) relatam que a literatura no campo da economia contém uma quantidade significativa de teorias a respeito dos motivos por trás de F&As.

O teste dessas hipóteses em um nível agregado é, não obstante, um processo complexo, dado que nem todas as aquisições necessariamente respondem à mesma motivação e, de fato, diversas motivações podem estar presentes simultaneamente em uma única transação. As fusões e aquisições podem ser vistas como um ato de decisão dos gestores, tais decisões são influenciadas por motivações, que se originam das próprias características da gestão, da reação destes, as forças externas ou de uma combinação desses dois fatores (MÁLAGA, 2007).

Firth (1980) discorre sobre duas correntes teóricas empresariais, que têm evoluído na literatura acadêmica. Tais teorias podem ser utilizadas para explicar o motivo pelos quais as empresas se envolvem em F&As.

- **teoria da maximização dos lucros da firma:** forças do mercado são motivações para que os gestores tomem decisões que maximizem o valor das firmas e a riqueza dos acionistas. As firmas irão optar pelo engajamento em processos de F&As, se estes resultarem no aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, advindos de aumentos na rentabilidade, seja, pela criação do poder de monopólio, sinergias, seja pela substituição de gestores ineficientes nas firmas adquiridas;

- **teoria da maximização da utilidade gerencial:** os gestores irão priorizar suas utilidades pessoais, para só então satisfazer a necessidade de geração de riqueza imposta a seus acionistas. Além de obter um nível satisfatório de lucros, os administradores tentarão maximizar sua utilidade gerencial, buscando mecanismos que reduzam o risco, de perderem seus empregos, aumento dos seus salários e de poder e satisfação no trabalho. Tais objetivos poderão ser obtidos por meio do aumento do tamanho da firma, sendo as F&As uma forma rápida de consegui-los.

#### **2.4.1 Criação de Valor**

Nos últimos anos, a grande preocupação das empresas, é estabelecer estratégias que levem, a um aumento de seu valor no mercado e, mais especificamente, da riqueza de seus proprietários. A cada dia, os administradores estão mais conscientes de que o objetivo de maximização de valor é o único que pode garantir em longo prazo, a continuidade de uma empresa. É preciso ter consciência de que os recursos financeiros não se originam

internamente na empresa, são oriundos de mercado de capitais e carregam consigo uma expectativa mínima de retorno, denominado custo de oportunidade (ASSAF NETO, 2003).

A lógica subjacente para que haja uma decisão de uma empresa engajar-se em F&As, geralmente é a potencial criação, ou manutenção da riqueza dos acionistas, mediante a valorização das ações no mercado (CAMARGOS e BARBOSA, 2005). A criação de valor para os acionistas em processos de F&As é um tema recorrente, ainda permeado por embates de pesquisadores que defendem ou encontram evidências empíricas de suas existências, contra aqueles que contestam. É um tema que envolve questões críticas, como a de porque e como ocorre a criação de valor, além de dificuldades envolvidas com a mensuração do valor agregado, resultante das combinações. (SETH, 1990; CAMARGOS e BARBOSA, 2005).

De acordo com Bender e Ward (2005), as principais razões para a realização de F&As fundamentam-se na busca pela capacidade de criação de valor, o que é dificilmente obtido por meio do crescimento orgânico no mesmo prazo. Rappaport (2001, p. 161), “ressalta que estratégias de consolidação e diversificação, como qualquer outro investimento, baseiam-se fundamentalmente no mesmo objetivo: criação de valor para o acionista”.

Jensen e Ruback (1983) salientam que o valor criado por meio de uma aquisição, terá um efeito positivo no desempenho integral de uma firma, visto que a obtenção de sinergias se traduzirá em melhoria de custos e receitas claramente refletidas nas demonstrações financeiras, o que resultará em movimentos positivos nos preços das ações, e consequentemente, retorno ao acionista.

A criação de valor ao acionista mediante a realização de F&As ainda é um tema controverso na literatura. Alguns estudos encontram associações positivas entre estes eventos e o desempenho de companhias que os realizam, outros observam uma deterioração dos resultados da adquirente e há ainda estudos que não conseguem encontrar nenhuma relação (KING *et al.* 2004). Kloeckner (1994) abordando a hipótese de maximização da riqueza alega que em um processo de fusão, tanto os diretores da empresa compradora quanto os da empresa alvo, possui um objetivo em comum: maximizar o valor das organizações para as quais trabalham.

### 2.4.2 Obtenção de Sinergias

Weston e Brigham (2000) definem sinergia como a condição pela qual o todo é maior do que a soma de suas partes. Em uma fusão sinérgica, o valor pós-fusão supera a soma dos valores pré-fusão das empresas separadas.

Conforme Gaughan (2011), o termo sinergia é frequentemente associado com as ciências físicas, refere-se às reações ocorridas quando duas substâncias ou fatores são combinados, no intuito de produzir um efeito maior do que quando realizados de forma independente. Para o autor, em se tratando de fusões, este fenômeno se traduz na capacidade de uma combinação corporativa, resultar em maior rentabilidade do que as partes individuais das empresas combinadas. Para ele o fator sinergia pode ser expresso como  $2 + 2 = 5$ .

Vários são motivos, pelos quais as empresas se envolvam em F&As. Um dos mais comuns é a busca pela expansão. A aquisição de uma empresa em uma mesma linha de negócios ou áreas geográficas pode se mostrar mais rápida e favorável, quando comparada com a expansão interna. Os processos de aquisições podem fornecer certos benefícios sinérgicos para a empresa adquirente, tal fato ocorre em virtude do complemento entre duas linhas de negócios. Na busca pela expansão, as empresas envolvidas em F&As, citam como potenciais ganhos, a obtenção de sinergias. Esta sinergia ocorre quando a soma das partes é mais produtiva e valiosa do que os componentes individuais (GAUGHAN, 2011).

Para Brito, Batistella e Famá (2005), o aumento da riqueza em fusões é alcançado quando o valor da empresa combinada supera o somatório de seus valores individuais. Neste caso as sinergias representam o incremento no fluxo de caixa esperado das empresas, proporcionado pela fusão. Os autores salientam que mensurar os benefícios advindos de uma fusão é um procedimento mais difícil e impreciso do que os projetos convencionais de investimentos, visto que, existe um caráter sigiloso de grande parte das operações e envolvem aspectos estratégicos das empresas; e em segundo, os resultados dependem do sucesso da integração das companhias pós-fusão, o que pode demorar vários anos e sofrer influências de outros fatores internos e externos.

Na mesma direção Depamphilis (2014), destaca que uma das motivações para a realização de F&As são as potenciais sinergias. O autor as classifica de duas formas: sinergias operacionais e sinergias financeiras.

- **sinergia operacional:** consiste em ambas as economias, tanto de escala quanto de escopo. Podem ser importantes determinantes para a criação de valor ao acionista. A *economia de escala* refere-se à redução dos custos médios totais, em uma empresa, que produz um único produto em determinada escala, este evento ocorre devido a declínio nos custos fixos unitários, à medida que, o volume de produção aumenta. Já a *economia de escopo*, refere-se à redução nos custos médios totais para uma empresa que produz dois ou mais produtos. A economia de escopo pode refletir um declínio tanto nos custos fixos, quanto nos variáveis;

- **sinergia financeira:** refere-se à redução no custo de capital do adquirente, devido a realização de uma fusão ou aquisição (DEPAMPHILIS, 2014). Para Camargos e Barbosa (2010) este benefício é criado mediante economia financeira, resultado de uma melhor estrutura de capital que permite maior capacidade de alavancagem com um menor custo de endividamento.

### 2.4.3 Benefícios Tributários

Ao longo da ocorrência da onda de fusões dos anos 80, não houve falta de explicação para o aumento desta atividade no mercado de controle corporativo. Algumas delas enfatizaram o papel das F&As para alocação de recursos na sociedade. Dentre as explicações possíveis, encontra-se o motivo fiscal, denominado também de ganhos tributários. Na medida em que os acionistas colhem ganhos excepcionais via redução de impostos, o tesouro pode estar subsidiando atividades de aquisições involuntariamente, que devem ser pagas por outras pessoas no sistema fiscal (AUERBACH e REISHUS 1987).

Os autores salientam que as empresas combinadas podem facilitar um comportamento eficiente de sua parte, reduzindo seus impostos. Por exemplo, acabando com <sup>2</sup>prejuízos fiscais, tais empresas podem aumentar seus incentivos ao investimento, principalmente

---

<sup>2</sup> **Prejuízo Fiscal:** É aquele apurado na Demonstração do Lucro Real e registrado no Lalur (que parte do lucro líquido contábil do período mais adições menos exclusões e compensações). O qual é compensável para fins da legislação do imposto de renda (Decreto 3000 de 1999, art. 511).

quando da possibilidade de deduções imediatas de créditos fiscais oriundos de tais investimentos. Outro exemplo é que empresas que incorrem em prejuízos fiscais é regularmente alvo de F&As, sendo que muitas podem estar sendo encorajadas a assumir riscos que resultam em tais perdas (AUERBACH e REISHUS 1987).

O imposto de renda norte americano, a nível individual e empresarial impõe um conjunto extremamente complicado nas provisões para F&As, tal sistema, certamente não é neutro nesta área. Os resultados preliminares do trabalho de Auerbach e Reishus (1987) evidenciam que muitas F&As proporcionam uma oportunidade para as que empresas e seus acionistas recebam benefícios fiscais. Em uma minoria dos casos, esses benefícios são significativos, quando comparados com o valor da empresa adquirida, mesmo nos casos em que tais benefícios sejam significativos, não há fortes evidências de que eles foram fatores determinantes nas aquisições (AUERBACH e REISHUS 1987).

Para Kloeckner (1994, p. 48) “créditos de imposto de renda relativos a prejuízos acumulados podem constituir incentivo às fusões, na medida em que uma das empresas for lucrativa. Após a fusão, as obrigações com a Receita Federal de uma das empresas poderão ser compensadas com os créditos da outra”. Uma das fontes de sinergia nos processos de F&As pode ser advinda de economias fiscais, mediante a utilização de isenções e compensações autorizadas pela lei, como é o caso do uso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais, além do planejamento tributário ou da eliminação de bitributação (LEMES JR., RIGO e CHEROBIM, 2010).

Conforme Ross *et al.* (2015) os ganhos fiscais podem ser um poderoso incentivo para a realização de algumas aquisições. Estes podem ser advindos de:

- **utilização de prejuízos fiscais e de prejuízos operacionais líquidos:** trata-se de perdas operacionais líquidas e prejuízos fiscais que a empresa não pode aproveitar;
- **capacidade de endividamento não utilizada:** a proporção ideal de endividamento decorre do equilíbrio entre o benefício fiscal do uso de dívidas e os custos relacionados ao uso de dívidas. Quando as empresas realizam F&As, é possível que o custo do desconforto financeiro seja menor para as empresas combinadas, do que a soma desses valores para firmas separadas;

- **utilização de fundos excedentes:** uma empresa com fluxo de caixa livre poderá distribuí-los na forma de dividendos, compra das próprias ações ou aquisições de outras empresas.

Ressalta-se que os ganhos fiscais apresentados por Ross *et al.* (2015) não podem ser generalizados, visto que cada país possui uma legislação específica para o tratamento das questões tributárias.

No Brasil, as operações envolvendo F&As são consideradas uma forma das empresas promoverem o planejamento tributário, reduzindo assim, seus custos. Fabretti (2015) define planejamento tributário como um estudo realizado preventivamente, ou seja, antes da realização do fato administrativo, pesquisando-se seus efeitos jurídicos e econômicos, e escolhendo alternativas legais, que sejam menos onerosas. Para Andrade Filho (2005), planejamento tributário ou “elisão fiscal” envolve a escolha, entre alternativas igualmente válidas, de situações fáticas ou jurídicas que visem reduzir ou eliminar ônus tributários, sempre que isto for possível nos limites da ordem jurídica.

Santos (2008) preceitua que em um mundo altamente capitalista, em que as oportunidades surgem e vão embora em segundos, os empresários estão a todo tempo buscando inovações e novos horizontes em prol do crescimento de seus negócios. Algumas grandes empresas têm se unificado, para alavancar seus domínios no mercado. Para Teixeira e Curi (2014, p. 158), “não causa estranheza que, em um mercado concorrido como o brasileiro, às empresas busquem uma nas outras a solução para seus percalços. E, nesse aspecto, além de se unirem para continuar no mercado, realizam economias nos tributos”.

Se existem empresas lucrativas e outras que geram prejuízos, a incorporação da deficitária pela lucrativa pode ser uma boa medida de planejamento tributário (ANDRADE FILHO, 2005, p. 240). Este não é o único meio de conduzir ao objetivo de pagar menos impostos e diminuir os custos, mas é uma opção viável. O mesmo se aplica à cisão, porquanto pode reduzir a carga tributária do Imposto sobre Produtos Industrializados – IPI e Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços – ICMS, sendo incontestáveis os benefícios advindos delas (TEIXEIRA e CURI, 2014).

A pessoa jurídica sucessora por incorporação, fusão ou cisão não poderá compensar prejuízos fiscais da sucedida. No caso de cisão parcial, a pessoa jurídica cindida

poderá compensar os seus próprios prejuízos, proporcionalmente a parcela remanescente do patrimônio líquido (DECRETO-LEI nº 2.341/87, art. 33).

Para Silva *et al.* (2004), não é permitida a compensação de prejuízos em nenhuma das três operações. Porém, tal fato ocorre apenas em relação à empresa sucedida, não constando nenhum impedimento desse procedimento em relação à sucessora. Assim, nas operações de incorporação e cisão é possível a compensação de prejuízos fiscais da empresa sucessora. Já no caso de fusão, haverá sempre a dissolução das sociedades existentes, criando-se uma nova, não havendo nunca, prejuízos fiscais passíveis de compensação, o que inibe a operação em termos destes benefícios tributários.

Embora a elisão fiscal constitua um benefício significativo, que vem ao encontro dos anseios advindos da grandiosa carga tributária existente, insta registrar que não se deve usá-la a qualquer modo e de maneira desenfreada, pois ela demanda que os envolvidos tenham evidente conhecimento acerca de sua utilização. Destaca-se que as propostas de operações de fusão, aquisição ou cisão devem ser acompanhadas das razões econômicas que as justificam e com os benefícios da transformação para os sócios e para as empresas (TEIXEIRA e CURI, 2014).

#### **2.4.4 Alavancagem Empresarial**

Conforme Weston e Brigham (2000), alavancagem é o uso de ativos operacionais ou recursos financeiros com custo fixo, a fim de aumentar os retornos dos proprietários da empresa. Lemes Jr., Rigo e Cherobim (2002), destacam que uma das fontes de sinergias nos processos de F&As está relacionada à potencial economia financeira, tal fato advém da possibilidade de obtenção de uma melhor estrutura de capital, maior capacidade de alavancagem com menores custos de endividamento. Vidotto *et al.* (2012), destacam que as organizações estão utilizando estratégias de F&As como instrumento de alavancagem e melhoria na gestão de seus negócios, propiciando à organização adquirente maior crescimento e participação no mercado.

Malmendier e Tate (2008) discorrem sobre a existência de uma forte relação positiva entre a autoconfiança e a probabilidade de se conduzir uma aquisição em empresas com abundância de recursos próprios e com capacidade disponível de alavancagem. A hipótese testada foi de que CEOs com abundantes recursos internos, ou seja, grandes reservas de caixa e baixa alavancagem, e aqueles mais confiantes, são mais propensos a realizar aquisições.

Junqueira *et al.* (2010), afirmam que o volume de endividamento e o nível de investimentos de uma empresa apresentam uma relação inversa, ou seja, quanto maior a alavancagem, menor a probabilidade de uma empresa investir. Lang, Ofek e Stulz (1996), afirmam que isto decorre do fato de que companhias com boas oportunidades de investimentos optam, geralmente por utilizar menor volume de capital de terceiros, visto que, um alto índice de endividamento tende a reduzir seu nível de investimento. Os resultados de Junqueira *et al.* (2010) foram contrários ao afirmado, demonstrando que o endividamento exerce influência positiva sobre os investimentos.

Para Donaldson (2000), a propensão ao risco entre gestores e acionistas tem poder em influenciar as decisões de financiamentos, sendo que os gestores preferem financiar os investimentos de suas empresas através de lucros retidos, ao invés de emissões de dívidas ou de novas ações. Essa aversão das empresas ao mercado de capitais decorreria do princípio de sobrevivência dos gestores, que trataria a capacidade de endividamento de suas empresas como uma reserva bancária disponível para épocas de dificuldades financeiras. A alavancagem, mesmo que benéfica aos acionistas sob a ótica de um mercado imperfeito seria algo evitado pelos gestores, já que consumiria a capacidade de endividamento da empresa.

Conforme Jensen (1986), a existência de dívidas e a ausência de folga financeira reduzem o montante de recursos disponíveis para dispêndio dos administradores e, conseqüentemente, para financiar o crescimento. Aqueles administradores com poder de alavancagem não utilizado, são mais propensos, a se envolver em fusões e aquisições de baixo benefício ou destruidoras de valor.

#### **2.4.5 Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações**

Em finanças empresariais, o objetivo de qualquer empresa é a maximização do valor para seu acionista. Quando da obtenção dos resultados (lucros) desejados, estes podem ser direcionados da seguinte forma: i) distribuir os resultados gerados para os acionistas, ii) incorporar os lucros do negócio reinvestindo-os (por meio de desenvolvimento de novos projetos, redução de dívidas ou recompra de ações), iii) fazer ambas as coisas (FARINHA e SORO, 2012).

As recompras de ações servem como uma forma alternativa de distribuir recursos aos acionistas ao invés de dividendos. A maioria dos estudos concorda que as recompras de ações ocorrem em sincronia com os ciclos econômicos, enquanto que os dividendos aumentam regularmente com o tempo (LEAL e SAITO, 2003, p. 9).

De acordo com Jagannathan, Sthephens e Weisbach (2000, p. 1), “os dividendos são pagos por empresas com fluxo de caixa operacionais permanentes mais elevados ao passo que as recompras de ações são usadas por empresas com fluxos de caixa não operacionais temporários mais elevados”. Kloeckner (1994, p. 48), “afirma que a realização de F&As como uma alternativa a dividendos e recompra de ações foi apresentado por Breton (1980)” e está baseado nas seguintes premissas:

- o valor da empresa é independente do seu dividendo (MILLER e MODIGLIANI, 1961);
- os investidores não pretendem utilizar os dividendos para consumo imediato;
- os dividendos recebidos serão reinvestidos na empresa ou em outra dentro da mesma faixa de risco.

Conforme Jensen (1986), a existência de fluxos de caixas livres nas empresas resulta na criação de conflitos de agência. Isso ocorre devido ao aumento da autonomia gerencial, de forma que os gestores estejam propensos a tomarem decisões que expropriam os acionistas em prol de benefícios próprios. “Se as possibilidades de investimentos dentro de uma determinada empresa forem restritas, seus executivos poderão procurar oportunidades de investimentos externas à empresa na forma de F&As” (KLOECKNER, 1994, p. 49). Esta alternativa é presente em empresas com fluxo de caixa livre (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

#### **2.4.6 Efeitos Anticompetitivos e Poder de Monopólio**

Na perspectiva da teoria da firma, tratada pelos economistas clássicos e neoclássicos, é válida somente as F&As do tipo horizontal e em conglomerado, nas quais se busca alcançar a maximização da riqueza dos acionistas, mediante o aumento do poder de mercado e monopólio. Tal motivação é advinda de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da consequente redução da competição (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

Autoridades antitrustes em todo o mundo estão preocupadas, com os efeitos dos preços após a realização destas operações. Quando existe a combinação de duas ou mais empresas que operam no mesmo mercado, existe a tendência de concentração, o que pode gerar aumentos indesejáveis de preços e, consequentes danos aos consumidores (DARGAUD e REGGIANI, 2015).

Concentrações horizontais podem conceder a uma empresa, maior fatia no mercado, ou até mesmo a eliminação de um concorrente, o que pode resultar na capacidade de aumento de preços sem a preocupação com as reações rivais. Além da criação de um poder de mercado, esta espécie de concentração, pode ser utilizada no intuito de proteger o domínio de uma empresa. No caso de uma empresa dominante ser ameaçada, pela entrada de um rival, duas estratégias podem ser adotadas: i) investir no desenvolvimento de um novo produto ii) adquirir a empresa. A melhor opção seria a segunda, visto que a primeira estratégia acarretaria em elevados custos e maior tempo despendido. O ato de aquisição seria mais barato e poderia proporcionar benefícios à adquirente, em longo prazo (LIPCZYNSKI e WILSON, 2004).

Bhattacharyya e Nain (2011) explicam que existe um longo debate em economia e na literatura de finanças acerca dos motivos para as concentrações horizontais. Os gerentes comprometidos com estas operações geralmente mencionam melhorias previstas na eficiência produtiva, sendo que as sinergias são a lógica fundamental por trás desses movimentos. Por outro lado, as autoridades, muitas vezes expressam preocupações, no sentido de que, as concentrações horizontais podem aumentar o poder de mercado vis-à-vis.

Para Ross *et al.* (2015), as empresas podem se envolver em processos de F&As visando a redução da concorrência no mercado no qual atua. Se o conseguir, poderá praticar maiores preços, e obter lucros advindos de monopólio. Os autores ressaltam que as fusões que reduzem a concorrência, não são benéficas à sociedade e podem ser questionados por órgãos reguladores de política antitruste. Evidências empíricas de Stillman (1983) não indicam que o aumento de poder de mercado seja um motivo importante da ocorrência de F&As.

#### **2.4.7 Orgulho Gerencial Excessivo – *Hubris Hypothesis***

A decisão em prosseguir com uma aquisição estaria relacionada ao orgulho dos gestores, também denominado *hubris*, que prosseguirão com operações de F&As, mesmo tendo

evidências suficientes de que os retornos anormais seriam difíceis de serem alcançados (ROLL, 1986).

Para Nardi (2012), considerando a teoria *hubris*, os gestores das empresas adquirentes, podem efetuar a aquisição de uma nova empresa, com base em uma avaliação equivocada. Este erro de avaliação poderá ocorrer em relação ao real valor da empresa alvo, em relação ao potencial de criação de valor e possíveis fontes de sinergias. As consequências de sobre avaliação de uma empresa alvo, poderá causar a destruição de valor para os acionistas das empresas adquirentes.

Firmas adquirentes tendem a pagar mais para as firmas alvo, quando eles superestimam a obtenção de sinergias, em virtude do excesso de otimismo dos gestores (DEPAMPHILIS, 2014). Em finanças, o termo *hubris* é utilizado no intuito de definir a arrogância gerencial do administrador da firma adquirente, que por crença pessoal, é levado a uma sobrevalorização da empresa alvo (LOPES, 2013).

A maximização de valor nem sempre é o principal objetivo dos gestores, eles podem orientar decisões de F&As baseados em suas percepções ou desejos pessoais, em relação ao tipo de empresa que querem lidar. Por exemplo, caso realizem a gestão de um negócio com baixo potencial de crescimento, podem direcionar F&As no sentido de adquirir negócios com alto crescimento, mudando a dinâmica da empresa resultante da união. Muitas aquisições parecem ter sido realizadas com esse objetivo, mesmo em situações em que os gestores não pareciam ter grande experiência ou habilidade em relação à gestão do negócio adquirido (SHLEIFER e VISHNY, 1988 e NARDI, 2012).

Bruner (2004) e Málaga (2007) enfatizam que a psicologia gerencial apresenta uma das explicações para a realização de aquisições. Para Roll (1986), os psicólogos estão constantemente bombardeando os economistas, com evidências empíricas de que os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais diante de incertezas. Para os psicólogos, os economistas têm uma reputação de arrogância, principalmente porque esta evidência é ignorada. Conforme Bruner (2004) e Málaga (2007) apenas uma crença ou um comportamento irracional por parte do gestor, poderia justificar a insistência em prosseguir com uma atividade que outros falharam.

Para Roll (1986), se a teoria do orgulho é capaz de explicar as aquisições, os seguintes eventos deveriam ser observados no momento do anúncio das aquisições:

- o preço das ações da empresa adquirente deveria cair assim que o mercado tomasse conhecimento sobre o evento. Isto ocorreria já que a aquisição não serviria aos interesses da empresa adquirente e não representaria uma alocação eficiente de suas respectivas riquezas;
- o preço das ações da empresa adquirida deveria aumentar com o anúncio da aquisição, já que a empresa adquirente estaria pagando um prêmio sobre o valor justo dessas ações;
- o efeito combinado decorrente do aumento do valor da ação da empresa adquirida e da queda do valor da ação da empresa adquirente deveria ser negativo. O efeito resultante seria negativo devido aos custos incorridos para se materializar a transação.

#### **2.4.8 Custo de Reposição e Valor de Mercado**

É uma situação que surge quando os custos de reposição dos ativos de uma firma são maiores que o seu valor de mercado, ou seja, quando a razão  $q$  de Tobin, obtida pelo valor de mercado da firma, dividido pelo custo de reposição dos seus ativos, é menor do que a unidade ( $q$  de Tobin  $< 1$ ). As firmas com esta razão poderão vir a ser alvo de propostas de aquisição (KLOECKNER, 1994).

O  $q$  é definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos. Representa a razão entre dois valores atribuídos ao mesmo conjunto de ativos (REINHART, 1977); (FAMÁ e BARROS, 2000). Para Lindenberg e Ross (1981) e Famá e Barros (2000), se  $q > 1$ , na margem, as empresas terão incentivos para investir, uma vez que o valor do novo capital investido excederá o seu custo. Em contrapartida, quando  $q < 1$ , a firma não terá qualquer incentivo para aplicar em novos projetos.

Famá e Barros (2000) afirmam que a importância do  $q$ , como determinante de novos investimentos para uma firma ou setor da economia, só faz sentido, quando se considera o seu valor marginal, podendo ser interpretado, como um importante indicador de oportunidade

para novos e rentáveis investimentos. Hayshi (1982) ensina que o  $q$  marginal é a razão entre o valor de mercado de uma unidade adicional de capital e seu custo de reposição.

Em um trabalho realizado por Lang, Stulz e Walkling (1989) os autores utilizaram o  $q$  de Tobin como uma medida de *performance* da firma, sendo a variável interpretada como uma função crescente da qualidade dos projetos empresariais, sob o comando da administração atual. Sendo que o desempenho da administração foi o principal determinante do valor  $q$ . Os resultados apontam que os maiores ganhos advindos de *takeovers* estão relacionados a compradores com alto  $q$  e alvos com baixo  $q$ . Para Famá e Barros (2000, p. 31) “estas constatações são consistentes com a hipótese de que o mercado avalia positivamente operações nas quais as firmas bem administradas ( $q$  alto) adquirem firmas mal administradas ( $q$  baixo).

Andrade e Stafford (2004) encontraram evidências sobre a existência de um importante componente “expansionário” das fusões, ou seja, firmas classificadas como alto  $q$  são significativamente mais propensas a assumir projetos de fusões e investimentos não relacionados a elas do que empresas de baixo  $q$ . Conforme previsto pela Teoria  $q$  do Investimento. Constatou-se, ainda, a existência de uma relação altamente positiva entre o crescimento das vendas e fusões / investimentos não relacionados a elas, o que indica que estas tendem a responder de maneira similar aos incentivos de crescimento no nível das empresas.

#### **2.4.9 Tamanho da Empresa**

Embora não exista uma teoria consolidada sobre o tamanho da empresa adquirente em processos de F&As, algumas pesquisas abordam esta questão. De acordo com Higson e Elliott (1998), o tamanho da empresa é um importante discriminador entre empresas adquirentes e alvos. No entanto, a importância do tamanho para determinar a probabilidade de aquisição pode ser atribuída ao fato de que ele serve como aproximador para a baixa suscetibilidade das empresas de grande porte em ter seu controle tomado.

Gorton, Kahl e Rosen (2009) propõem que a empresa adquirente é normalmente maior, quando comparada com a adquirida, raramente haverá a aquisição de empresas rivais, maiores. Isto ocorre em virtude da dificuldade de financiamentos, sendo mais difícil o

levantamento de fundos através da emissão de dívidas, para a aquisição de uma empresa maior. Optar pelo endividamento não seria o ideal, visto que este pode trazer dificuldades financeiras e consequentemente, maiores chances dos gerentes perderem seus empregos.

Ismail e Krause (2010) corroboram com o argumento, afirmando que o tamanho será relevante na determinação de F&As, sendo que os gastos financeiros necessários à operação são considerados, de forma que empresas de maior porte tendem a ter maior facilidade de acesso a recursos.

De acordo com Cano (2002), um dos fatores que influencia as operações de F&As é o desenvolvimento do sistema financeiro. No Brasil, quase sempre é a empresa maior que adquire a menor. Este fenômeno também é visualizado nos EUA, porém em menores proporções. O sistema financeiro americano fornece condições para que uma empresa compre outra com capital, por exemplo, dez vezes maior que o seu. No Brasil, predomina a aquisição de pequenas e médias empresas, por grandes.

Uma corrida para aumentar o tamanho da empresa pode acontecer, com intuito de defesa ou manutenção de posicionamento. F&As como estratégias defensivas ocorrem em virtude da necessidade dos gestores se manterem no controle corporativo, desta forma, existe uma preferência em adquirir em detrimento de ser adquirido. Outro fator seria a possibilidade a manutenção de benefícios próprios. Alternativamente, empresas podem optar pelo envolvimento em F&As para se tornarem maiores e, portanto, se posicionarem como alvos mais atraentes. (GORTON, KAHL e ROSEN, 2009).

Santos (2013) afirma que o empresas maiores são mais propensas a realizarem F&As, a autora encontrou uma relação positiva e significativa para a variável tamanho. Para Alcade e Espitia (2003), quanto maior a empresa alvo, maiores serão: i) os recursos financeiros necessários; ii) os custos relacionados à integração da firma adquirida à estrutura da adquirente e ii) as dificuldades, quando existentes, de superar a oposição por parte da alta gestão da empresa que recebe a oferta de aquisição.

Sendo assim, espera-se que uma influência negativa seja exercida pelo tamanho, sobre a probabilidade da companhia se tornar alvo de uma tomada de controle. Os resultados indicam que o porte das organizações constitui um coeficiente estatisticamente relevante, sendo que,

quanto maior o tamanho de uma empresa, menor a probabilidade de receber uma oferta de aquisição. Outra constatação foi que as empresas-alvo apresentam um porte significativamente menor do que seus pares, na categoria, não alvo. Uma observação consistente com esta hipótese, é que, a dificuldade de implantação de uma aquisição aumenta conforme o tamanho da organização-alvo (ALCADE e ESPITIA, 2003).

#### **2.4.10 Controle Familiar**

As empresas familiares são conhecidas como aquelas de propriedade detida e gestão exercida por pelo menos um membro da família empresária. A definição destas empresas é um debate inconclusivo no meio acadêmico (ROCHA, 2012). Conforme Werner (2004) esta não tem sido uma tarefa fácil para autores e estudiosos do tema, isso decorre principalmente da diversidade no universo empresarial. De acordo com Sharma (2004) a existência dessas definições poderá ajudar na construção de um corpo cumulativo de conhecimento sobre o tema.

Para Astrachan (2010) pouco se sabe sobre as estratégias de crescimento das empresas familiares, visto que estas são estereotipadas por seu planejamento conservador e crescimento orgânico, o que poderia de certa forma, limitar seu crescimento em comparação com as empresas não familiares. Alguns questionamentos foram colocados por este autor, tais como: quais os efeitos da propriedade familiar sobre a estratégia de crescimento das empresas? A concentração da propriedade nas mãos da família afeta a estratégia de crescimento?

Rocha (2012) relata que as empresas familiares são 28,3% menos propensas a se envolverem em estratégias de crescimento inorgânico, ou seja, realização de F&As. Para ele, as empresas familiares são conhecidas por não perseguirem apenas objetivos financeiros, e seus acionistas são mais beneficiados pelos incentivos privados do controle, do que os acionistas de empresas não familiares.

Shim e Okamuro (2011) asseveram que empresas familiares constituem um tipo dominante entre as empresas cotadas em todo o mundo. Suas decisões de concentração estão relacionadas às estratégias de crescimento. Para eles, os gerentes das empresas familiares podem relutar no desenvolvimento de estratégias de F&As, por medo de perder o controle sobre a empresa, devido à diminuição da propriedade, em contrapartida, os gestores das

empresas não familiares que não possuem, ou possuem uma parte pouco significativa da propriedade, não enfrentam este problema.

A análise de Shim e Okamuro (2011) foi realizada no período de 1955 a 1973, caracterizado pelo elevado crescimento econômico do Japão, os autores concluíram que empresas familiares são menos propensas a realizarem fusões do que as empresas não familiares.

#### **2.4.11 Controle Capital Misto**

As sociedades de economia mista é uma entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por Lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de Sociedade Anônima, cujas ações com direito a voto pertencem em sua maioria a União ou a entidade da Administração Indireta. A Sociedade de Economia Mista deve adotar, obrigatoriamente, a forma de Sociedade Anônima, portanto, sujeita-se as regras da Lei das S/As, que disciplina o assunto em seus artigos 235 a 240. De forma geral, são aquelas em que alguma esfera de governo (união ou estado, basicamente) detém o controle da empresa. Esta modalidade societária, somente poderá participar de outras sociedades, quando autorizada por Lei no exercício de opção legal para aplicar Imposto sobre a Renda ou investimentos para o desenvolvimento regional ou setorial (TAX CONTABILIDADE, 2015).

Para participar de outras sociedades, é necessário que a lei de autorização da constituição da sociedade de economia mista, ou mesmo lei especial depois de constituída a companhia, traga permissão especial, a fim de evitar que as sociedades de economia mista estendam sua atuação por muitas outras. O artigo 2º, § 3º da Lei nº 6.404/76, ao traçar regras sobre o objeto social já declara que a companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades, constando essa faculdade no estatuto social. O objeto das sociedades de economia mista é, primordialmente, traçado pelas leis que autorizam a sua constituição e necessário se faz que essa mesma lei autorize a participação das companhias de economia mista em outras sociedades (MIRANDA, 2011).

Em um estudo realizado por Miranda e Martins (2000) os autores relatam a evidente importância das privatizações para os processos de F&As ocorridos no Brasil nos anos 90. O estudo demonstra que, em se tratando de empresas alvos, àquelas que possuem controle misto, são as que menos participam de operações envolvendo F&As. Por se tratar de uma

modalidade societária, cujo Estado é o principal controlador, havendo regras para a participação em outras sociedades, acredita-se que a realização de tais estratégias em empresas de economia mista é mais difícil de serem realizadas, quando comparadas com as empresas de natureza privada.

#### **2.4.12 Segmento de Indústria**

De maneira semelhante ao trabalho de Santos (2013), parte-se da ideia de que o Segmento de Indústria possa influenciar a realização de F&As. O grau de dificuldade de integração das empresas envolvidas no processo de F&A, bem como a intensidade do uso de capital nas atividades varia (de maneira crescente) se a empresa for do setor de serviços, do setor comercial ou do setor industrial.

O estudo sobre F&As publicado pela Deloitte (2015) aponta que projetos de ampliação e modernização de parque fabril, apresentaram um crescimento contínuo, sendo que a média de projetos para ampliação realizada por empresas cresceu de 4,8 (média) em 2012 para 5,60 (média) em 2014. As práticas de modernização, comumente realizadas no setor de máquinas e equipamentos foi a que mais engajou as empresas, com 38% de organizações registrando esse tipo de projeto em 2014, havendo uma tendência crescente nos últimos anos.

O ano de 2015 apresentou que o movimento de F&As para a indústria farmacêutica, as operações de janeiro a dezembro, movimentaram mais de US\$ 300 bilhões. Para ela, a maior parte dessa movimentação foi realizada por empresas que buscam concentrar atuação em algumas áreas e reduzir lacunas de crescimento de receita SHIMAMOTO (2016). Sendo assim, acredita-se que em virtude da necessidade expansão e ampliação em indústrias, e o alto custo envolvendo tecnologia de máquinas e equipamentos, faz com que empresas desse setor, se envolvam em um maior número de F&As.

## 2.5 Evidências Empíricas Recentes na Literatura

Nesta seção é apresentada uma síntese das produções científicas sobre F&As na literatura nacional entre o período 2010 a 2014. O intuito é proporcionar um melhor entendimento sobre o tema, reunindo um conjunto de evidências empíricas.

| <b>Autores / Ano</b>                     | <b>Período</b> | <b>Metodologia</b>                                           | <b>Objetivo (s)</b>                                                                                                                                     | <b>Síntese das Conclusões</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------------------------------|----------------|--------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bortoluzzo, Garcia, Boehe e Sheng (2014) | 1994 a 2008    | Regressão com dados em painel                                | Investigar o impacto de F&As realizadas por empresas brasileiras fora do país no desempenho financeiro.                                                 | As F&As <i>cross border</i> de companhias brasileiras fora do país melhoram o desempenho, que é positivamente impactado quando a distância cultural entre os países da adquirida e da adquirente é baixa ou média e quando o ambiente institucional no qual a empresa-alvo se encontra é desenvolvido.                    |
| Leitão e Galli (2014)                    | 2003 a 2007    | Modelo GARCH e teste de Wilcoxon                             | Investigar o comportamento da volatilidade dos retornos das ações de empresas brasileiras negociadas na BM&FBOVESPA que passaram por processos de F&As. | Tanto o anúncio da operação de F&A quanto a sua conclusão não produziram impacto na volatilidade das ações.                                                                                                                                                                                                               |
| Pereira <i>et al.</i> (2014)             | 2005 a 2011    | Regressão Múltipla Moderada e Modelos Lineares Generalizados | Investigar os efeitos das operações de F&As sobre a produtividade da indústria brasileira.                                                              | F&As de empresa brasileira adquirindo estrangeiros estabelecidos no exterior e no Brasil contribuem para a produtividade da indústria e também entre empresas brasileiras, que se tornaram mais produtivas um ano após a transação.                                                                                       |
| Pimenta e Gartner (2014)                 | 2000 a 2013    | Regressão Logística Binomial e de Cox                        | Identificar os fatores determinantes das F&As no mercado bancário brasileiro durante o período de 2000 a 2013.                                          | As F&As foram realizadas pelos bancos maiores, mais eficientes, mais líquidos e com elevados históricos de crescimento. Bancos com maior experiência na concessão de empréstimos são menos propensos a se tornarem adquirentes.                                                                                           |
| Russo, Basso e Kimura (2014)             | 2000 a 2012    | Estudo de Evento                                             | Observar o retorno produzido para o acionista da empresa compradora, considerando o meio de pagamento em uma amostra mundial de F&As.                   | F&As pagas em ações têm o potencial de destruir valor para o acionista da empresa compradora, em linha com a Hipótese da Sinalização e a Teoria do <i>Pecking Order</i> . Entretanto, transações celebradas em países que emergiram no cenário mundial de F&A a partir do final da década de 1990 são, em geral, neutras. |

Continua...

... Continuação

|                               |             |                                                         |                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------------------------|-------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Santos (2013)                 | 2001 a 2011 | Regressão Logística                                     | Investigar os fatores determinantes das operações de F&As na indústria manufatureira, sob a ótica das empresas adquirentes, entre os anos de 2001 e 2011.                                                          | Os fatores determinantes das operações de F&As são a eficiência operacional, rentabilidade, retorno ao acionista, tamanho, setor e período de crise.                                                                                                                                |
| Sarfati e Schwartzbaum (2013) | 2010 a 2012 | Estudo de Caso Múltiplo                                 | Entender por que as empresas do setor de educação tem adotada a estratégia de F&As, ao invés de se basearem no crescimento orgânico.                                                                               | A estratégia de crescimento via F&A têm embasamento econômico. Existem evidências concretas de que existem fontes de ganhos sinérgicos, que, por sua vez, estão se traduzindo em melhores resultados econômicos.                                                                    |
| Pessanha <i>et al.</i> (2012) | 1994 a 2009 | Regressão e de análise de intervenção no ROE, ROA e EVA | Investigar os impactos das operações de F&As na rentabilidade das instituições bancárias adquirentes.                                                                                                              | As regressões mostraram impactos altamente significativos, mas de pouca intensidade. Com a aplicação da metodologia de análise de intervenção, foi possível observar que as F&A foram capazes de mudar o comportamento da rentabilidade das empresas optantes por tais estratégias. |
| Nardi e Silva (2012)          | 2001 a 2011 | Regressão com dados em painel                           | Determinar se a condição em que se encontra o mercado (mercado em alta ou em baixa) impacta a criação de valor em F&As.                                                                                            | A criação de valor é maior em momentos de mercado em alta que em momentos de mercado em baixa. Os resultados com significância estatística são semelhantes aos obtidos no mercado norte-americano, mas divergem dos resultados obtidos anteriormente para o mercado brasileiro.     |
| Franco e Camargos (2011)      | 1996 a 2007 | Comparação de médias via Wilcoxon Signed Rank Test      | Identificar se processos de F&As ocorridos entre 1996 e 2007, de instituições financeiras bancárias brasileiras resultaram em sinergias operacionais, aumento da rentabilidade e criaram valor para os acionistas. | As F&As analisadas resultaram na geração de valor ao acionista, aumentaram a rentabilidade e proporcionaram sinergias operacionais para as instituições financeiras bancárias brasileiras.                                                                                          |
| Camargos e Barbosa (2010)     | 1996 a 2004 | Comparação de médias via Wilcoxon e Rank Test           | Avaliar se F&As de cias. brasileiras resultaram em sinergias operacionais e gerenciais e no aumento da rentabilidade.                                                                                              | F&As resultaram em sinergias operacionais e gerenciais, mas não se refletiram no aumento da rentabilidade das empresas estudadas, mas aparentemente dos acionistas.                                                                                                                 |

**Quadro 6:** Evidências empíricas na literatura nacional de 2010 a 2014.**Fonte:** Elaborado pela autora.

A partir da análise da literatura nacional, observa-se que as pesquisas possuem uma tendência em abordar temas relacionados à criação de valor, sinergias, rentabilidade e ganhos em empresas combinadas. Poucos são os trabalhos, que abordam os determinantes por trás das F&As. A literatura nacional sobre o tema ainda é bastante incipiente e carente de novas pesquisas.

Conforme se observa, em termos metodológicos as pesquisas sobre criação de valor, sinergias, rentabilidade e ganhos, se utilizam tanto de estudos de eventos, como ocorre na literatura internacional, quanto da comparação das médias de indicadores em períodos anteriores e posteriores à F&A, destacando-se que um número variado de indicadores da Análise Financeira Tradicional (AFT). A partir de 2010, verifica-se um avanço metodológico com a utilização de regressões com dados em painel. Além disso, o período coberto pelos estudos vai de 1994 a 2013.

Embora ainda exista uma controvérsia na literatura, acerca, dos resultados obtidos com estas transações, pode-se observar, dentre as pesquisa relacionadas, que as F&As proporcionaram às empresas: i) melhor desempenho; ii) impacto na volatilidade das ações; iii) aumento na produtividade; iv) ganhos sinérgicos; v) criação de valor e vi) mudança na rentabilidade. Em relação aos determinantes para a realização de F&As verificou-se características como: i) tamanho; ii) liquidez; iii) rentabilidade; iv) nível de crescimento; v) retorno ao acionista; vi) setor de atuação e vii) períodos de crise.

Por um lado, pode-se dizer a economia brasileira vem acompanhando a evolução da atividade de F&A na arena internacional, apesar de desempenhar um papel apenas marginal, influenciada por transformações e mudanças estruturais nas duas últimas décadas, que atuaram como catalisadoras; mas por outro, existem ainda fatores inibidores, como a ausência de recursos de longo prazo e aspectos culturais, tanto do país, quanto das empresas e dos empresários, decisivos para o sucesso das F&As, o que dificulta o aumento do número de processos. A produção sobre F&As na literatura nacional tem evoluído, tornando-se cada vez mais consistente, mas ainda bem “acanhada” quando comparada com o de países mais desenvolvidos.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este capítulo tem como objetivo descrever a abordagem metodológica deste trabalho, definindo a classificação da pesquisa, técnicas e procedimentos adotados, bem como a forma de coleta e tratamento dos dados.

#### 3.1 Caracterização do Estudo

De acordo com Beuren *et al.* (2006), as pesquisas aplicáveis à Contabilidade podem ser agrupadas em três categorias: 1) quanto aos objetivos: exploratória, descritiva e explicativa; 2) quanto aos procedimentos: estudo de caso, levantamento, bibliográfica, documental, participante e experimental; e 3) quanto à abordagem do problema, pesquisa qualitativa e quantitativa.

Quanto aos objetivos, esta pesquisa é classificada como descritiva, já que tem como objetivo observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, sem que haja a interferência da pesquisadora (ANDRADE, 2002). Beuren *et al.* (2006) afirmam que a pesquisa descritiva configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, sendo que vários estudos utilizam a pesquisa descritiva para análise e descrição de problemas na área contábil.

Quanto aos procedimentos, é classificada como documental e levantamento. A estratégia documental caracteriza-se pela utilização de documentos como fonte de dados, informações e evidências. Possui semelhança com a pesquisa bibliográfica, sendo que a documental, utiliza-se de fontes primárias, tais como, materiais compilados pelo próprio autor, que ainda não foram analisados ou que podem ser reelaborados de acordo com os propósitos da pesquisa. Já os levantamentos, são próprios, para os casos em que o pesquisador deseja responder questões sobre a distribuição de uma variável ou das relações entre características de pessoas ou grupos da maneira como ocorrem em situações naturais (MARTINS; TEÓPHILO, 2009).

Quanto à abordagem do problema, é classificada como quantitativa. Conforme Martins e Theóphilo (2009), a avaliação quantitativa compreende o processo de organizar, sumarizar caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados, podendo ser tratados mediante a aplicação de métodos e técnicas estatísticas. Para Marconi e Lakatos (2003), os processos

estatísticos permitem obter de conjuntos complexos, representações simples e constar se estas possuem relações entre si.

De acordo com Beuren *et al.* (2006) a abordagem quantitativa, possui importância ao ter a intenção de garantir a precisão dos resultados, evitar distorções de análise e interpretação, possibilitando uma margem de segurança quanto às inferências realizadas. Esta abordagem é frequentemente aplicada nos estudos descritivos, que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis e causalidade entre fenômenos.

A metodologia desta pesquisa é semelhante à que foi empregada no trabalho realizado por Santos (2013). As diferenças residem nas variáveis *proxies* do desempenho/características das empresas e na escolha das hipóteses adicionais, testadas com base na literatura nacional e internacional acerca dos processos de F&As, dentre elas, destacam-se: Benefícios Tributários; Alternativas a Dividendos e/ou Recompra de Ações; Efeitos Anticompetitivos e Poder de Monopólio; Orgulho Gerencial Excessivo; Custo de Reposição e Valor de Mercado; Controle Familiar e; Controle Capital Misto. Outro diferencial, consiste no cálculo do *EVA proxy* para a criação de valor, utilizou-se o modelo *Capital Asset Pricing Model – CAPM*. Nesta pesquisa, não existe limitações quanto ao segmento de atuação da adquirente.

Adicionalmente, optou-se pela elaboração de um questionário estruturado com utilização da escala tipo *Likert*, que consiste, em um conjunto de itens apresentados em forma de afirmações, as quais, um sujeito irá escolher aquela que melhor externe sua reação, variando entre cinco ou sete pontos (MARTINS; TEÓFILO, 2009). O objetivo foi reunir esforços, no intuito de confrontar os resultados obtidos a partir do modelo econométrico e as respostas obtidas pelas empresas pesquisadas, o que possibilitaria a análise, na perspectiva da empresa adquirente, que em última instância, refletem ou deveria refletir os fatores que determinaram a adoção de F&As no período em estudo.

O meio utilizado para a aplicação desse questionário foi à internet, a partir do Google Drive. O instrumento foi encaminhado para 83 empresas que realizaram F&As, sendo o retorno obtido, inferior a 10%, o que inviabilizou sua análise. Por tal motivo, optou-se por desconsiderá-lo nesta pesquisa. Para visualização, pode-se acessar o link: <https://docs.google.com/forms/d/10u5aCO7YLMCVWMgC7pY3PeHO-ERLK6khFhiX3F3rBEU/viewform>

### 3.2 Fonte de dados

Esta pesquisa foi realizada mediante a obtenção de dados secundários. Para isso, foram utilizadas informações, extraídas a partir das demonstrações financeiras padronizadas, notas explicativas e fatos relevantes divulgados pelas companhias abertas brasileiras, listadas na BM&FBOVESPA.

A partir da base Economática® foram obtidos e/ou calculados os seguintes indicadores econômico-financeiros: Margem *EBIT*; Alavancagem Empresarial; *Payout*; *q* de Tobin e Tamanho da Empresa, representados pelo *Ln* do Ativo Total. Ressalta-se que as variáveis estão defasadas em um ano, ou seja, *t-1*, e foram calculadas e/ou identificadas, considerando as demonstrações contábeis individuais de cada empresa.

O critério mencionado acima foi estabelecido por duas razões:

- 1) Acredita-se que as decisões em engajar-se em processos de F&As, normalmente, são tomadas, com antecedência mínima de pelo menos um ano, por isso, utilizou-se a defasagem (*t-1*);
- 2) Os dados consolidados possuem informações das diversas empresas sobre controle comum. Avaliando o contexto empresarial, é notório que as decisões em engajar-se em F&As são normalmente, tomadas pelas empresas detentoras do controle acionário (controladora), desde que não haja conflitos de interesses e/ou abuso de poder.

Mediante a obtenção de tais dados, foi construído um painel balanceado, no intuito de se testar as 12 hipóteses delineadas nesta pesquisa, com a utilização de um modelo econométrico baseando-se na Regressão Logística (*Logit*).

### 3.3 Amostra

Na presente pesquisa, a amostra é não probabilística, ou seja, resultou de escolha deliberada das empresas, considerando, acessibilidade e disponibilidade dos dados. O que reduz o seu

poder de generalização. Foram considerados os dados de empresas brasileiras, listadas da BM&FBOVESPA que realizaram e não realizaram processos de F&As.

A amostra desta pesquisa está dividida em dois grupos distintos:

- **Grupo A:** formado por empresas adquirentes, que realizaram pelo menos uma operação de F&As no período entre 2010 e 2015;
- **Grupo B:** formado por empresas que não realizaram nenhuma operação F&As entre 2008 e 2015. A amplitude de consulta para o período, torna-se necessário, em virtude de manter na amostra, somente aquelas empresas que não possuem seus indicadores econômico-financeiros “viesados” pela realização de F&As nos dois anos que antecedem ao período em estudo.

A amostra desta pesquisa é não balanceada e está composta por 75 empresas, sendo 50 que realizaram pelo menos um processo de F&As entre 2010 e 2015 e 25 que não realizaram nenhum processo de F&As entre 2008 e 2015. Ao total, foram avaliados 130 processos de F&As.

A seleção das empresas que compõem os respectivos grupos foi executada da seguinte forma:

- **Grupo A:** realização de consulta às operações de fechamento de F&As, divulgadas pelo *ranking* ANBIMA. Dentre as empresas constantes nos documentos, permaneceram apenas aquelas que listadas na BM&FBOVESPA, não pertencentes ao setor financeiro e que possuíam valor de mercado e liquidez em suas ações para o período em estudo. A partir desses critérios, chegou-se a um total de 50 empresas, para este grupo.
- **Grupo B:** realização de consulta individual, para cada empresa, no item, fatos relevantes, disponível no site da BM&FBOVESPA, o período selecionado foi de 01/01/2008 a 31/12/2015, este intervalo foi composto somente por empresas que não divulgaram nenhuma operação de F&As, totalizando 25 companhias. Para garantir a integridade deste grupo, baseou-se na Instrução CVM nº 358 de 2002, que dispõe sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplinando a divulgação de informações.

Art. 2º: considera-se relevante, para os efeitos desta instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável.

Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;  
XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas (INSTRUÇÃO CVM nº 358/2002).

A partir desses critérios, chegou-se a um total de 25 empresas, para este grupo.

Os critérios adotados para a seleção da amostra estão compilados no quadro 7:

| EMPRESAS DO GRUPO A |                                                                          | EMPRESAS DO GRUPO B |                                                                                                                             |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1                   | Ser uma empresa brasileira listada na BM&FBOVESPA.                       | 1                   | Ser uma empresa brasileira listada na BM&FBOVESPA.                                                                          |
| 2                   | Não ser instituição financeira.                                          | 2                   | Não ser instituição financeira.                                                                                             |
| 3                   | Ter realizado pelo menos uma operação de F&As no período de 2010 a 2015. | 3                   | Não ter realizado nenhuma operação de F&As entre 2008 e 2015.                                                               |
| 4                   | Possuir valor de mercado e liquidez em suas ações entre 2009 a 2015.     | 4                   | Ser similar ao Grupo A em relação à classificação setorial definida pela BM&FBOVESPA ou logaritmo neperiano do ativo total. |
|                     |                                                                          | 5                   | Possuir valor de mercado e liquidez em suas ações entre 2009 a 2015.                                                        |

**Quadro 7:** Critérios para classificação das empresas em grupos.

**Fonte:** Elaborado pela autora.

A escolha do período 2010 a 2015 ocorreu em virtude do acentuado número de transações ocorridas e no intuito de amenizar possíveis efeitos da recessão mundial de 2008. Gaughan (2011) discorre que os períodos de intensa atividade de F&As são encerrados por uma desaceleração, havendo um esfriamento de tais operações.

Conforme figura 2 (introdução), entre 2007 e 2009, houve um declínio na realização de F&As no Brasil. O crescimento foi retomado, somente a partir de 2010, resultando em um aumento de 60% das operações, quando comparado, ao período anterior (2009). Além disso, o processo de adoção das normas internacionais de contabilidade, a partir de 2009, pode exercer influência sobre a análise dos resultados.

### 3.4 Hipóteses Teóricas

Nesta pesquisa foram propostas 12 hipóteses, sob a ótica da empresa adquirente, com intuito de avaliar, a partir de um embasamento teórico, quais são os fatores determinantes para a realização de F&As em empresas brasileiras.

**H<sub>1</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à criação de valor aos seus acionistas;

**H<sub>2</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à obtenção de sinergias;

**H<sub>3</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada existência de benefícios tributários;

**H<sub>4</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu poder de alavancagem;

**H<sub>5</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à política de distribuição de dividendos e/ou recompra de ações;

**H<sub>6</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada a obtenção de efeitos anticompetitivos e de poder de monopólio;

**H<sub>7</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao orgulho gerencial excessivo dos seus gestores;

**H<sub>8</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu custo de reposição e valor de mercado ( $q$  de Tobin  $>1$ );

**H<sub>9</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu tamanho;

**H<sub>10</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao tipo de controle adotado - se familiar;

**H<sub>11</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao tipo de controle adotado – se capital misto;

**H<sub>12</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao segmento de indústria (serv.; com.; ind.).

### 3.5 Variáveis da Pesquisa

A complexidade fundamental que emerge da aplicação de uma metodologia, reside na escolha das variáveis. Diversas variáveis podem ser usadas para testar uma teoria, ao passo que uma variável pode servir como aproximação para várias teorias. Tudo isso leva a uma grande dificuldade na interpretação dos resultados. Dadas essas questões de especificação, o procedimento seguido em um alto número de estudos tem sido a introdução de um conjunto de variáveis no modelo, justificando possíveis influências, em maior ou menor grau, com base em diferentes argumentos econômicos ou evidências empíricas anteriores (ALCADE e ESPITIA, 2003).

No entanto, e seguindo os trabalhos de Palepu (1986) e Powell (1997), parece ser mais interessante, ao menos do ponto de vista econômico, selecionar as variáveis não em função de sua relevância estatística, mas sim com base nas teorias de F&As que normalmente constam na literatura financeira e econômica (ALCADE e ESPITIA, 2003). Por este motivo, as variáveis desta pesquisa foram definidas a partir da análise da literatura nacional e internacional, explicadas em Fatores determinantes da ocorrência de F&As. Tais variáveis foram utilizadas para testar as 12 hipóteses delineadas nesta pesquisa.

#### 3.5.1 H<sub>1</sub> - Criação de Valor

Foi testada mediante a utilização do *Economic Value Added* – EVA. Que é uma estimativa do lucro econômico que reflete o retorno em excesso ao custo de oportunidade de uma decisão de investimento, ou seja, o valor criado por tal investimento (ASSAF NETO, 2003).

Conforme Brigham e Houston (1999, p. 91) “o EVA ajuda os administradores a garantir que uma dada unidade de negócio está contribuindo para aumentar o valor para o acionista”.

$$EVA = NOPAT - (CI * CMPC) \quad (1)$$

**Sendo:**

**EVA** = *Economic Value Added*;

**NOPAT** = LAJIR – (IR + CSLL). LAJIR = Lucro antes dos juros e imposto de renda. IR = Imposto de Renda e CSLL = Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido;

**CI** = Capital Investido = Imobilizado + Intangível + (Ativo Circulante – Passivo Circulante) + (Disponível \* 65%);

**CMPC** = Custo Médio Ponderado de Capital. Calculado da seguinte forma:

$$CMPC = (We * Ke) + (Wd * Kd) \quad (2)$$

**Na qual,**

**W<sub>e</sub>** = proporção de capital próprio:

$$W_e = \frac{PL}{D + PL} \quad (3)$$

**W<sub>d</sub>** = proporção de capital de terceiros onerosos (curto + longo prazo):

$$W_d = \frac{D}{D + PL} \quad (4)$$

**Sendo:**

**PL** = valor contábil do patrimônio líquido;

**D** = valor contábil dos financiamentos (curto e longo prazo) + debentures (curto e longo prazos).

### **Custo do Capital Próprio - K<sub>e</sub>**

Representa o retorno exigido pelos investimentos realizados pelos proprietários na empresa. No seu cálculo foi utilizado, o *CAPM – Capital Asset Pricing Model*. Conforme Ross *et al* (2015), tal modelo estabelece uma relação linear entre o retorno de um ativo e o retorno de mercado, promovendo ajuste à taxa de retorno pelo risco *APT (Arbitrage Pricing Theory)*.

$$K_e = R_f + B_j + (R_m - R_f) \quad (5)$$

**Sendo:**

$K_e$  = custo do capital próprio de ativo

$R_f$  = retorno de um ativo livre de risco (Nesta pesquisa foi utilizada a taxa referente ao certificado de depósito interbancário - CDI anual);

$\beta_j$  = risco sistemático do título diante do mercado. Foi calculado para cada ano. Para calcular este coeficiente, foram consideradas as cotações do Ibovespa e das Ações Ordinárias – ON de cada empresa. Para cálculo, utilizou-se o valor do retorno de cada ativo. O retorno foi obtido 60 meses anteriores ao período em análise. (Ex. para cálculo do  $\beta$  de 2014, foram considerados os retornos de dez./2009 a nov./2014). Quando da ausência de cotações, para tal período (60 meses), retroagiu-se utilizando o período disponível para cada empresa. Em algumas empresas, a adoção de períodos inferiores há 60 meses ocorreu em virtude do ano em que a empresa passou a ser listada na BM&FBOVESPA.

$(R_m - R_f)$  = representa o prêmio pelo risco de mercado (ou Market Risk Premium – MRP), ou seja, o quanto o investidor deseja receber por correr maior risco. Obtido anualmente a partir dos estudos de Fernandez e Baonza (2010) e Fernandez, Ortiz e Acin (2016), que realizaram pesquisas em 71 países, com intuito de identificar a média do MRP em cada um deles. Em virtude da ausência de estudos realizados para 2009, neste período, foi adotado o mesmo prêmio de risco disponível para 2010.

**Tabela 1- Market Risk Premium - MRP**

| 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 6,80% | 6,80% | 7,70% | 7,90% | 6,50% | 7,80% |

**Fonte:** Elaborado pela autora, a partir de Fernandez e Baonza (2010) e Fernandez, Ortiz e Acin (2016).

**Custo do Capital de Terceiros –  $K_d$**

Representa a remuneração de recursos ou dívidas, contraídos junto a fontes de financiamentos alheias (mercado financeiro) à empresa para bancar suas atividades (curto prazo) e investimentos (longo prazo). Representado por fontes de recursos onerosas e exigem o pagamento de despesas financeiras ou juros.

$$K_d = \frac{DespFin}{EndivOn_{CP} + EndivOn_{LP}} \quad (6)$$

**Sendo:**

**$K_d$**  = custo do capital de terceiros;

**$DespFin$**  = despesa financeira;

**$EndivOn_{CP}$**  = endividamento oneroso de curto prazo;

**$EndivOn_{LP}$**  = endividamento oneroso de longo prazo;

Devido à permissão de dedução de juros pagos a terceiros do imposto de renda, conhecido como benefício fiscal do endividamento, esse benefício deve ser considerado para cálculo do CMPC conforme equação abaixo:

$$K_d * (1 - A_{IR}) \quad (7)$$

**Na qual,**

**$A_{IR}$**  = Alíquota do Imposto de Renda somado à Contribuição Social Pessoa Jurídica – 34%.

### 3.5.2 H<sub>2</sub> - Obtenção de Sinergias

Foi testada mediante a utilização da Margem *EBIT*. É uma medida do controle da estrutura de gastos (custos + despesas) da empresa (desempenho operacional) (CAMARGOS e BARBOSA, 2009).

$$MEBIT = \frac{LAJIR}{RL} \quad (8)$$

**Na qual:**

**$LAJIR$**  = Lucro antes dos Juros e Imposto de Renda

**$RL$**  = Receita Líquida

Os dados foram obtidos a partir da base de dados disponível no Economática®.

### 3.5.3 H<sub>3</sub> - Benefícios Tributários

Foi testada mediante a utilização de uma variável *dummy*.

1 = *Existência de benefícios tributários – PF*

0 = *Caso contrário*

Os dados foram obtidos a partir da Demonstração do Resultado – DRE anual de cada empresa, disponível no site da BM&FBOVESPA. Observou-se o valor da conta imposto de renda corrente, na DRE padronizada de cada empresa. A despesa com imposto corrente é a expectativa de pagamento sobre o lucro tributável do ano, utilizando a taxa nominal aprovada ou substancialmente aprovada na data do balanço patrimonial, e qualquer ajuste de imposto a pagar relacionado a exercícios anteriores.

Sendo assim, quando da existência de valor a pagar (-), nesta conta, foi deduzido a *não existência* de prejuízo fiscal. Estando a mesma positiva (+) ou nula (0), foi deduzido a *existência* de prejuízo fiscal. Quando da não divulgação de valores, observou-se o valor da conta de IR e CSLL a recolher no período, também disponível na DRE.

Paralelamente, no intuito de garantir a veracidade das informações, foi realizado um confronto por amostragem, nas notas explicativas, para 10 empresas da amostra, que apresentaram prejuízo fiscal no período. Somente após este confronto e confirmação da existência de prejuízo fiscal em 31/12, o critério acima exposto, foi mantido.

### 3.5.4 H<sub>4</sub> - Alavancagem Empresarial

Foi testada mediante um índice capaz de captar a utilização de dívidas de curto e longo prazo (onerosas) para aumentar a rentabilidade da empresa. Este índice é capaz de indicar o risco financeiro da empresa (ROSS *et al.* 2015).

$$ALAV = \frac{\text{Divida Bruta Total}}{\text{Ativo Total}} \quad (9)$$

Os dados foram obtidos a partir da base de dados disponível no Economática®.

### 3.5.5 H<sub>5</sub> - Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações

Foi testada mediante a utilização do índice de *Payout*, que representa a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas. Trata-se de um indicador que fornece uma estimativa do ganho financeiro gerado para o acionista no seu investimento na empresa (ASSAF NETO, 2014).

$$PAYOUT = \frac{\text{Dividendos Distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}} \quad (10)$$

Os dados foram obtidos a partir da base de dados disponível no Economática®.

### 3.5.6 H<sub>6</sub> - Efeitos Competitivos e Poder de Monopólio

Foi testada mediante a utilização de uma variável *dummy*.

$$\begin{aligned} 1 &= \text{Realização de concentrações horizontais} \\ 0 &= \text{Caso contrário} \end{aligned}$$

Para operacionalizar a variável, primeiramente, foram separadas as empresas que realizaram pelo menos uma operação de F&As no período. Posteriormente, foi consultado o nome da empresa alvo, ou seja, aquela adquirida ou envolvida no processo de F&As. A partir da obtenção de tais informações, foi verificado no site de cada empresa, o segmento de atuação da adquirente e adquirida. A classificação de concentração horizontal somente foi atribuída, quando da ocorrência de operações entre empresas atuantes no mesmo ramo de atividade.

Para aquelas que não realizaram operações de F&As entre 2010 e 2015, foi atribuído valor igual à zero.

### 3.5.7 H<sub>7</sub> - Orgulho Gerencial Excessivo

Foi testada mediante a utilização de uma *dummy*, definida a partir do retorno acumulado da ação. Para isso, foram considerados os cinco últimos retornos acumulados antes da data de realização da F&As e os quatro retornos acumulados após a data de realização da F&As. Para

as empresas que não realizou nenhum processo de F&As entre 2008 e 2015 (Grupo B), foi observada a data da F&As da empresa par (Grupo A). Conforme FAMÁ, (1970 e 1991), considerando a perspectiva do mercado eficiente, o mercado antecipa e incorpora suas expectativas em relação às F&AS aos preços, logo no seu anúncio.

O retorno acumulado foi obtido conforme abaixo:

$$RA = \frac{PA_{it} - PA_{it-n}}{PA_{it-n}} \quad (11)$$

**Sendo:**

$PA_{it}$  = Preço atual da ação (hoje).

$PA_{it-n}$  = Preço anterior da ação (ontem).

Considerando o argumento de Roll (1986), se a teoria do orgulho é capaz de explicar as aquisições, o seguinte evento deveria ser observado no momento do anúncio das aquisições: o preço das ações da empresa adquirente deveria cair assim que o mercado tomasse conhecimento sobre o evento.

Tal fato ocorreria já que a aquisição não serviria aos interesses da empresa adquirente e não representaria uma alocação eficiente de suas respectivas riquezas. Dessa forma, se o retorno acionário fosse “pior”, após a realização de F&As, considerou-se, presença de Orgulho Gerencial Excessivo.

Em contrapartida, se o retorno acionário fosse “melhor”, após a realização de F&As, considerou-se a ausência de Orgulho Gerencial Excessivo.

A variável *dummy* foi operacionalizada da seguinte forma:

$$\begin{aligned} 1 &= \text{F\&As com presença de orgulho gerencial excessivo} \\ 0 &= \text{Caso contrário} \end{aligned}$$

### 3.5.8 H<sub>8</sub> - Custo de Reposição e Valor de Mercado

Foi testada mediante a utilização do  $q$  de Tobin. Este quociente é utilizado em economia e finanças e se dá em diferentes aplicações, que vão desde a política de dividendos, estrutura de capital e poder de monopólio das empresas, etc. (FAMÁ e BARROS, 2000). Conforme Camargos e Barbosa (2009), ele é utilizado basicamente como uma *proxy* do valor da firma.

$$q \text{ de } TOBIN = \frac{VMON + VMPN + DIVT}{\text{Ativo Total}} \quad (12)$$

**Sendo:**

**VMON** = valor de mercado das ações ordinárias;

**VMPN** = valor de mercado as ações preferenciais;

**DIVT** = valor contábil da dívida total

$$DIVT = VCPC - VCAC + VCE + VCPNC \quad (13)$$

**Na qual:**

**VCPC** = valor contábil dos passivos circulantes;

**VCAC** = valor contábil dos ativos circulantes;

**VCE** = valor contábil dos estoques;

**VCPNC** = valor contábil do passivo não circulante.

Os dados foram obtidos a partir da base de dados disponível no Economática®.

### 3.5.9 H<sub>9</sub> - Tamanho da Empresa

Foi testada mediante a utilização  $LN$  do Ativo Total. É um indicador do: i) crescimento da firma; ii) do seu poder de mercado e de barganha; iii) do poder e ganho dos dirigentes; e iv) do valor dos investimentos nela realizados (CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

$$TAM = Ln (\text{Ativo Total}) \quad (14)$$

Os dados foram obtidos a partir da base de dados disponível no Economática®.

### 3.5.10 H<sub>10</sub> - Controle Familiar

Foi testada mediante a utilização de uma variável *dummy*.

As empresas de controle familiar se referem àquelas cujo controle está a cargo de uma família ou de um acordo de famílias. Para operacionalizar esta variável, as informações foram obtidas a partir do formulário de referência disponível na BM&FBOVESPA. Observou-se a existência de familiares em 1º e 2º em consanguinidade no conselho de administração. A consulta foi realizada anualmente.

1 = *Existência de membros familiares*

0 = *Caso contrário*

### 3.5.11 H<sub>11</sub> - Controle Capital Misto

Foi testada mediante a utilização de uma variável *dummy*.

As empresas de capital misto são aquelas em que alguma esfera de governo (união ou estado, basicamente) detém o controle da empresa. Os dados foram obtidos a partir da base de dados disponível no Economática®.

1 = *Empresa de Capital Misto*

0 = *Caso contrário*

### 3.5.12 H<sub>12</sub> - Segmento de Indústria

Foi testada mediante a utilização de uma variável *dummy*, que especificará três tipos de segmentos (serviços, exceto financeiros, comércio e indústria).

Os dados foram extraídos a partir de consulta ao formulário cadastral disponível no site da BM&FBOVESPA e no site das empresas.

1 = *Empresa Industrial*

0 = *Caso contrário (serviços e comércio)*

### 3.6 Síntese das Variáveis

| Hipótese        | Determinantes                                                            | Variável                    | Sigla     | Sinal Esperado | Fonte Operacional                                                                                                                         |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|-----------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| H <sub>1</sub>  | Criação de Valor                                                         | <i>Economic Value Added</i> | EVA       | +              | Stewart (2005); Camargos (2008); Santos (2013); Oliveira <i>et al.</i> (2015)                                                             |
| H <sub>2</sub>  | Obtenção de Sinergias                                                    | Margem <i>EBIT</i>          | MEBIT     | +              | Camargos e Barbosa (2009); Castro (2010)                                                                                                  |
| H <sub>3</sub>  | Benefícios Tributários                                                   | Benefícios Tributários      | D_BT      | +              | Auerbach e Reishus (1987); Kloeckner (1994); Andrade Filho (2005); Lemes Jr. e Cherobim (2010) e Ross <i>et al.</i> (2015).               |
| H <sub>4</sub>  | Alavancagem Empresarial                                                  | Alavancagem Empresarial     | ALAV      | + ou -         | Camargos e Barbosa (2005); Costa (2011); Rocha (2012); Santos (2015)                                                                      |
| H <sub>5</sub>  | F&As com Alternativa a Distribuição de Dividendos e/ou Recompra de Ações | <i>Payout</i>               | PAY       | -              | Weston e Brigham (2000); Silveira (2004) e Assaf Neto (2014); Camargos (2008); Camargos e Barbosa (2009)                                  |
| H <sub>6</sub>  | Efeitos Anticompetitivos e Poder de Monopólio                            | Poder de Monopólio          | D_PM      | +              | Lipczynsky e Wilson (2004); Camargos e Coutinho (2008); Bhattacharyya e Nain (2010); Dargaud e Reggiani (2015); Ross <i>et al.</i> (2015) |
| H <sub>7</sub>  | Orgulho Gerencial Excessivo                                              | Orgulho Gerencial Excessivo | D.OG      | +              | Roll (1986); Shleifer e Vishny (1988); Nardi (2012) e Depamphilis (2014)                                                                  |
| H <sub>8</sub>  | Custo de Reposição e Valor de Mercado                                    | <i>q</i> de Tobin           | QT        | +              | Servaes (1991); Chung e Pruitt (1994); Famá e Barros (2000); Andrade e Stafford (2004); Rocha (2012); Camargos (2008)                     |
| H <sub>9</sub>  | Tamanho da Empresa                                                       | Tamanho                     | TAM       | +              | Silveira (2004); Camargos (2008); Camargos e Barbosa (2009); Rocha (2012); Santos (2013); Oliveira <i>et al.</i> (2015)                   |
| H <sub>10</sub> | Estrutura de Controle Familiar                                           | Controle Familiar           | D_CONTRF  | -              | A partir de Rocha (2012) e Shim e Okamuro (2011)                                                                                          |
| H <sub>11</sub> | Estrutura de Controle Capital Misto                                      | Controle Capital Misto      | D_CONTRCM | -              | Miranda (2011); Miranda e Martins (2000) e Cano (2002),                                                                                   |
| H <sub>12</sub> | Segmento de Indústria                                                    | Segmento de Indústria       | D_SI      | +              | Santos (2013)                                                                                                                             |

**Quadro 8:** Síntese das variáveis utilizadas na pesquisa.

**Fonte:** Elaborado pela autora.

### 3.7 Modelo Econométrico

A utilização de modelos na pesquisa apresenta característica, um pouco diferente, em acordo com o plano científico adotado. A sua construção é posterior à clara definição do problema sobre investigação e, particularmente, das variáveis, atributos e características do objeto que se pretende prever. A validade de um modelo no campo das ciências fáticas deve se dar pela verificabilidade, ou seja, confronto com os fatos. Estes não são nem verdadeiros, nem falsos, são apenas mais ou menos adequados para certos usos (MARTINS e THEÓPHILO, 2009).

A pesquisa em questão foi realizada com um total de 75 empresas no período compreendido entre 2010 e 2015, contabilizando uma variável referente à realização de aquisição e fusão de empresas (variável dependente) e mais 12 variáveis independentes ("*Economic Value Added*", "Margem *EBIT*", "Benefícios Tributários - PF", "Alavancagem Empresarial", "*Payout*", "Poder de Monopólio", "Orgulho Gerencial Excessivo", "*q* de Tobin", "Tamanho da Empresa", "Controle Familiar", "Controle Capital Misto" e "Segmento de Indústria").

Para descrever as variáveis qualitativas no geral e ao longo do tempo foram utilizadas as frequências absoluta e relativa, enquanto que para descrever as variáveis quantitativas foram utilizadas medidas de tendência central, dispersão e posição.

Para explorar de forma descritiva o efeito das variáveis independentes ao longo do tempo, sobre a realização de F&As, foram traçados diagramas de dispersão com ajuste de regressões não paramétricas via métodos de *LOWESS* (CLEVELAND, 1979). A regressão local é um método não paramétrico que estima curvas através de suavização (*Smoothing*). A análise não paramétrica, em contraste com o método paramétrico, estima uma função média sem referência a uma forma funcional previamente estabelecida, permitindo que os dados falem por si próprios. Uma das grandes vantagens da análise não-paramétrica está na sua flexibilidade, permitindo facilmente a percepção de relações não lineares (MARQUETTI e VIALLI, 2004).

Para permitir essa análise exploratória as variáveis quantitativas foram categorizadas a partir do seu valor mediano, formando dessa forma duas categorias: i) menor ou igual à mediana; ii) maior que a mediana.

Algumas variáveis apresentaram dados ausentes, neste caso, optou-se pela utilização da técnica de imputação de dados. Dessa forma, em um total de 5.850 respostas para as 12 variáveis em questão, foram identificadas 345 células em branco, sendo elas referente as variáveis: Tamanho da Empresa (1); Margem *EBIT* (5); Alavancagem Empresarial (2); *q* de Tobin (8); *Payout* (9); *Economic Value Added* (22); Prejuízo Fiscal (5); Controle Familiar (3) e Orgulho Gerencial Excessivo (290).

A variável Orgulho Gerencial Excessivo foi desconsiderada para fins de análise no modelo de regressão. Tal fato ocorreu em virtude do elevado número de dados ausentes, sendo consequência de sua própria definição e operacionalização. A atribuição de uma categoria (0 ou 1) para essa variável, só foi possível quando da realização de F&As. Outra variável desconsiderada do modelo, foi Poder de Monopólio, tal variável, apresentou uma relação determinística, ou seja, todas as empresas que apresentaram Poder de Monopólio realizaram fusões e aquisições. Pelos motivos expostos, Orgulho Gerencial Excessivo e Poder de Monopólio, foram mantidas apenas para fins de análise descritiva e exploratória nessa pesquisa.

Para realizar tais procedimentos foram utilizadas as previsões geradas a partir de modelos de regressão apropriados para cada variável a ser imputada, conforme proposto em GELMAN e HILL (2007). Os modelos de regressão utilizados foram os de efeitos aleatórios, considerando variação no intercepto e no coeficiente relacionado ao tempo, respeitando a estrutura longitudinal existente em cada empresa e as características distribucionais de cada variável. Dessa forma, para realizar a imputação nas variáveis quantitativas foi utilizado o modelo linear de efeitos aleatórios:

$$E(Y_{it}) = (\alpha + \alpha_i) + (b + b_i) TEMPO \quad (15)$$

Com  $i = 1, 2, \dots, 75$  (Empresas) e  $t = 2010, 2011, \dots, 2015$ .

Com o parâmetro  $\alpha$  sendo um termo constante que é o mesmo para todas as empresas e o parâmetro  $\alpha_i$  é o efeito aleatório, com  $\alpha_i \sim N(0, \sigma^2)$ , que capta a heterogeneidade entre as empresas. Já o  $b$  é o parâmetro que capta a tendência média para todas as empresas durante o período estudado, com  $b_i \sim N(0, \sigma^2)$  captando a heterogeneidade dessa tendência entre as empresas.

Dessa forma, o valor imputado na informação ausente da  $i$ -ésima empresa no tempo  $t$  foi o  $E(Y_{it})$  predito pelo modelo.

Para realizar a imputação nas variáveis qualitativas foi utilizado o modelo logístico de efeitos aleatórios:

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{\exp\{(\alpha + \alpha_i) + (b + b_i) TEMPO\}}{1 + \exp\{(\alpha + \alpha_i) + (b + b_i) TEMPO\}} \quad (16)$$

Com o parâmetro  $\alpha$  sendo um termo constante que é o mesmo para todas as empresas e o parâmetro  $\alpha_i$  é o efeito aleatório, com  $\alpha_i \sim N(0, \sigma^2)$ , que capta a heterogeneidade entre as empresas. Já o  $b$  é o parâmetro que capta a tendência média para todas as empresas durante o período estudado, com  $b_i \sim N(0, \sigma^2)$  captando a heterogeneidade dessa tendência entre as empresas.

Dessa forma, se a probabilidade estimada para a informação ausente na  $i$ -ésima empresa no tempo  $t$   $P(Y_{it} = 1)$  fosse maior que a prevalência da variável, o valor imputado era 1, caso contrário, 0.

Para identificar os fatores determinantes para a realização de F&As foi necessário trabalhar com modelos nos quais a variável dependente fosse binária, ou seja, assumisse valor 0 (zero) ou 1 (um). Dessa forma, quando identificada a realização de F&As no período, compreendido entre 2010 e 2015, foi atribuído à variável dependente o valor igual a 1 (um), em contrapartida, quando da não identificação de F&As no período compreendido, foi atribuído valor igual a 0 (zero). Sendo assim, optou-se nesta pesquisa, trabalhar com o modelo de regressão logística – Modelo *Logit*, que é utilizada para explicar e prever uma variável categórica binária (GUJARATI, 2011).

Conforme Bressan (2009) essa técnica permite estimar a probabilidade de ocorrência de um evento e identificar as variáveis independentes que contribuem para a sua predição, Não é exigido a suposição da normalidade das variáveis independentes. No contexto desta pesquisa, pretende-se identificar, quais são os fatores determinaram os processos de F&As das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA em anos recentes.

Segundo Pino (2007), a diferença entre o modelo de regressão logística e o linear é que na primeira a variável dependente é disposta em categorias e a resposta é expressa como a probabilidade de ocorrência, enquanto na segunda a variável dependente é contínua e a resposta é um valor numérico.

Nos modelos lineares generalizados, a função de ligação é aquela que especifica uma transformação não-linear utilizada para modelar respostas em que a variável dependente relaciona-se com as variáveis explicativas de forma não-linear, fazendo assim, com que a distribuição dos valores previstos seja membro da família exponencial de distribuições de probabilidade (gama, *poisson*, binomial, normal, logística, etc.). Os modelos *Logit* constituem um tipo particular de modelo com variáveis dependentes limitadas (binárias), nos quais a distribuição logística é utilizada como função de ligação (PINO, 2007).

Conforme destacam DeMaris (1992) e *Georgia Institute of Technology* (2015), o modelo de regressão logística é uma extensão da análise de tabelas de múltipla entrada para a estrutura de análise de regressão, na qual os resultados de probabilidades binomiais são modelados. Trata-se, portanto, de um modelo que pode ser utilizado para modelar tanto variáveis de resposta verdadeiramente binomiais (que assumem os valores 0 e 1), quanto dados de proporções, isto é, variáveis que são contínuas no intervalo [0;1].

O modelo *Logit*, escolhido para esta pesquisa, se alicerça em dados em painel, também chamado de dados combinados, que consiste na combinação, de séries temporais e de dados em cortes transversais. Conforme Gujarati (2011), dados em painel consistem de observações das mesmas unidades individuais ou de corte transversal, repetidas em diversos períodos. Para o autor, o emprego de dados em painel possui grandes vantagens: i) aumentam consideravelmente o número da amostra; ii) ao estudar observações de corte transversal repetidas, os dados em painel são mais indicados para estudar a dinâmica da mudança; iii) os dados em painel permite o exame de modelos mais complicados. Porém, é preciso observar o surgimento de problemas adicionais, como, a heterocedasticidade em dados de cortes transversais e autocorrelação em séries temporais.

O modelo *Logit* no contexto de dados em painel pode ser ajustado, de acordo com Greene (2012), considerando os estimadores: de efeitos fixos, não condicionais e condicionais, de efeitos agrupados e de efeitos aleatórios.

### 3.7.1 Modelo Logit de Efeitos Fixos

O Modelo Logit de Efeitos Fixos Não Condicional estima um intercepto para cada empresa e tem o conhecido problema do parâmetro incidental (Lancaster, 2000), que pode gerar estimativas inconsistentes para  $\beta$  para amostras com um pequeno número de observações no tempo (ABREVAYA, 1997). Já o Modelo Logit de Efeitos Fixos Condicional é livre do problema do parâmetro incidental e não apresenta o problema de inconsistências para o  $\beta$  (Chamberlain, 1980), porém não permite estimar o parâmetro  $\alpha_i$  na qual é necessário se caso haja interesse em estimar probabilidades marginais.

Para definir o melhor modelo de efeitos fixos, condicional ou não condicional, foi utilizado o teste Hausman (HAUSMAN, 1978).

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{\exp(\alpha_i + X\beta)}{1 + \exp(\alpha_i + X\beta)} \quad (17)$$

**Sendo que:**

- $Y_{it}$  assume 1 se a empresa  $i$  no tempo  $t$  realizou uma F&As e 0 caso contrário.
- O parâmetro  $\alpha_i$  é um termo constante que varia para cada empresa.
- $X\beta = \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 MEBIT_{it} + \beta_3 D\_BT_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 PAY_{it} + \beta_6 QT_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 D\_CONTRF_{it} + \beta_9 D\_CONTRCM_{it} + \beta_{10} D\_SI_{it}$

### 3.7.2 Modelo Logit de Efeitos Agrupados

O efeito entre as unidades é agrupado em um único intercepto. O Modelo Logit de Efeitos Agrupados foi estimado utilizando a metodologia *Generalized Estimating Equation - GEE* (LIANG e ZEGGER, 1986) visando alcançar estimadores consistentes e eficientes para  $\beta$ . O modelo de efeitos agrupados usando o estimador *GEE*, diferente do estimador ML (Máxima Verossimilhança), é um caminho para contabilizar a correlação existente na mesma empresa ao longo do tempo.

O método *GEE* é conhecido como modelos marginais e pode ser considerados uma extensão dos modelos lineares generalizados (MCCULLAGH e NELDER, 1989). As regressões marginais por sua facilidade na interpretação e ausência de suposições distribucionais têm

sido preferidas como extensão dos Modelos Lineares Generalizados para dados longitudinais (FITZMAURICE, LAIRD e WARE 2011).

Assim, pode-se representar o modelo de efeitos agrupados, neste estudo, da seguinte forma:

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{\exp(\alpha + X\beta)}{1 + \exp(\alpha + X\beta)} \quad (18)$$

**Sendo que:**

- $Y_{it}$  assume 1 se a empresa  $i$  no tempo  $t$  realizou uma F&As e 0 caso contrário.
- O parâmetro  $\alpha$  é um termo constante que é o mesmo para todas as empresas.
- $X\beta = \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 MEBIT_{it} + \beta_3 D\_BT_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 PAY_{it} + \beta_6 QT_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 D\_CONTRF_{it} + \beta_9 D\_CONTRCM_{it} + \beta_{10} D\_SI_{it}$

### 3.7.3 Modelo Logit de Efeitos Aleatórios

O modelo de efeitos aleatórios possui as mesmas suposições do modelo de efeitos fixos, isto é, o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas não ao longo do tempo, e os parâmetros de resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo. A diferença entre os dois modelos refere-se ao tratamento do intercepto: o modelo de efeitos fixos trata os interceptos como parâmetros fixos; já o modelo de efeito aleatório trata os interceptos como variáveis aleatórias (DUARTE, LAMOUNIER e TAKAMATSU, 2012).

O modelo de efeitos aleatórios capta a heterogeneidade não observada entre os indivíduos através do efeito aleatório  $\mu_i$ , diferentemente do modelo de efeitos fixos que capta a heterogeneidade não observada entre os indivíduos através do efeito fixo dado por  $\alpha_i$ . O modelo de efeitos aleatórios possui a suposição que não pode existir correlação entre o efeito aleatório  $\mu_i$  e as variáveis explicativas que estão armazenadas na matriz  $X$  (GREENE, 2012). Para testar essa suposição foi realizado novamente o teste de Hausman.

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{\exp\{(\alpha + \mu_i) + X\beta\}}{1 + \exp\{(\alpha + \mu_i) + X\beta\}} \quad (19)$$

**Sendo que:**

- $Y_{it}$  assume 1 se a empresa  $i$  no tempo  $t$  realizou uma F&As e 0 caso contrário.
- O parâmetro  $\alpha$  é um termo constante que é o mesmo para todas as empresas e o parâmetro  $\mu_i$  é o efeito aleatório, com  $\mu_i \sim N(0, \sigma^2)$ , que capta a heterogeneidade entre as empresas.
- $X\beta = \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 MEBIT_{it} + \beta_3 D\_BT_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 PAY_{it} + \beta_6 QT_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 D\_CONTRF_{it} + \beta_9 D\_CONTRCM_{it} + \beta_{10} D\_SI_{it}$

### 3.8 Medidas de Avaliação do Modelo Logit

Para a seleção das variáveis foi utilizado o método *Backward* (EFROYMSON, 1960), trata-se do procedimento de retirar, por vez, a variável de maior valor-p, sendo esse procedimento repetido até que restem no modelo somente variáveis significativas. Para o método *Backward* foi adotado um nível de 0,05 de significância.

No intuito de verificar se os modelos utilizados estavam adequados e se possuíam boa capacidade de previsão foram calculadas algumas medidas de qualidade de ajuste e realizados alguns testes, sendo eles: sensibilidade, especificidade, valor preditivo positivo - VPP, valor preditivo negativo - VPN, acurácia, área sobre a curva ROC, Pseudo  $R^2$ , teste de Hosmer-Lemeshow e teste de Razão de Máxima Verossimilhança.

A tabela de classificação ou tabela de expectativa de predição é uma forma de averiguar a capacidade de classificação correta do modelo para os dois grupos de dados, considerando as medidas de sensibilidade, especificidade, valor preditivo positivo - VPP, valor preditivo negativo (VPN) e acurácia (FAVÉRO *et al.*, 2014).

A sensibilidade é a probabilidade de uma empresa que realiza F&As ser classificada pelo modelo como empresa que realiza F&As, enquanto que a especificidade é a probabilidade de uma empresa que não realiza F&A ser classificada pelo modelo como empresa que não realiza F&As. O valor preditivo positivo - VPP é a probabilidade de uma empresa classificada pelo modelo como empresa que realiza F&As realmente realizar F&As, enquanto que o valor preditivo negativo -VPN é a probabilidade de uma empresa classificada pelo modelo como empresa que não realiza F&As realmente não realizar F&As. A acurácia representa a porcentagem de classificações corretas feita pelo modelo.

A curva ROC – *Receiver Operating Characteristic* é uma medida sobre a capacidade de o modelo discriminar as categorias da variável dependente. Esta curva relaciona a sensibilidade *versus* a especificidade do modelo estimado. Caso a área sobre a curva seja menor ou igual a 0,50, o modelo não consegue discriminar as categorias. Se a área alcançar valores acima de 0,80, o modelo possui poder discriminatório excelente, enquanto nos demais casos, o poder discriminatório é aceitável (FAVÉRO *et al.*, 2014).

Na regressão logística, o poder explicativo do modelo é majoritariamente avaliado a partir do Pseudo  $R^2$ , tal estatística é similar ao  $R^2$  – coeficiente de determinação da regressão linear (FAVÉRO *et al.*, 2014). Por se tratar de uma regressão logística, optou-se por utilizar o Pseudo  $R^2$  de Nagelkerke (1991) que oferece uma melhor aproximação do  $R^2$  da regressão linear. Ressalta-se que na regressão logística, esta forma de avaliação possui seu uso um pouco mais restrito. Para Gujarati (2011) o uso do coeficiente de determinação como estatística sintética, deveria ser evitado em modelos nos quais a variável dependente seja qualitativa, neste caso, quando assume valor zero ou um.

O teste de Hosmer-Lemeshow avalia se há diferenças significativas entre as frequências estimadas e as observadas, a partir da estratificação dos valores das observações em faixas, o que permite identificar se o modelo foi especificado corretamente. Conforme Favéro *et al.* (2014) as hipóteses do teste são:

**H<sub>0</sub>:** O modelo está especificado corretamente

**H<sub>1</sub>:** O modelo não está corretamente especificado

Neste caso, um valor-p acima de 0,05 leva a não rejeição da hipótese nula e, portanto, pode-se afirmar que o modelo está bem ajustado.

O teste de razão de verossimilhança (LR test) foi utilizado para testar a significância conjunta do modelo, sendo que as hipóteses testadas foram:

**H<sub>0</sub>:** Todos os parâmetros são iguais à zero

**H<sub>1</sub>:** Há pelo menos um parâmetro diferente de zero

Dessa forma, um valor-p inferior a 0,05 leva a rejeição da hipótese nula e, portanto, pode-se afirmar que existe pelo menos uma variável explicativa cujo parâmetro possui significância estatística no modelo logístico (FAVÉRO *et al.* 2014).

Assim como ocorre no modelo de regressão linear, no modelo *Logit* a multicolinearidade entre as variáveis é um problema no ajuste do modelo que pode causar impactos na estimativa dos parâmetros. A existência da multicolinearidade foi verificada através do cálculo da matriz de correlação de *Spearman* (HOLLANDER, WOLFE e CHIKEN, 2013) entre as variáveis explicativas quantitativas e através do cálculo do *VIF* - *Variance Inflation Factor*, que mostra quanto da variância dos coeficientes é inflacionada por sua colinearidade. Cabe destacar que correlações acima de 0,80 ou 0,90 são indicativos de multicolinearidade (KENNEDY, 2003) e que geralmente, valores muito baixos ( $VIF < 0,1$ ) ou muito elevados ( $VIF > 10$ ) é um indicativo de problemas de multicolinearidade (GUJARATI, 2011).

O software utilizado nas análises foi o R (versão 3.2.1) .

## 4 DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A discussão e análise dos resultados foram divididas em duas seções. Na primeira, é apresentada a análise descritiva e exploratória das empresas que realizaram e não realizaram fusões e aquisições no período em estudo. Na segunda, os fatores que determinam a realização de F&As ao longo do tempo.

A pesquisa em questão foi realizada com um total de 75 empresas no período compreendido entre 2010 e 2015, contabilizando uma variável referente à realização de F&As de empresas (variável resposta) e um total de 12 variáveis explicativas. O quadro abaixo apresenta as variáveis utilizadas para análise nesta pesquisa.

| Sigla                  | Descrição                                                                            |
|------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| TAM <sub>(t-1)</sub>   | Tamanho da Empresa                                                                   |
| MEBIT <sub>(t-1)</sub> | Margem EBIT ( <i>Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization</i> ) |
| ALAV <sub>(t-1)</sub>  | Alavancagem Empresarial                                                              |
| QT <sub>(t-1)</sub>    | <i>q de Tobin</i>                                                                    |
| PAY <sub>(t-1)</sub>   | <i>Payout</i>                                                                        |
| EVA <sub>(t-1)</sub>   | <i>Economic Value Added</i>                                                          |
| D_BT <sub>(t-1)</sub>  | Benefícios Tributários (Prejuízo Fiscal)                                             |
| D_SI                   | Segmento de Indústria                                                                |
| D_CONTRF               | Controle Familiar                                                                    |
| D_PM                   | Poder de Monopólio                                                                   |
| D_CM                   | Controle Capital Misto                                                               |
| D_OG                   | Orgulho Gerencial Excessivo                                                          |

**Quadro 9:** Variáveis explicativas da pesquisa

**Fonte:** Elaborado pela autora

### 4.1 Análise Descritiva

A descrição das variáveis qualitativas está apresentada na tabela 2. A partir dela, pode-se destacar que:

Em média e ao longo do período estudado, o percentual de realização de F&As foi de 28,9%; o percentual de empresas que apresentaram prejuízo fiscal foi de 41,6%; o percentual de empresas pertencentes ao segmento industrial foi de 44,0%; o percentual de empresas que possuem Controle Familiar foi de 60,6%; o percentual de empresas com realização de F&As no intuito de obter poder de monopólio foi de 16,4%; o percentual de empresas que possuem

estrutura de Controle Capital Misto foi de 12% e, o percentual de F&As realizadas com Orgulho Gerencial Excessivo foi de 36,9%.

Ressalta-se que as variáveis, Prejuízo Fiscal e Controle Familiar apresentaram alguns dados ausentes, enquanto que, a variável, Orgulho Gerencial Excessivo apresentou um elevado número de dados ausentes. Para esta última, a ausência de dados ocorreu em virtude de sua operacionalização, sendo que, foi possível atribuir uma categoria, somente quando da ocorrência de F&As no período.

**Tabela 2 - Descrição das variáveis qualitativas**

| Variáveis                           |     | N   | %     |
|-------------------------------------|-----|-----|-------|
| Realização de F&As (n=450)          | Não | 320 | 71,1% |
|                                     | Sim | 130 | 28,9% |
| Benefícios Tributários – PF (n=445) | Não | 260 | 58,4% |
|                                     | Sim | 185 | 41,6% |
| Segmento de Indústria (n=450)       | Não | 252 | 56,0% |
|                                     | Sim | 198 | 44,0% |
| Controle Familiar (n=447)           | Não | 176 | 39,4% |
|                                     | Sim | 271 | 60,6% |
| Poder de Monopólio (n=450)          | Não | 376 | 83,6% |
|                                     | Sim | 74  | 16,4% |
| Controle Capital Misto (n=450)      | Não | 396 | 88,0% |
|                                     | Sim | 54  | 12,0% |
| Orgulho Gerencial Excessivo (n=160) | Não | 101 | 63,1% |
|                                     | Sim | 59  | 36,9% |

**Fonte:** Elaborado pela autora

Na tabela 3, apresenta-se a descrição das variáveis quantitativas. A partir dela, pode-se destacar que:

Ao longo do período estudado, o valor mediano do *Ln* do Ativo foi de 14,81; da Margem *EBIT* foi de 0,18; da Alavancagem Empresarial foi de 0,22, do *q* de Tobin foi de 1,10, do *Payout* de 0,27 e do *Economic Value Added* foi de 0,00.

As variáveis, Margem *EBIT*, *q* de Tobin, *Payout* e *Economic Value Added* apresentaram maior variabilidade.

**Tabela 3 - Descrição das variáveis quantitativas**

| <b>Variáveis</b>            | <b>N</b> | <b>Média</b> | <b>D.P.</b> | <b>Mín.</b> | <b>1° Q</b> | <b>2° Q</b> | <b>3° Q</b> | <b>Máx.</b> |
|-----------------------------|----------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tamanho da Empresa          | 449      | 14,88        | 1,84        | 8,14        | 13,65       | 14,81       | 16,05       | 20,27       |
| Margem <i>EBIT</i>          | 445      | 0,47         | 3,25        | -34,99      | 0,08        | 0,18        | 1,00        | 21,45       |
| Alavancagem Empresarial     | 448      | 0,23         | 0,19        | 0,00        | 0,07        | 0,22        | 0,34        | 1,47        |
| <i>q de Tobin</i>           | 442      | 1,64         | 2,02        | 0,10        | 0,79        | 1,10        | 1,68        | 21,63       |
| <i>Payout</i>               | 441      | 0,70         | 4,40        | -4,04       | 0,00        | 0,27        | 0,56        | 80,97       |
| <i>Economic Value Added</i> | 428      | -0,11        | 1,26        | -22,19      | -0,04       | 0,00        | 0,05        | 0,24        |

**Fonte:** Elaborado pela autora

A tabela 4 apresenta a descrição das variáveis do presente estudo, ao longo do tempo, considerando os dados de todas as empresas em conjunto. A partir dela, pode-se destacar que:

- Os anos de 2011 e 2012 apresentaram os maiores percentuais de realização de F&As, enquanto que em 2015, ocorreu o menor percentual dessas operações. Traçando um paralelo com as pesquisas divulgadas pela ANBIMA e KPMG (2016), essa tendência se confirma, visto que, o maior volume dessas operações concentrou-se em 2011 e 2012, sofrendo uma queda de aproximadamente 5% em 2015 (ver figuras 1 e 2).
- Os anos de 2011 e 2012 apresentaram as menores porcentagens de Prejuízo Fiscal.
- Os anos de 2011 e 2012 apresentaram as maiores porcentagens de Controle Familiar, enquanto que o ano de 2015 apresentou a menor.
- O ano de 2011 apresentou a maior porcentagem de concentrações envolvendo Poder de Monopólio, enquanto que o ano de 2013 apresentou a menor.
- O Orgulho Gerencial Excessivo manteve-se relativamente constante ao longo do tempo, com exceção de 2014, no qual apresentou um valor menor.
- O Segmento de Indústria e o Controle Capital Misto não variaram ao longo do tempo.
- A variável Tamanho da Empresa apresentou em média um pequeno aumento ao longo do período estudado.

- A Margem *EBIT* apresentou em média um aumento entre 2010 para 2011, seguido por um período de queda em 2012 e 2013. Já em 2014, em média, essa variável aumentou novamente e se manteve em 2015.
- A Alavancagem Empresarial manteve-se, em média, relativamente constante ao longo do tempo.
- O *q* de Tobin apresentou, em média, valores mais altos nos anos de 2010, 2011 e 2013.
- O *Payout* apresentou, em média, valores mais altos nos anos 2013, 2014 e 2015.
- O *Economic Value Added* manteve-se relativamente constante ao longo do tempo, com exceção de 2010, no qual apresentou um valor médio menor.

**Tabela 4 - Descrição das variáveis do estudo ao longo do tempo**

| Variáveis                   | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Realização de F&As          | 22 (29,3%)   | 30 (40,0%)   | 29 (38,7%)   | 16 (21,3%)   | 21 (28,0%)   | 12 (16,0%)   |
| Benefícios Tributários - PF | 30 (42,9%)   | 26 (34,7%)   | 26 (34,7%)   | 33 (44,0%)   | 34 (45,3%)   | 36 (48,0%)   |
| Segmento de Indústria       | 33 (44,0%)   | 33 (44,0%)   | 33 (44,0%)   | 33 (44,0%)   | 33 (44,0%)   | 33 (44,0%)   |
| Controle Familiar           | 43 (59,7%)   | 51 (68,0%)   | 50 (66,7%)   | 46 (61,3%)   | 43 (57,3%)   | 38 (50,7%)   |
| Poder de Monopólio          | 13 (17,3%)   | 18 (24,0%)   | 16 (21,3%)   | 6 (8,0%)     | 11 (14,7%)   | 10 (13,3%)   |
| Controle Capital Misto      | 9 (12,0%)    | 9 (12,0%)    | 9 (12,0%)    | 9 (12,0%)    | 9 (12,0%)    | 9 (12,0%)    |
| Orgulho Gerencial Excessivo | 10 (40,0%)   | 15 (41,7%)   | 14 (37,8%)   | 10 (43,5%)   | 5 (19,2%)    | 5 (38,5%)    |
| Tamanho da Empresa          | 14,49 (1,84) | 14,64 (1,95) | 14,88 (1,82) | 14,98 (1,87) | 15,19 (1,77) | 15,19 (1,77) |
| Margem <i>EBIT</i>          | 0,58 (3,75)  | 0,68 (1,60)  | 0,27 (2,68)  | 0,25 (3,84)  | 0,33 (4,69)  | 0,33 (4,69)  |
| Alavancagem Empresarial     | 0,21 (0,18)  | 0,20 (0,16)  | 0,23 (0,18)  | 0,25 (0,23)  | 0,27 (0,20)  | 0,27 (0,20)  |
| <i>q</i> de Tobin           | 1,80 (2,53)  | 1,99 (2,56)  | 1,43 (1,25)  | 1,80 (2,16)  | 1,32 (1,69)  | 1,32 (1,69)  |
| <i>Payout</i>               | 0,34 (0,58)  | 0,35 (0,46)  | 0,43 (0,73)  | 0,51 (0,99)  | 0,46 (1,49)  | 0,46 (1,49)  |
| <i>Economic Value Added</i> | -0,59 (3,12) | -0,03 (0,32) | -0,01 (0,08) | -0,08 (0,70) | -0,01 (0,08) | -0,01 (0,08) |

**Fonte:** Elaborado pela autora

**Obs.:** Para as variáveis quantitativas foram calculado: média e desvio padrão. Para as variáveis qualitativas: frequência absoluta e frequência relativa.

## 4.2 Análise Exploratória

A comparação das variáveis qualitativas entre a realização e não realização de fusões e aquisições está apresentada na tabela 5. A partir dela, pode-se destacar que os percentuais de realização de F&As foram similares entre as categorias das variáveis, com exceção da variável Poder de Monopólio, em que todos que detinham essa característica, realizam F&As.

**Tabela 5 - Comparação das variáveis qualitativas - Realização e não realização de fusões e aquisições**

| Variáveis                           |     | Não realizou |       | Realizou |        |
|-------------------------------------|-----|--------------|-------|----------|--------|
|                                     |     | N            | %     | N        | %      |
| Benefícios Tributários - PF (n=445) | Não | 184          | 70,8% | 76       | 29,2%  |
|                                     | Sim | 133          | 71,9% | 52       | 28,1%  |
| Segmento de Indústria (n=450)       | Não | 177          | 70,2% | 75       | 29,8%  |
|                                     | Sim | 143          | 72,2% | 55       | 27,8%  |
| Controle Familiar (n=447)           | Não | 127          | 72,2% | 49       | 27,8%  |
|                                     | Sim | 192          | 70,8% | 79       | 29,2%  |
| Poder de Monopólio (n=450)          | Não | 320          | 85,1% | 56       | 14,9%  |
|                                     | Sim | 0            | 0,0%  | 74       | 100,0% |
| Controle Capital Misto (n=450)      | Não | 284          | 71,7% | 112      | 28,3%  |
|                                     | Sim | 36           | 66,7% | 18       | 33,3%  |
| Orgulho Gerencial Excessivo (n=160) | Não | 30           | 29,7% | 71       | 70,3%  |
|                                     | Sim | 14           | 23,7% | 45       | 76,3%  |

**Fonte:** Elaborado pela autora

A tabela 6 apresenta a comparação das variáveis quantitativas entre a realização e não realização de fusões e aquisições. A partir dela, pode-se destacar que, a média das variáveis foi similar, entre as duas categorias, ou seja, empresas que realizaram e não realizaram F&As, com exceção das variáveis *Payout* e *Economic Value Added*, que apresentaram, maiores valores médios na realização dessas operações.

**Tabela 6 - Comparação das variáveis quantitativas - Realização e não realização fusões e aquisições**

| Variáveis                           |     | N   | Média | D.P. | Mín.   | 1° Q  | 2° Q         | 3° Q  | Máx.  |
|-------------------------------------|-----|-----|-------|------|--------|-------|--------------|-------|-------|
|                                     |     |     |       |      |        |       |              |       |       |
| Tamanho da Empresa (n=449)          | Não | 320 | 14,62 | 1,84 | 8,14   | 13,35 | <b>14,59</b> | 15,94 | 20,27 |
|                                     | Sim | 129 | 15,54 | 1,67 | 11,40  | 14,47 | <b>15,32</b> | 16,49 | 20,27 |
| Margem <i>EBIT</i> (n=445)          | Não | 316 | 0,42  | 3,02 | -29,93 | 0,06  | <b>0,16</b>  | 1,00  | 21,45 |
|                                     | Sim | 129 | 0,60  | 3,75 | -34,99 | 0,10  | <b>0,20</b>  | 1,00  | 11,69 |
| Alavancagem Empresarial (n=448)     | Não | 320 | 0,23  | 0,19 | 0,00   | 0,05  | <b>0,21</b>  | 0,34  | 1,47  |
|                                     | Sim | 128 | 0,25  | 0,18 | 0,00   | 0,09  | <b>0,24</b>  | 0,38  | 0,65  |
| <i>q</i> de Tobin (n=442)           | Não | 318 | 1,64  | 2,27 | 0,10   | 0,73  | <b>1,05</b>  | 1,65  | 21,63 |
|                                     | Sim | 124 | 1,64  | 1,19 | 0,38   | 0,93  | <b>1,32</b>  | 1,76  | 7,21  |
| <i>Payout</i> (n=441)               | Não | 317 | 0,55  | 2,53 | -4,04  | 0,00  | <b>0,24</b>  | 0,53  | 41,90 |
|                                     | Sim | 124 | 1,09  | 7,27 | -2,86  | 0,12  | <b>0,35</b>  | 0,65  | 80,97 |
| <i>Economic Value Added</i> (n=428) | Não | 309 | -0,16 | 1,48 | -22,19 | -0,05 | <b>0,00</b>  | 0,04  | 0,24  |
|                                     | Sim | 119 | 0,02  | 0,07 | -0,21  | -0,03 | <b>0,01</b>  | 0,05  | 0,18  |

**Fonte:** Elaborado pela autora

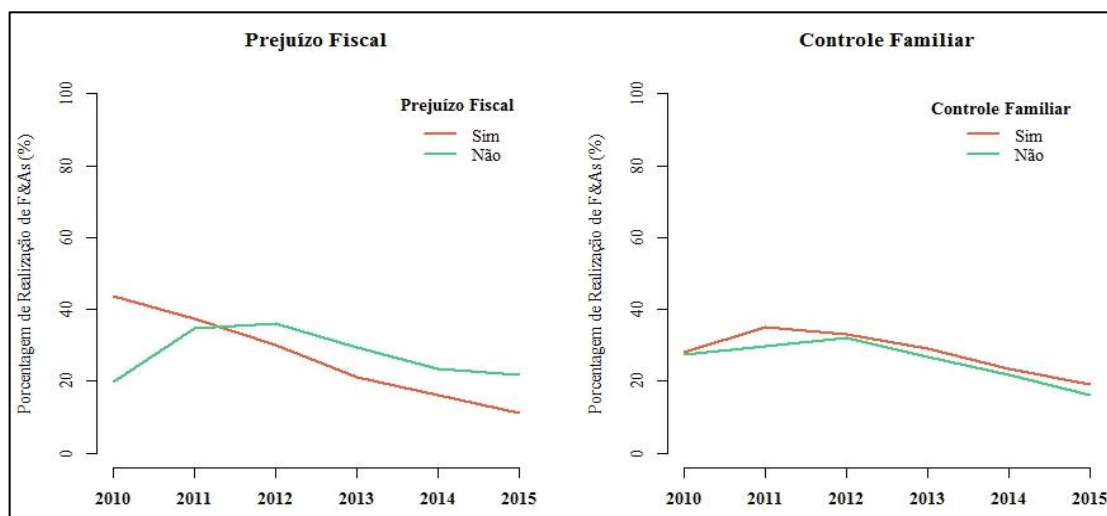
Para explorar de forma descritiva o efeito das variáveis independentes ao longo do tempo, sobre a realização de F&As, foram traçados diagramas de dispersão com ajuste de regressões não paramétricas via métodos de *LOWESS* (CLEVELAND, 1979). As variáveis quantitativas foram categorizadas a partir do seu valor mediano, formando dessa forma duas categorias: menor ou igual à mediana e maior que a mediana.

Em relação aos Benefícios Tributários – PF (figura 6), a porcentagem de realização de F&As foi menor para aquelas empresas que não apresentaram prejuízo fiscal em 2010. Em 2011 essa porcentagem foi quase à mesma, para as duas categorias e nos anos seguintes, o percentual de realização de F&As foi maior para aquelas que não apresentaram prejuízo fiscal. De forma geral, observa-se que, empresas que apresentaram prejuízo fiscal, foram menos suscetíveis a realização de F&As.

Para Kloeckner (1994, p. 48) “créditos de imposto de renda relativos a prejuízos acumulados podem constituir incentivo às fusões, na medida em que uma das empresas for lucrativa. Conforme Ross *et al.* (2015) os ganhos fiscais podem ser um poderoso incentivo para a realização de algumas aquisições. Sendo assim, a partir da análise gráfica, os indícios não corroboram com literatura estudada. Esperava-se uma relação inversa, ou seja, quando da existência de prejuízo fiscal, as empresas seriam mais suscetíveis à realização de F&As.

Em relação ao Controle Familiar (figura 6), a porcentagem de realização de F&As foi muito parecida entre as duas categorias. De uma forma geral, observa-se que empresas controladas por membros familiares, foram mais suscetíveis à realização de F&As.

Rocha (2012) relata que as empresas familiares são 28,3% menos propensas a se envolverem em estratégias de crescimento inorgânico. Sendo assim, a partir da análise gráfica, os indícios não corroboram com a literatura estudada. Esperava-se uma relação inversa, ou seja, empresas familiares seriam menos suscetíveis a realização de F&As.



**Figura 6:** Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo. Prejuízo Fiscal e Controle Familiar

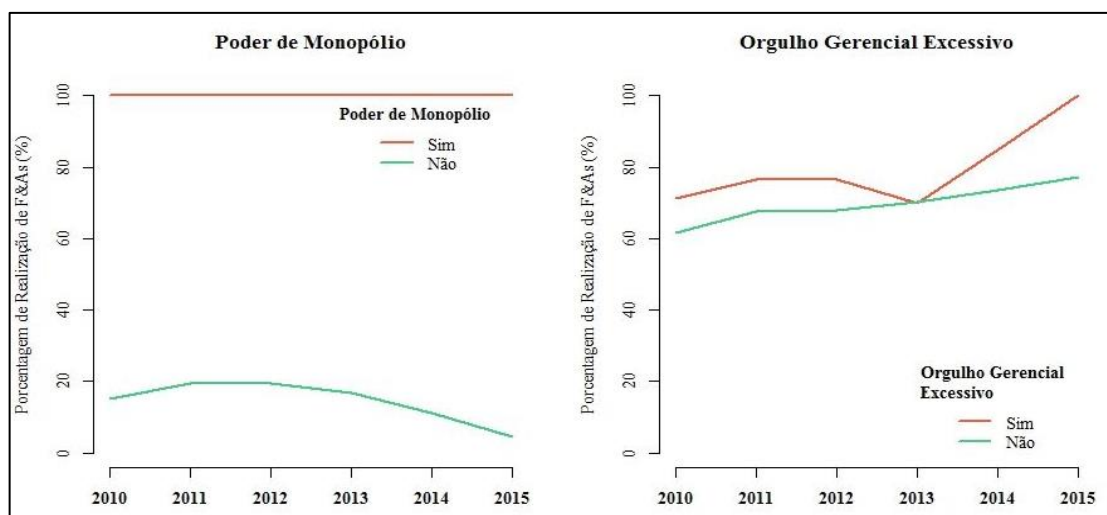
**Fonte:** Elaborado pela autora

Em relação ao Poder de Monopólio (figura 7), todas as empresas que apresentaram essa variável categorizada como um (horizontais), realizam F&As nos períodos analisados. Em contrapartida, as demais empresas, categorizadas como zero apresentaram uma tendência decrescente ao longo do tempo. Em paralelo, foi realizada uma análise individual para o grupo de empresas que realizaram F&As entre 2010 e 2015. Verificou-se que dentre as 130 operações realizadas, 74 (56,9%), foram estratégias horizontais.

Tais estratégias podem conceder as empresas, maior fatia no mercado, ou até mesmo a eliminação de um concorrente (LIPCZYNSKI e WILSON, 2004). Em contrapartida, 56 (43,1%) não se enquadraram como horizontais. Sendo assim, a partir da análise gráfica, os indícios, corroboram com a literatura estudada. Observa-se que, a maior parte das F&As foram realizadas entre empresas atuantes no mesmo ramo de atividade.

Em relação ao Orgulho Gerencial Excessivo – *hubris hypothesis* (figura 7), a porcentagem de realização de F&As foi menor para a categoria com ausência de Orgulho Gerencial Excessivo. A partir de 2013, houve aumento no percentual de F&As, marcadas por esta característica. De forma geral, gestores com presença de Orgulho Gerencial Excessivo, foram mais suscetíveis à realização de F&As.

Para Roll (1986), a decisão em prosseguir com uma aquisição estaria relacionada ao orgulho dos gestores, também denominado *hubris*, que prosseguirão com operações de F&As, mesmo havendo evidências suficientes de que os retornos anormais seriam difíceis de serem alcançados. Sendo assim, a partir da análise gráfica, os indícios, corroboram com a literatura estudada. Uma limitação para essa variável refere-se à quantidade de dados ausentes, neste caso, caberia uma análise mais aprofundada de tal fenômeno.



**Figura 7:** Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo.  
Poder de Monopólio e Orgulho Gerencial Excessivo

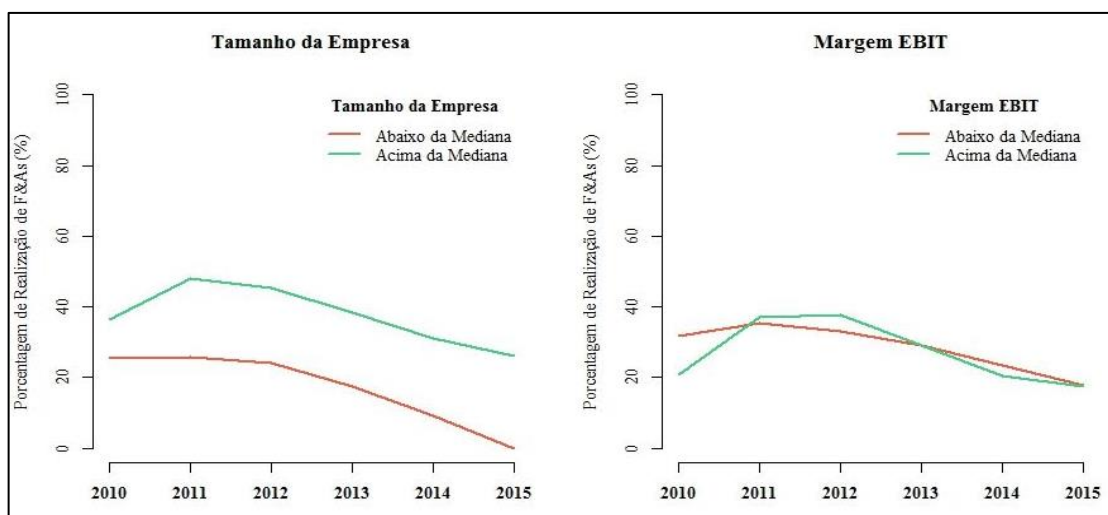
**Fonte:** Elaborado pela autora

Em relação ao Tamanho da Empresa (figura 8), a porcentagem de realização de fusões e aquisições, foi maior para a categoria acima da mediana, ou seja, empresas de maior porte, considerando o  $Ln$  do ativo total. Já aquelas empresas de menor porte, apresentaram menor percentual de realização de F&As, com queda acentuada a partir de 2012. De forma geral, empresas maiores foram mais suscetíveis à realização de F&As.

Ismail e Krause (2010) afirmam que “o tamanho será relevante na determinação de F&As, sendo que os gastos financeiros necessários à operação são considerados, de forma que empresas de maior porte tendem a ter maior facilidade de acesso a recursos”. Sendo assim, a partir da análise gráfica, verifica-se que os indícios, corroboram com a literatura estudada.

Em relação à Margem *EBIT* (figura 8), a porcentagem de realização de F&As, foi parecida entre as duas categorias. De forma geral, empresas com Margem *EBIT* acima da mediana, apresentaram maior percentual de realização de F&As nos anos 2011, 2012 e 2013. A partir de 2013, houve um declínio na realização das transações para as duas categorias.

Depamphilis (2014) destaca que, uma das motivações para a realização de F&As são as potenciais sinergias, podendo advir de economias de escala e escopo ou redução no custo de capital de uma adquirente. Sendo assim, a partir da análise gráfica, não é possível inferir que empresas com maior Margem *EBIT*, são mais propensas a realizarem F&As como estratégia para obtenção de sinergias.



**Figura 8:** Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo.  
Tamanho da Empresa e Margem EBIT

**Fonte:** Elaborado pela autora

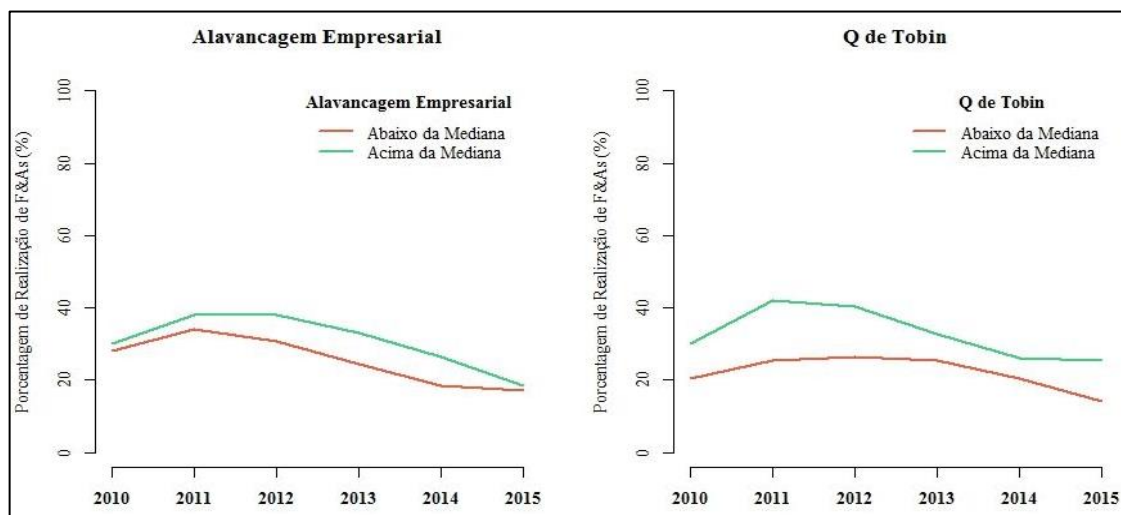
Em relação à Alavancagem Empresarial (figura 9), a porcentagem de fusões e aquisições, foi maior para a categoria acima da mediana. De forma geral, empresas com maior alavancagem, foram mais suscetíveis à realização de F&As.

Lemes Jr., Rigo e Cherobim (2002), destacam que uma das fontes de sinergias nos processos de F&As está relacionada à potencial economia financeira, tal fato advém da possibilidade de obtenção de uma melhor estrutura de capital, maior capacidade de alavancagem com menores custos de endividamento. Vidotto *et al.* (2012), destacam que as organizações estão utilizando estratégias de F&As como instrumento de alavancagem e melhoria na gestão de seus negócios, propiciando à organização adquirente maior crescimento e participação no mercado. Sendo assim, a partir da análise gráfica, os indícios corroboram com literatura estudada, ou seja, empresas com maior alavancagem foram mais suscetíveis a realização de F&As.

Em relação ao  $q$  de Tobin (figura 9), a porcentagem de realização de fusões e aquisições, foi maior para a categoria acima da mediana. De forma geral, o percentual de realização de fusões e aquisições, foi maior para aquelas empresas que apresentaram melhor  $q$  de Tobin, com declínio a partir de 2011 e leve retomada a partir de 2014.

Para Lindenberg e Ross (1981) e Famá e Barros (2000), se  $q$  de Tobin  $> 1$ , na margem, as empresas terão incentivos para investir, uma vez que o valor do novo capital investido excederá o seu custo. Em contrapartida, quando  $q$  de Tobin  $< 1$ , a firma não terá qualquer incentivo para aplicar em novos projetos. Sendo assim, a partir da análise gráfica, verifica-se

que, os indícios corroboram com a literatura estudada. Empresas com maior  $q$  de Tobin, foram mais suscetíveis à realização de F&As (na perspectiva da adquirente).



**Figura 9:** Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo.

Alavancagem Empresarial e  $q$  de Tobin

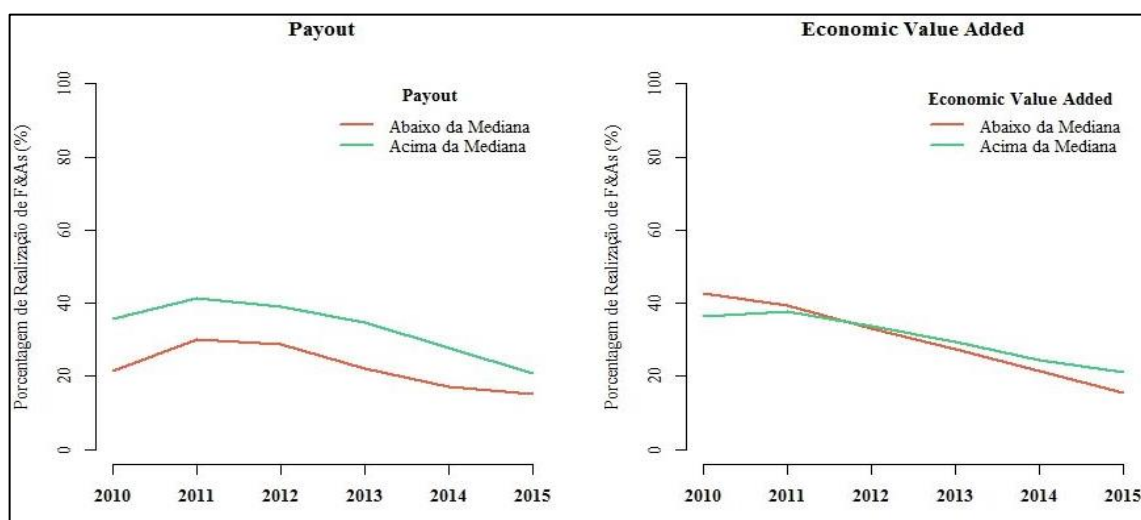
Fonte: Elaborado pela autora

Em relação ao *Payout* (figura 10), a porcentagem de realização de fusões e aquisições, foi maior para a categoria acima da mediana. De forma geral, o percentual de realização de fusões e aquisições, foi maior para aquelas empresas com maior *Payout*, ou seja, maior distribuição de dividendos.

Para Kloeckner (1994) se as possibilidades de investimentos dentro de uma determinada empresa forem restritas, seus executivos poderão procurar oportunidades de investimentos externas à empresa na forma de F&As. Essa alternativa é presente em empresas com fluxo de caixa livre (CAMARGOS e COUTINHO, 2008). Sendo assim, a partir da análise gráfica, verifica-se que, os indícios, não corroboram com a literatura estudada. Esperava-se uma relação inversa, ou seja, empresas, com maior distribuição de dividendos, apresentariam menor fluxo de caixa livre e, conseqüentemente, menor tendência para investirem em F&As.

Em relação ao *Economic Value Added* (figura 10), a porcentagem de realização de fusões e aquisições, foi maior para a categoria acima da mediana. De forma geral, percebe-se que, a partir de 2012, empresas com melhor *EVA*, ou seja, maior potencial para a criação de valor se envolveram em mais processos de F&As. As empresas com *EVA* abaixo da mediana foram menos suscetíveis à realização de F&As.

Conforme Camargos e Barbosa (2005), a lógica subjacente para a realização de F&As, geralmente é a potencial criação, ou manutenção da riqueza dos acionistas. Para Assaf Neto (2003), nos últimos anos, a grande preocupação das empresas, é estabelecer estratégias que levem, a um aumento de seu valor no mercado e da riqueza de seus proprietários. Sendo assim, a partir da análise gráfica, verifica-se que, os indícios, não corroboram com a literatura estudada. Esperava-se que empresas com maior *EVA*, seriam mais suscetíveis à realização de F&As, visto que possuem maior potencial para a criação de valor.



**Figura 10:** Percentual de realização de F&As entre as categorias das variáveis ao longo do tempo.

*Payout e Economic Value Added*

**Fonte:** Elaborado pela autora

Cabe destacar que os diagramas de dispersão com ajuste de regressões não paramétricas via método de *LOWESS* (CLEVELAND, 1979), não se aplica para as variáveis que não variam ao longo do tempo, neste caso, Segmento de Indústria e Controle Capital Misto, sendo assim, optou-se pela utilização de gráficos em barras, no intuito de analisar o comportamento dessas variáveis ao longo do tempo.

Em relação à *Dummy* Segmento de Indústria (figura 11), a porcentagem de realização de F&As foi menor, para empresas pertencentes ao Segmento de Indústria, não apresentando maior tendência para a realização de F&As, quando comparadas com outras, pertencentes ao segmento de serviços e comércio.

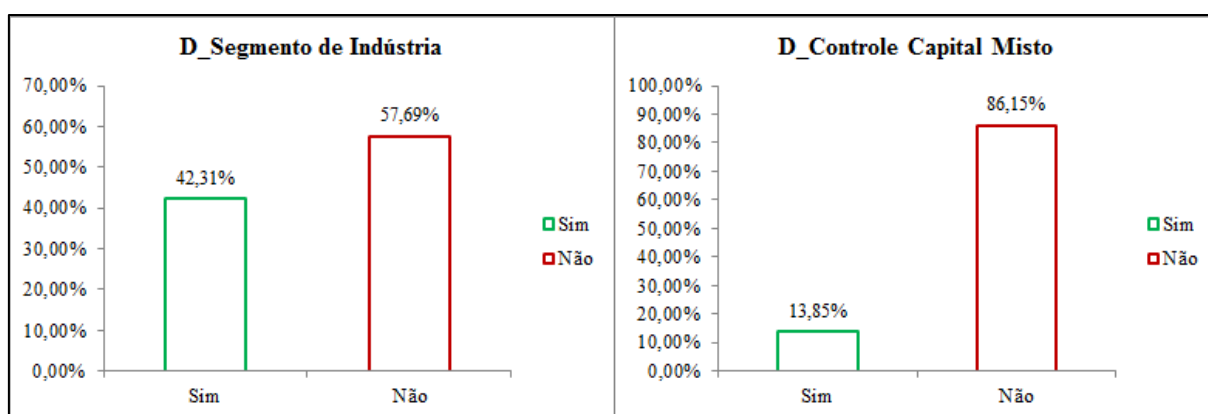
O trabalho de Santos (2013) parte da ideia de que, o Segmento de Indústria possa influenciar a realização de F&As. É possível perceber que dentre as indústrias pesquisadas, 42,31% realizaram F&As, em contrapartida 57,69% das indústrias não optaram pela adoção dessa

estratégia. Sendo assim, a partir da análise gráfica, Os indícios não corroboram com a literatura pesquisada.

Em relação à *Dummy* Controle Capital Misto (figura 11), o percentual de realização de F&As foi menor para aquelas empresas que possuem a participação do Estado em suas atividades. O comportamento dessa variável indica que empresas de capital misto, apresentaram menor tendência para a realização de F&As, quando comparadas com empresas de controle privado.

Sendo assim, a partir da análise gráfica, verifica-se que 13,85% das empresas que possuem capital misto realizaram F&As no período em estudo. Em contrapartida, 86,15%, não realizaram tais operações. Os indícios sugerem que empresas de capital misto, possuem menor tendência à realização de F&As.

Para Miranda (2011) o objeto das sociedades de economia mista é, primordialmente, traçado pelas leis que autorizam a sua constituição e necessário se faz que essa mesma lei autorize a participação das companhias de economia mista em outras sociedades. A existência processos legais e a gestão, talvez sejam empecilhos para a realização de F&As. Os indícios corroboram com a literatura pesquisada.



**Figura 11:** Percentual de realização de F&AS – Segmento de Indústria e Controle Capital Misto

**Fonte:** Elaborado pela autora

**Tabela 7 - Síntese dos indícios encontrados com base na análise descritiva**

| Variável Dependente | Variáveis Explanatórias | Hipótese   | Sinal Esperado | Indícios | Síntese                        |
|---------------------|-------------------------|------------|----------------|----------|--------------------------------|
| F&As                | <i>EVA</i>              | $H_1$ x    | +              | -        | Não corrobora com a literatura |
|                     | <i>MEBIT</i>            | $H_2$ ✓    | +              | +        | Corrobora com a literatura     |
|                     | <i>D_BT</i>             | $H_3$ x    | +              | -        | Não corrobora com a literatura |
|                     | <i>ALAV</i>             | $H_4$ ✓    | +/-            | +        | Corrobora com a literatura     |
|                     | <i>PAY</i>              | $H_5$ x    | -              | +        | Não corrobora com a literatura |
|                     | <i>D_PM</i>             | $H_6$ ✓    | +              | +        | Corrobora com a literatura     |
|                     | <i>D_OG</i>             | $H_7$ ✓    | +              | +        | Corrobora com a literatura     |
|                     | <i>QT</i>               | $H_8$ ✓    | +              | +        | Corrobora com a literatura     |
|                     | <i>TAM</i>              | $H_9$ ✓    | +              | +        | Corrobora com a literatura     |
|                     | <i>D_CONTRF</i>         | $H_{10}$ x | -              | +        | Não corrobora com a literatura |
|                     | <i>D_CONTRCM</i>        | $H_{11}$ ✓ | -              | -        | Corrobora com a literatura     |
|                     | <i>D_SI</i>             | $H_{12}$ x | +              | -        | Não corrobora com a literatura |

Fonte: Elaborada pela autora

A partir da tabela 7, é possível observar que dentre as doze hipóteses propostas nesta pesquisa, oito apresentaram indícios que corroboram com a literatura estudada, com exceção de: Benefícios Tributários; Distribuição de Dividendos e Recompra de Ações; Controle Familiar e Segmento de Indústria, sendo que, esta última, apresentou percentuais próximos, quando avaliado a realização e não realização de F&As.

Ressalta-se que, os resultados obtidos com ajuste de regressões não paramétricas (*LOWESS*), não são conclusivos, sendo um instrumento complementar para a realização de análise descritiva. As conclusões acerca dos determinantes para a realização de F&As serão extraídas a partir da utilização de um modelo econométrico.

### 4.3 Resultados da Avaliação do Modelo Logit de Efeitos Agrupados (GEE)

O principal objetivo nessa sessão é avaliar a qualidade do ajuste no modelo Logit, de acordo com Verbeek (2004), a precisão pode ser avaliada tanto em termos de ajuste entre as probabilidades calculadas e as frequências observadas, quanto em termos de capacidade preditiva do modelo. Um método utilizado para avaliar a qualidade do ajuste no presente estudo foi a comparação das previsões corretas e incorretas.

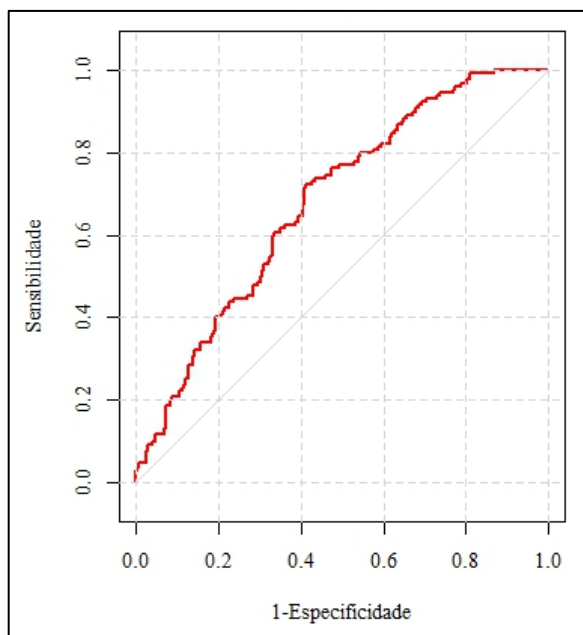
A tabela de classificação ou tabela de expectativa de predição é uma forma de averiguar a capacidade de classificação correta do modelo para os dois grupos de dados, considerando as medidas de sensibilidade, especificidade, valor preditivo positivo (VPP), valor preditivo negativo (VPN) e acurácia. Que pode ser vista na Tabela 8, enquanto que as medidas de qualidade de ajuste podem ser vistas na tabela 9.

De acordo com a tabela 8, constata-se que o modelo ajustado apresentou 63,60% de classificação correta para as empresas estudadas. Entre as empresas que o modelo discriminou que realizaram F&As, 41,3% realmente realizaram. Entre as empresas que o modelo discriminou que não realizaram F&As, 80,7% realmente não realizaram.

| <b>Tabela 8 - Tabela de classificação</b>                  |                                               |                          |                                                              |
|------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------------------------------|
| <b>Situação da empresa</b>                                 | <b>Classificação das empresas pelo modelo</b> |                          | <b>Percentual parcial de classificação correta do modelo</b> |
|                                                            | <b>Não Realizou F&amp;As</b>                  | <b>Realizou F&amp;As</b> |                                                              |
| Não Realizou F&As                                          | 205                                           | 49                       | 205/254 = 80,70%                                             |
| Realizou F&As                                              | 115                                           | 81                       | 81/196 = 41,30%                                              |
| <b>Percentual total de classificação correta do modelo</b> |                                               |                          | <b>286/450 = 63,60%</b>                                      |

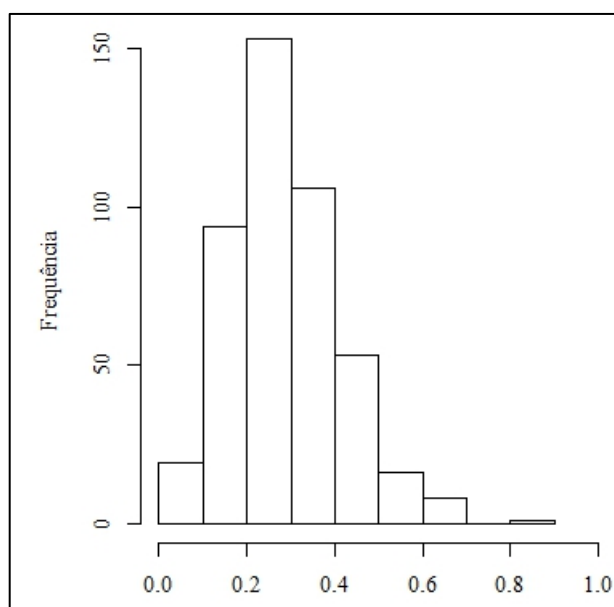
**Fonte:** Elaborada pela autora

Utilizou-se a curva *ROC* (*Receiver Operating Characteristic*) que relaciona a sensibilidade *versus* a especificidade do modelo estimado. Um modelo com nenhum poder preditivo teria a curva *ROC* como uma linha de 45 graus. Quanto maior o poder preditivo do modelo, maior a curva. A área sob a curva é utilizada como uma medida de capacidade preditiva do modelo (BRESSAN, 2009). Neste sentido, pode-se notar, pela figura 12, que o modelo estimado apresentou uma capacidade de predição de 0,680.



**Figura 12:** Curva Receiver Operating Characteristic - ROC  
Fonte: Elaborado pela autora

Os resultados obtidos pela estimação do Modelo Logit para a probabilidade de realização de F&As, encontram-se representados na figura 13, que indica uma concentração de observações na faixa de probabilidade de realização de F&As de até 30%. A prevalência de realização de aquisição ou fusão foi igual a 28,9%.



**Figura 13:** Probabilidades estimadas para a realização de F&As  
Fonte: Elaborado pela autora

A tabela 9 apresenta uma síntese das medidas utilizadas, para avaliar o modelo selecionado para esta pesquisa. A partir dela, foi possível verificar que:

Entre as empresas que realmente realizaram F&As, o modelo foi capaz de prever corretamente 62,3%. Entre as empresas que não realizaram F&As, o modelo foi capaz de prever corretamente 64,1%.

O Tempo; O Tamanho da Empresa; O  $q$  de Tobin; o *Payout* e; O *Economic Value Added* foram capazes de explicar 12,40% da realização de aquisição e fusão. O teste de Hosmer-Lemeshow indica que o modelo está bem ajustado (Valor-p=0,200). O teste de Razão de Verossimilhança indica que existe pelo menos uma variável explicativa cujo parâmetro possui significância estatística no modelo (valor-p=0,000).

**Tabela 9 - Indicadores de qualidade de ajuste**

| Medidas Utilizadas                 | Resultados |
|------------------------------------|------------|
| VPP                                | 0,413      |
| VPN                                | 0,807      |
| Área sobre curva ROC (AUC)         | 0,680      |
| Sensibilidade                      | 0,623      |
| Especificidade                     | 0,641      |
| Acurácia                           | 0,636      |
| Pseudo R <sup>2</sup>              | 12,40%     |
| Hosmer-Lemeshow (Valor-p)          | 0,200      |
| Razão de Verossimilhança (Valor-p) | 0,000      |

**Fonte:** Elaborada pela autora

A Tabela 10 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis quantitativas, enquanto que a Tabela 11 apresenta o *VIF* das variáveis dos modelos selecionados.

**Tabela 10 - Matriz de correlação entre as variáveis quantitativas**

| Variáveis                       | 1     | 2     | 3     | 4    | 5    | 6 |
|---------------------------------|-------|-------|-------|------|------|---|
| Tamanho da Empresa (1)          | 1     |       |       |      |      |   |
| Margem EBIT (2)                 | 0,32  | 1     |       |      |      |   |
| Alavancagem Empresarial (3)     | 0,13  | -0,19 | 1     |      |      |   |
| $q$ de Tobin (4)                | -0,05 | 0,24  | -0,20 | 1    |      |   |
| <i>Payout</i> (5)               | 0,18  | 0,35  | -0,04 | 0,21 | 1    |   |
| <i>Economic Value Added</i> (6) | 0,24  | 0,71  | -0,11 | 0,38 | 0,28 | 1 |

**Fonte:** Elaborada pela autora

**Tabela 11 - *VIF* das variáveis dos modelos selecionados.**

| <b>Variáveis</b>            | <b>Resultados</b> |
|-----------------------------|-------------------|
| Tempo                       | 1,04              |
| Tamanho da Empresa          | 1,14              |
| <i>q</i> de Tobin           | 1,11              |
| <i>Payout</i>               | 1,01              |
| <i>Economic Value Added</i> | 1,10              |

**Fonte:** Elaborada pela autora

A partir das tabelas 10 e 11, percebe-se que todas as correlações foram baixas, assim como todos os valores obtidos para o *VIF* o que indica, que não houve problemas de multicolinearidade nos modelos apresentados.

#### 4.4 Fatores que Determinam a Realização de F&As ao Longo do Tempo

Considerando a característica da variável resposta, assim como a estrutura longitudinal da pesquisa, para verificar os fatores motivam os processos fusões e aquisições das empresas foram testados três de modelos: 1) Modelo Logit de Efeitos Fixos – Condicional e Não Condicional; 2) Modelo Logit de Efeitos Agrupados e 3) Modelo Logit de Efeitos Aleatórios.

Para definir o melhor modelo, seja de Efeitos Fixos, Condicional ou Não Condicional, foi utilizado o teste Hausman (HAUSMAN, 1978). A partir dele pôde-se verificar que o Modelo de Efeitos Fixos Condicional, se mostrou mais adequado, uma vez que o teste de Hausman apresentou o valor-p 0,241 (tabela 17, apêndices). Porém, foi definido a não utilização deste modelo, visto que não permite a inserção de variáveis explicativas que não variam ao longo do tempo como o “Segmento de Indústria” e o “Controle Capital Misto” (Ver Apêndice 6.2).

Dessa forma, foram considerados adequados ao problema em estudo, somente os Modelos Logit de Efeitos Agrupados (*GEE*) e o Modelo de Efeitos Aleatórios. O Modelo de Efeitos Agrupados foi estimado utilizando a metodologia *GEE* (LIANG e ZEGER, 1986), visando alcançar estimadores consistentes e eficientes para  $\beta$ .

O Modelo de Efeitos Agrupados usando o estimador *GEE*, diferente do estimador de Máxima Verossimilhança – ML. É um caminho para contabilizar a correlação existente na mesma empresa ao longo do tempo. Já, o Modelo de Efeitos Aleatórios possui a suposição de que não pode existir correlação entre o efeito aleatório  $\mu_i$  e as variáveis explicativas que estão armazenadas na matriz  $X$  (GREENE, 2012). Para testar essa suposição foi realizado novamente o teste de Hausman.

As tabelas 12 e 13 apresentam um comparativo dos resultados obtidos a partir da utilização do Modelo Logit de Efeitos Agrupados - *GEE* e Modelo Logit de Efeitos Aleatórios, ambos anteriores à aplicação do método *Backward*. A partir delas pode-se observar que, em ambos os modelos, as variáveis Tempo; Tamanho da Empresa; e  $q$  de Tobin foram significativas, considerando um p-valor de 0,05. Além disso, no Modelo Logit de Efeito Agrupado - *GEE* a variável *Payout* também foi significativa.

**Tabela 12 - Modelo Logit de Efeitos Agrupados (GEE) – Antes do Backward**

| Variável Dependente | Variáveis Explanatórias                                                                                                                | Hipótese          | Sinal Esperado | $\beta$ | EP. ( $\beta$ ) | Valor-p | O.R  |  |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|---------|-----------------|---------|------|--|
| F&As                | Intercepto                                                                                                                             | -                 | NA             | -0,558  | 0,377           | 0,138   | -    |  |
|                     | Tempo                                                                                                                                  | -                 | +/-            | -0,238  | 0,062           | 0,000*  | 0,79 |  |
|                     | EVA                                                                                                                                    | H <sub>1</sub> x  | +/-            | 0,136   | 0,089           | 0,124   | 1,15 |  |
|                     | MEBIT                                                                                                                                  | H <sub>2</sub> x  | +              | -0,016  | 0,032           | 0,61    | 0,98 |  |
|                     | ALAV                                                                                                                                   | H <sub>4</sub> x  | -              | 0,274   | 0,669           | 0,682   | 1,32 |  |
|                     | PAY                                                                                                                                    | H <sub>5</sub> ✓  | -              | 0,029   | 0,013           | 0,026** | 1,03 |  |
|                     | QT                                                                                                                                     | H <sub>8</sub> ✓  | +              | 0,158   | 0,076           | 0,037** | 1,17 |  |
|                     | TAM                                                                                                                                    | H <sub>9</sub> ✓  | +              | 0,284   | 0,085           | 0,001*  | 1,33 |  |
|                     | D_BT                                                                                                                                   | H <sub>3</sub> x  | +              | 0,182   | 0,227           | 0,424   | 1,2  |  |
|                     | D_CONTRF                                                                                                                               | H <sub>10</sub> x | -              | 0,024   | 0,305           | 0,939   | 1,02 |  |
|                     | D_CONTRCM                                                                                                                              | H <sub>11</sub> x | -              | -0,154  | 0,482           | 0,749   | 0,86 |  |
|                     | D_SI                                                                                                                                   | H <sub>12</sub> x | +              | -0,107  | 0,314           | 0,733   | 0,9  |  |
|                     | Pseudo R <sup>2</sup>                                                                                                                  |                   |                |         | 13,30%          |         |      |  |
|                     | Nº Observações                                                                                                                         |                   |                |         | 4.950           |         |      |  |
| Legenda             | NA = não se aplica. *, **, *** = significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.<br>x = hipótese rejeitada; ✓ = hipótese não rejeitada. |                   |                |         |                 |         |      |  |

**Fonte:** Elaborada pela autora

**Tabela 13 - Modelo Logit de Efeitos Aleatórios – Antes do Backward**

| Variável Dependente | Variáveis Explanatórias                                                                                                                | Hipótese          | Sinal Esperado | $\beta$ | EP. ( $\beta$ ) | Valor-p  | O.R  |  |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|---------|-----------------|----------|------|--|
| F&As                | Intercepto                                                                                                                             | -                 | NA             | -0,729  | 0,463           | 0,115    | -    |  |
|                     | Tempo                                                                                                                                  | -                 | +/-            | -0,306  | 0,079           | 0,000*   | 0,74 |  |
|                     | EVA                                                                                                                                    | H <sub>1</sub> x  | +/-            | 0,195   | 0,169           | 0,248    | 1,22 |  |
|                     | MEBIT                                                                                                                                  | H <sub>2</sub> x  | +              | -0,025  | 0,043           | 0,553    | 0,98 |  |
|                     | ALAV                                                                                                                                   | H <sub>4</sub> x  | -              | 0,508   | 0,936           | 0,587    | 1,66 |  |
|                     | PAY                                                                                                                                    | H <sub>5</sub> x  | -              | 0,034   | 0,034           | 0,323    | 1,03 |  |
|                     | QT                                                                                                                                     | H <sub>8</sub> ✓  | +              | 0,203   | 0,121           | 0,094*** | 1,22 |  |
|                     | TAM                                                                                                                                    | H <sub>9</sub> ✓  | +              | 0,375   | 0,119           | 0,002**  | 1,45 |  |
|                     | D_BT                                                                                                                                   | H <sub>3</sub> x  | +              | 0,202   | 0,298           | 0,496    | 1,22 |  |
|                     | D_CONTRF                                                                                                                               | H <sub>10</sub> x | -              | 0,013   | 0,355           | 0,97     | 1,01 |  |
|                     | D_CONTRCM                                                                                                                              | H <sub>11</sub> x | -              | -0,217  | 0,601           | 0,718    | 0,8  |  |
|                     | D_SI                                                                                                                                   | H <sub>12</sub> x | +              | -0,095  | 0,408           | 0,817    | 0,91 |  |
|                     | Pseudo R <sup>2</sup>                                                                                                                  |                   |                |         | 8,70%           |          |      |  |
|                     | Nº Observações                                                                                                                         |                   |                |         | 4.950           |          |      |  |
| Legenda             | NA = não se aplica. *, **, *** = significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.<br>x = hipótese rejeitada; ✓ = hipótese não rejeitada. |                   |                |         |                 |          |      |  |

**Fonte:** Elaborada pela autora

No intuito de verificar qual modelo seria mais adequado, para testar as hipóteses desta pesquisa, novamente, optou-se pela aplicação do teste de Hausman, o mesmo apresentou um valor-p menor que 0,001 (tabela 17, apêndices), havendo a violação da suposição de que as variáveis explicativas não possuem correlação com os efeitos aleatórios. Sendo assim, excluiu-se a possibilidade de trabalhar com Modelo de Efeitos Aleatórios, dando sequência à análise de dados, a partir do Modelo Logit de Efeitos Agrupados (GEE).

Para seleção das variáveis, foi utilizado o método *Backward* (EFROYMSON, 1960). Tal procedimento consiste em retirar, por vez, a variável de maior valor-p, sendo esse procedimento repetido, até que restem no modelo somente variáveis significativas. Para o método *Backward* foi adotado um nível de 0,05 de significância.

A Tabela 14 apresenta o Modelo Logit de Efeitos Agrupados (*GEE*), após a aplicação do método *Backward*.

**Tabela 14 - Modelo Logit de Efeitos Agrupados (*GEE*) – Após *Backward***

| Variável Dependente | Variáveis Explanatórias                                                                                                                | Hipótese         | Sinal Esperado | $\beta$ | EP. ( $\beta$ ) | Valor-p  | O.R  |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|----------------|---------|-----------------|----------|------|
| F&As                | Intercepto                                                                                                                             | -                | NA             | -0,525  | 0,212           | 0,013    | -    |
|                     | Tempo                                                                                                                                  | -                | +/-            | -0,225  | 0,061           | 0,000*   | 0,80 |
|                     | EVA                                                                                                                                    | H <sub>1</sub> ✓ | +/-            | 0,110   | 0,064           | 0,085*** | 1,12 |
|                     | PAY                                                                                                                                    | H <sub>5</sub> ✓ | -              | 0,029   | 0,012           | 0,020*   | 1,03 |
|                     | QT                                                                                                                                     | H <sub>8</sub> ✓ | +              | 0,144   | 0,068           | 0,035**  | 1,15 |
|                     | TAM                                                                                                                                    | H <sub>9</sub> ✓ | +              | 0,261   | 0,083           | 0,002*   | 1,30 |
|                     | Pseudo R <sup>2</sup>                                                                                                                  | 12,40%           |                |         |                 |          |      |
|                     | Nº Observações                                                                                                                         | 4.950            |                |         |                 |          |      |
| Legenda             | NA = não se aplica. *, **, *** = significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.<br>x = hipótese rejeitada; ✓ = hipótese não rejeitada. |                  |                |         |                 |          |      |

**Fonte:** Elaborada pela autora

Abaixo, apresenta-se a equação final do modelo de regressão para cálculo da probabilidade de realização de fusões e aquisições.

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{\exp(-0,525 - 0,225 (TEMPO_{it}) + 0,110 (EVA_{it}) - 0,029 (PAY_{it}) + 0,144 (QT_{it}) + 0,261 (TAM_{it}))}{1 + \exp(-0,525 - 0,225 (TEMPO_{it}) + 0,110 (EVA_{it}) - 0,029 (PAY_{it}) + 0,144 (QT_{it}) + 0,261 (TAM_{it}))} \quad (20)$$

A partir da análise do Modelo Logit de Efeitos Agrupados (*GEE*) observa-se que:

- Houve um efeito significativo, valor-p = 0,000, do Tempo sobre as operações de fusões e aquisições das empresas, sendo que, a chance de realizar operações F&As, diminui em 0,80 vezes por ano.
- Houve um efeito significativo, valor-p = 0,085, do *Economic Value Added* sobre as operações de fusões e aquisições das empresas, sendo que em média, a cada unidade que se aumenta nessa variável, a chance de realizar F&As, aumenta 1,12 vezes.

- Houve um efeito significativo, valor-p = 0,020, do *Payout* sobre as operações de fusões e aquisições das empresas, sendo que em média, a cada unidade que se aumenta nessa variável, a chance de realizar F&As, aumenta 1,03 vezes. Ressalta-se que, essa variável, apresentou sinal contrário ao esperado, não sendo encontrada na literatura, nenhuma abordagem sobre tal ocorrência.
- Houve um efeito significativo, valor-p = 0,035, do *q* de Tobin sobre as operações de fusões e aquisições das empresas, sendo que em média, a cada unidade que se aumenta nessa variável, a chance de realizar F&As, aumenta 1,15 vezes.
- Houve um efeito significativo, valor-p = 0,002, do Tamanho da empresa sobre as operações de fusões e aquisições das empresas, sendo que, em média, a cada unidade que se aumenta nessa variável, a chance de realizar F&As, aumenta 1,30 vezes.

Com base neste modelo, foi possível verificar que o Tempo; o Tamanho da Empresa; o *q* de Tobin; o *Payout* e o *Economic Value Added* foram capazes de explicar 12,40% da realização de fusões e aquisições durante o período estudado.

Para esta pesquisa foram propostas, inicialmente, 12 hipótese, das quais, duas necessitaram ser excluídas para fins de análise de regressão, sendo Orgulho Gerencial Excessivo e Poder de Monopólio, restando 10 hipóteses para análise a partir de modelo de regressão. O resultado final está sintetizado no quadro abaixo.

| Hipóteses do Modelo  |                                                                                                                              | Resultado     |
|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>H<sub>1</sub></b> | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à criação de valor aos seus acionistas;                          | Não rejeitada |
| <b>H<sub>2</sub></b> | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à obtenção de sinergias;                                         | Rejeitada     |
| <b>H<sub>3</sub></b> | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada existência de benefícios tributários;                            | Rejeitada     |
| <b>H<sub>4</sub></b> | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu poder de alavancagem;                                     | Rejeitada     |
| <b>H<sub>5</sub></b> | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à política de distribuição de dividendos e/ou recompra de ações; | Não Rejeitada |
| <b>H<sub>6</sub></b> | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada a obtenção de efeitos anticompetitivos e de poder de monopólio;  | Excluída      |

Continua...

... Continuação

|                                                                                                                      |                                                                                                                                            |               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>H<sub>7</sub></b>                                                                                                 | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao orgulho gerencial –dos seus gestores;                                       | Excluída      |
| <b>H<sub>8</sub></b>                                                                                                 | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu custo de reposição e valor de mercado;                                  | Não rejeitada |
| <b>H<sub>9</sub></b>                                                                                                 | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu tamanho;                                                                | Não rejeitada |
| <b>H<sub>10</sub></b>                                                                                                | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao controle familiar;                                                          | Rejeitada     |
| <b>H<sub>11</sub></b>                                                                                                | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao controle capital misto;                                                     | Rejeitada     |
| <b>H<sub>12</sub></b>                                                                                                | a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao segmento de atuação, se comercio, indústria ou serviços, exceto financeiro. | Rejeitada     |
| <b>Obs. Embora a H<sub>5</sub> apresentou-se significativa, p-valor de 0,029, o sinal foi contrário ao esperado.</b> |                                                                                                                                            |               |

**Quadro10:** Resultados para as hipóteses do modelo

**Fonte:** Elaborado pela autora

#### 4.4.1 Análise das Hipóteses Não Rejeitadas

A seguir, apresentam-se os comentários finais sobre as hipóteses não rejeitadas nesta pesquisa:

- **H<sub>1</sub>: Criação de valor**

Para Camargos e Barbosa (2005), a lógica subjacente para que haja a decisão de uma empresa para engajar-se em F&As, geralmente é a potencial criação, ou manutenção da riqueza dos acionistas. Jensen e Ruback (1983) salientam que o valor criado por meio de uma aquisição, terá um efeito positivo no desempenho integral de uma firma, visto que a obtenção de sinergias se traduzirá em melhoria de custos e receitas claramente refletidas nas demonstrações financeiras, o que resultará em movimentos positivos nos preços das ações, e consequentemente, retorno ao acionista.

Bender e Ward (2005) defendem que as principais razões para a realização de F&As fundamentam-se na busca pela capacidade de criação de valor, o que é dificilmente obtido por meio do crescimento orgânico no mesmo prazo. Embora vários autores, abordam a realização de F&As, com intuito de criação de valor, este tema ainda é uma controvérsia na literatura.

Nesta pesquisa, tal hipótese foi testada mediante a utilização do *Economic Value Added* – EVA. Os resultados corroboram com a literatura estudada, ou seja, empresas com maior

potencial de criação de valor, que possivelmente apresentam melhor gestão, são mais propensas a realizar F&As. Ressalta-se que tal variável também foi significativa nos trabalhos de Santos (2013) e Oliveira *et al.* (2015).

- **H<sub>5</sub>: Alternativa a dividendos e recompra de ações**

Para Farinha e Soro (2012) e Kloeckner (1994) quando da obtenção dos resultados (lucros) desejados, estes podem ser direcionados para reinvestimento, seja por meio de desenvolvimento de novos projetos, redução de dívidas ou recompra de ações. As F&As podem ser uma alternativa a distribuição de dividendos e recompra de ações, quando da existência de fluxo de caixa livre.

Kloeckner (1994, p. 48), “afirma que a realização de F&As como uma alternativa a dividendos e recompra de ações foi apresentado por Breston (1980)” e está baseado nas seguintes premissas: o valor da empresa é independente do seu dividendo (MILLER e MODIGLIANI, 1961); os investidores não pretendem utilizar os dividendos para consumo imediato; os dividendos recebidos serão reinvestidos na empresa ou em outra dentro da mesma faixa de risco.

Nesta pesquisa, tal hipótese foi testada mediante a utilização do *Payout*. O resultado apresentou sinal contrário ao esperado, tanto na análise descritiva, quanto no modelo econométrico. O que pode-se inferir é que tal variável foi significativa para a realização de F&As, podendo ser considerada um dos determinantes para a ocorrência de tais operações. Ressalta-se que, não existe, evidências suficientes para afirmar que as empresas optam pela realização de F&As, em detrimento a distribuição de dividendos, conforme abordado pela literatura estudada. Neste caso, sugere-se a realização de estudos aprofundados, com a utilização de outras *proxies*, no intuito de verificar se os resultados serão compatíveis com esta pesquisa.

- **H<sub>8</sub>: Custo de reposição e valor de mercado**

Para Kloeckner (1994), as firmas que apresentam custos de reposição dos ativos maiores que o seu valor de mercado, ou seja, quando a razão  $q$  de Tobin, é menor do que a unidade ( $q$  de Tobin  $< 1$ ) pode vir a ser alvo de propostas de aquisição. Andrade e Stafford (2004)

encontraram evidências sobre a existência de um importante componente “expansionário” das fusões, ou seja, firmas classificadas como alto  $q$  de Tobin são significativamente mais propensas a assumir projetos de fusões e investimentos,

Um  $q$  de Tobin elevado pode ser um indício de eficiência da gestão. Para Famá e Barros (2000) quando esse indicador é maior do que 1, as companhias possuem incentivo para investirem. Sendo assim, a opção por estratégias de F&As pode ser uma alternativa para este investimento, de forma a aumentar o valor na empresa adquirente e transferir tecnologia de gestão para a adquirida. Nesta pesquisa, tal hipótese foi testada mediante a utilização do  $q$  de Tobin. Os resultados vão corroborar com a literatura estudada, ou seja, empresas com  $q$  de Tobin mais elevado, ou seja, maior do que 1 (em média) são mais propensas a realizarem F&As.

- **H<sub>9</sub>: Tamanho da empresa**

Para Higson e Elliott (1998), o tamanho da empresa é um importante discriminador entre empresas adquirentes e alvos. Para Gorton, Kahl e Rosen (2009) a empresa adquirente é normalmente maior, quando comparada com a adquirida, raramente haverá a aquisição de empresas rivais, maiores. Ismail e Krause (2010) argumentam que o tamanho será relevante para a determinação de F&As.

Um estudo publicado pela Deloitte (2015) sobre as perspectivas de F&As destaca que as organizações de maior porte têm à disposição uma diversidade maior de fontes de captação de recursos do que as empresas menores, até em função do nível de garantias que conseguem oferecer e, em alguns casos, de aspectos como governança, demonstrativos financeiros auditados, entre outros que qualificam o grau de maturidade da empresa. Embora não exista uma literatura consolidada sobre a influência do tamanho da empresa nos processos de F&As, vários estudos abordam essa questão.

Nesta pesquisa, tal hipótese foi testada mediante a utilização do  $Ln$  do Ativo Total. Os resultados corroboram com a literatura estudada, ou seja, empresas maiores são mais propensas a realizarem F&As. Ressalta-se que tal variável também foi significativa nos trabalhos de Santos (2013) e Oliveira *et al.* (2015).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As operações de F&As são objeto de estudo em vários campos do conhecimento, com destaque para a área de finanças. Tais operações são vistas como uma forma de expandir, diversificar ou aproveitar oportunidades de investimentos. Trata-se de uma decisão complexa, que demanda tempo, planejamento, recursos e habilidades para lidar com o processo pós F&As.

Normalmente, as operações envolvendo F&As são realizadas visando à obtenção de maior fatia no mercado e maximização de valor ao acionista. No entanto, os resultados obtidos pelas pesquisas científicas, ainda são inconclusivos, o que gera uma controvérsia acerca de tais estratégias. Outra lacuna são os fatores que determinam a realização de tais operações, ainda existe uma carência de estudos com essa abordagem.

Considerando que, F&As são estratégias adotadas com certa regularidade pelas empresas brasileiras e possuem impactos sobre a economia do país, carecendo de pesquisas sobre tal tema, o objetivo desta pesquisa concentrou-se em identificar os fatores determinantes para a realização de fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras adquirentes, listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2015. Para isso, foram analisados dados econômicos, contábeis e de mercado de 130 processos de F&As de uma amostra de 75 empresas.

A partir do objetivo proposto nessa pesquisa, foram delineadas 12 hipóteses, baseadas em um conjunto de variáveis, definidas, a partir do estudo da literatura nacional e internacional. Partiu-se do pressuposto de que tais hipóteses são fatores que determinam a realização de F&As em empresas brasileiras adquirentes.

As hipóteses, com suas respectivas *proxies* de mensuração foram: i) Criação de Valor – EVA; ii) Obtenção de Sinergias – Margem *EBIT*; iii) Benefícios Tributários – D\_BT; iv) Alavancagem Empresarial – ALAV; v) Alternativa a Dividendos e Recompra de ações – *Payout*; vi) Efeitos anticompetitivos e Poder de Monopólio – D\_PM; vii) Orgulho Gerencial Excessivo – D\_OG; viii) Custo de Reposição e Valor de Mercado –  $q$  de Tobin; ix) Tamanho da Empresa – TAM; x) Estrutura de Controle Familiar – D\_CONTRF; xi) Estrutura de Controle Capital Misto – D\_CONTRCM; xii) Segmento de Indústria – D\_SI. Destas, Efeitos

anticompetitivos e Poder de Monopólio – D\_PM; e Orgulho Gerencial Excessivo – D\_OG, não foram testadas em virtude de problemas em sua operacionalização.

As hipóteses delineadas nesta pesquisa foram testadas com a utilização do Modelo Logit de Efeitos Agrupados (*GEE*), no qual, apresentou capacidade preditiva aceitável para a explicação do fenômeno em estudo, igual a 0,68.

A partir do modelo econométrico, verificou-se que, dentre as 10 hipóteses propostas, quatro delas não foram rejeitadas, sendo: i) Criação de Valor; ii) Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações; iii) Custo de Reposição e Valor de Mercado; e iv) Tamanho da Empresa. Ressalta-se que a variável *Payout*, *proxy* para a realização de F&As como Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações, apresentou sinal contrário ao esperado. Não sendo encontrado na literatura, explicações para tal fenômeno. Em contrapartida, as hipóteses rejeitadas foram: i) Obtenção de Sinergias; ii) Benefícios Tributários; iii) Alavancagem Empresarial; iv) Estrutura de Controle Familiar; v) Estrutura de Controle Capital Misto e v) Segmento de Indústria.

Durante a realização desta pesquisa, observou-se que o Tempo, é um fator que exerce influência sobre os processos de F&As, por este motivo, optou-se por avaliar este aspecto, como uma variável explicativa do modelo econométrico. Tal variável apresentou-se significativa (p-valor de 0,000). O que vai corroborar com a literatura pesquisada. Apesar das constantes variações observadas na ocorrência de F&As no Brasil, observa-se que essas operações são marcadas por períodos de maior e menor intensidade. Conforme pesquisa divulgada pela ANBIMA e KPMG (2016) a ocorrência de F&As mantiveram-se aquecidas em 2011 e 2012, apresentando uma tendência ao declínio a partir de 2013.

Para Gaughan (2011) as F&As são fenômenos que ocorrem a partir de atividades intensas, denominadas ondas, podendo ser causadas por choques econômicos, regulatórios e tecnológicos, tais choques, são fatores que impulsionam a adoção dessas estratégias em busca uma rápida expansão. Este fenômeno reforça a necessidade de um melhor entendimento dessa atividade e sua importância para as pesquisas científicas.

Este trabalho se baseou na ótica da empresa adquirente, trazendo como inovação o teste de hipóteses não utilizadas anteriormente em pesquisas nacionais e internacionais. Para pesquisas futuras recomenda-se:

- A ampliação da amostra desta pesquisa, buscando a inclusão de empresas que possuem capital fechado, o que permitirá a generalização dos resultados.
- Realização de um confronto entre fatores que determinam a realização de F&As por empresas adquirentes e alvos;
- Utilização de abordagem quantitativa e qualitativa, em forma de estudo múltiplo de casos, no intuito de identificar e confrontar os resultados acerca dos fatores que determinam a realização de F&As.
- Replicação desse estudo para empresas nacionais e internacionais, no intuito de verificar se os determinantes para a realização de F&As são influenciados pelas características econômicas, sociais e culturais de cada país.

As limitações encontradas nesta pesquisa foram:

- Dificuldade em ampliar a amostra, visto que não existe, uma base de dados única, contendo informações sobre empresa que realizaram F&As no Brasil. Neste caso, foi necessário escolher uma fonte de comunicação que permitisse a identificação de tais operações. Nesta pesquisa, optou-se pelo Ranking ANBIMA, que oferece informações detalhadas sobre as áreas de fundos de investimento, mercado de capitais e serviços qualificados.
- Dificuldade de obtenção de dados para as empresas de capital fechado, que realizaram F&As no período em estudo, limitando a amostra de estudo. Tal fato poderá ocasionar a redução do poder de generalização dos resultados.
- Dificuldades para definir e/ou operacionalizar as variáveis explicativas a serem incluídas no modelo de regressão. É notória a existência de um baixo número de

pesquisas sobre os motivos que permeiam a realização de F&As por empresas adquirentes. Grande parte dos estudos internacionais concentram esforços em identificar as características das empresas alvos. Nesta pesquisa, optou-se pela definição das variáveis a partir do estudo da literatura nacional e internacional. O intuito foi encontrar *proxies* capazes de representar o fenômeno estudado.

- Impossibilidade de confronto entre resultados obtidos, mediante a utilização de técnicas quantitativas e aqueles decorrentes de práticas empresariais. Para um melhor entendimento acerca dos motivos que permeiam as operações de F&As, seria adequado aliar metodologias quantitativas e qualitativas, tais como: entrevistas, questionários, observação participante, estudo de caso, etc.

Em síntese, os resultados obtidos pelo modelo de regressão, permitem concluir que os fatores determinantes para a realização de F&As, sob a ótica da empresa adquirente, são: i) Criação de Valor ao Acionista: empresas com maior potencial para a criação de valor são mais propensas à realização de F&As; ii) Política de Distribuição de Dividendos e/ou Recompra de Ações: empresas com um alto índice de *Payout* são mais propensas a realização de F&As (sinal contrário ao esperado); iii) Custo de Reposição e Valor de Mercado: empresas com elevado  $q$  de Tobin, (maior do que 1), são mais propensas a realizarem F&As; iv) Tamanho da Empresa: empresas maiores são mais propensas a realização de F&As. Adicionalmente, verificou-se que o Tempo é um fator a ser observado quando da ocorrência de tais operações.

Destaca-se por fim, que este estudo atingiu o objetivo proposto, que foi identificar os fatores que determinam a ocorrência de F&As em empresas brasileiras de capital aberto, contribuindo assim, para preencher uma lacuna no incipiente arcabouço teórico sobre o tema, além de propor uma nova abordagem para se entender essas complexas estratégias empresarial, focada nos seus motivos, ao invés de seus resultados, como se observa na maioria dos trabalhos empíricos.

## REFERÊNCIAS

- ABREVAYA, J. The equivalence of two estimators of the fixed-effects logit model. **Economics Letters**, n. 55, v. 1, 1997.
- ACHIM, S. A. Recent trends in the study of mergers and acquisitions. **Finance**, v. 18, n. 1, 2015.
- ALCADE, N.; ESPITIA, M. The characteristics of takeover targets: the Spanish experience 1991-1997. **Journal of Management and Governance**, v. 7, n. 1, 2003.
- ALDRICH, J. H.; NELSON, F. D. **Linear probability, logit, and probit models**. London: Sage, 1984. 94 p.
- ANBIMA. **Fusões e aquisições**. Ano XI nº 24. Dezembro de 2015.
- ANDRADE FILHO, E. O. **Imposto de renda das empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- ANDRADE, M. M. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 5. Ed. São Paulo: Atlas. 2002.
- ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ANDRADE, G.; STAFFORD, E. Investigating the economic role of mergers. **Journal of Corporate Finance**, Boston, v. 10, n. 1-36, 2004.
- ASSAF NETO, A. **Contribuição ao estudo de avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática**. 2003. 202 f. Tese de Doutorado (Livre Docência). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003.
- \_\_\_\_\_. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ASTRACHAN, J. H. Welcome from the editor. **Journal of Family Business Strategy**, v. 1, 2010.
- AUERBACH, A. J; REISHUS, D. The impact of taxation on mergers and acquisitions. **NBER Working Paper**, n. 2192, 1987.
- BACHIR, O. A. A. **Um estudo sobre o nível de evidenciarão nas demonstrações financeiras em casos de combinações de negócios no Brasil, nos anos de 2010 e 2011**. 2013. 102 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo: 2013.
- BENDER, R.; WARD, K. **Corporate Financial Strategy**. 2 ed. USA: Butterworth Heinemann, 2005.
- BERLE, A. A., JR.; MEANS, G. C. **The modern corporation and privacy property**. New York: MacMillan, 1932.

BERNARDO, J. R. R. F; CAMPOS FILHO, L. A. N. Mapeamento da pesquisa acadêmica em fusões e aquisições. **Revista Eletrônica Sistemas & Gestão**, n. 5, v. 3, 2010.

BEUREN, I. M.; LONGARAY A. A.; RAUPP, F. M.; SOUSA, M. A. B.; COLAUTO, R. D.; PORTON, R. A. B. **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BHATTACHARYYA, S.; NAIM, A. Horizontal acquisition and buying power: a product market analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n. 1, 2011.

BNDES. **Privatização: histórico**, 2015.

BONELLI, R. **Fusões e aquisições no Mercosul**. Texto para discussão – IPEA, 2000.

BORTOLUZZO, A. B.; GARCIA, M. P. S.; BOEHE, D. M.; SHENG, H. H. Desempenho de fusões e aquisições *cross border*: análise empírica do caso brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 6, 2014.

BOWER, J. L.; Not all M&As are alike and that matters. **Harvard Business Review**, v. 79, n. 3, 2001.

BRASIL. **Decreto nº 3.000, de 26 de Março de 1999**. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Brasília, 1999.

\_\_\_\_\_. **Decreto-Lei nº 2.341, de 29 de junho de 1987**. Dispõe sobre a correção monetária das demonstrações financeiras, para efeitos de determinar o lucro real. Brasília, 1987.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999**. Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. Brasília, 1999.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Brasília, 2002.

\_\_\_\_\_. **Lei 6.404/76**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, 1976.

\_\_\_\_\_. **Lei 12.529/11**. Dispõe sobre a prevenção e repressão as infrações contra a ordem econômica. Brasília, 2011.

BRESSAN, V. G. F. **Seguro depósito e moral hazard nas cooperativas de crédito brasileiras**. 2009. 400 f. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós Graduação em Economia Aplicada, Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 2009.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1999.

BRITO, A. S. G; BATISTELLA, F. G; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista Administração**. São Paulo, v. 40, n. 4, 2005.

BRUNER, R. **Applied mergers and acquisitions**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.

BUOYS, G. **Facebook oficializa compra do WhatsApp por US\$ 21,8 bilhões**. Por O GLOBO, 2014.

CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONOMICA. **Quem é o Cade?** Brasília, 2015.

CAMARGOS, M. A. **Fusões e aquisições de empresas brasileiras**: criação de valor, retorno, sinergias e risco. 2008. 263 f. Tese (Doutorado em Administração) - Centro de Pós Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

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, 2003.

\_\_\_\_\_. Análise empírica da hipótese de maximização de riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós plano real. **Revista de Gestão USP**, v. 12, n. 6, 2005.

\_\_\_\_\_. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, 2009.

\_\_\_\_\_. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 1, 2010.

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, 2008.

CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. F. R.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **Revista de Gestão USP**, v. 15, n. 4, 2008.

CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. 2002. 163 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) - Instituto de Economia, Universidade de Campinas – UNICAP, Campinas, 2002.

CASTRO, D. M. F. **Criação de valor em fusões e aquisições**. 2010. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

CHAMBERLAIN, G. Analysis of covariance with qualitative data. **Review of Economic Studies**, n. 47, 1980.

CLEVELAND, W. S. Robust locally weighted regression and smoothing scatterplots. **Journal of the American Statistical Association**, v. 74, n. 368, 1979.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Econômica**, n. 4, v. 16, 1937.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Makron Books, 2002,

CPC - COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento CPC 15 – Combinações de Negócios**. Brasília, 2009.

COSTA, JR. J. V. **Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006**. 2008. 155 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

DARGAUD, E.; REGGIANI, C. On the price effects of horizontal mergers: a theoretical interpretation. **Bulletin of Economic Research**, v. 63, n. 3, 2015.

DELOITTE. **Perspectivas sobre consolidação de mercados, estratégias de investimentos e o movimento de fusões e aquisições**. Pesquisa, 2015.

DeMARIS, A. **Logit modeling: practical applications**. Newbury Park: Sage, 1992. 86 p.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, 1983.

DEPAMPHILIS, D. M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities**. 7 ed. Academic Press: Elsevier, 2014.

DONALDSON, G. **Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity**, Beard Books: Washington, 2000.

DUARTE, S. V.; FURTADO, M. S. V. **Manual para elaboração de monografias e projetos de pesquisas**. 3. ed. Montes Claros: Unimontes, 2002.

DUARTE, P.C.; LAMOUNIER, W.M.; TAKAMATSU, R.T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: **CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE**, 4. 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2007.

EFROYMSON, M. A. Multiple regression analysis. **Mathematical methods for digital computers**, v. 1, 1960.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, 1989.

FABRETTI, L. C. **Contabilidade tributária**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, 1970.

\_\_\_\_\_. Efficient capital markets II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, 1991.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, 2000.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, 1983.

FARINHA, J.; SORO, M. **Dividendos e recompra de ações**: da teoria à prática. Vida Econômica: Porto, 2012.

FASOLIN, L. B.; BRIZOLLA, M. M. B.; SILVA, A.; KLANN, R. C. Características das Companhias Brasileiras relacionadas às práticas de combinações de negócios. In: **CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA**, 14, 2014, São Paulo, (SP). **Anais...** São Paulo: USP, 2014.

FAVÉRO, L. P.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FERNANDEZ, P; PIZARRO, A. O; ACÍN, I. F. **Market risk premium used in 71 countries in 2016**: A Survey with 6,932 Answers. (2016). Available at SSRN.

FERNANDEZ, P.; BAONZA, J. C. **Market risk premium used by analysts and companies**: A survey with 2,400 answers. (2010) Available at SSRN.

FIRTH, M. Takeovers shareholder wealth returns, and the theory of the firm. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 94, n. 2, 1980.

FITZMAURICE, G. M.; LAIRD, N. M.; WARE, J. H. **Applied longitudinal analysis**. John Wiley & Sons, 2012.

FRANCISCO, J. R. S. **Índice de Governança Corporativa: Criação de Valor e Desempenho nas Cooperativas de Crédito**. 2014. 321 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2014.

FRANCO, P. M.; CAMARGOS, M. A. Análise do Grau de Concentração do Setor Bancário Brasileiro, 1994-2010. In: **ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO - ENEGEP**, 31, 2011, Belo Horizonte (MG). **Anais** do XXXI ENEGEP. Rio de Janeiro: ABEPRO, 2011.

G1. **Microsoft compra a rede social LinkedIn por R\$ 26,20 bilhões**. Disponível em: < <http://g1.globo.com/tecnologia/noticia/2016/06/microsoft-compra-rede-social-linkedin-por-us-262-bilhoes.html>>.

GAUGHAN, P. A. **Mergers, acquisitions, and corporate restructurings**. 5 ed. John Wiley & Sons: Hoboken, 2011.

GELMAN, A.; HILL, J. Missing-data imputation. **Behavior research methods**, v. 43, n. 2, 2007

GEORGIA INSTITUTE OF TECHNOLOGY. **Discrete dependent variable models**. In: Scientific approaches to transportation research (NCHRP 20-45). Online documentation, v. 2, cap. 5.

GORTON, G.; KAHL, M.; ROSEN, R. J. Eat or be eaten: a theory of mergers and firm size. **Journal of Finance**, Chichester, v. 6, n. 3, 2009.

GREENE, W. H. **Econometric Analysis**, 7<sup>th</sup> ed. Prentice Hall, 2012.

GREGORIOU, G.; RENNEBOOG, L. **International mergers and acquisitions activity since 1990**: recent research and quantitative analysis. Academic Press: Elsevier, 2007.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 5. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

HARFORD, J. What drives merger waves? **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 3, 2005.

HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, v. 46, n. 6, 1978.

HAYASHI, F. Tobin's marginal q and average q. **Econometrica**, v. 50, n. 1, 1982.

HIGSON, C.; ELLIOTT, J. Post-takeover returns: The UK evidence. **Journal of Empirical Finance**, v. 5, n. 1, 1998.

HOLLANDER, M.; WOLFE, D. A.; CHICKEN, E. **Nonparametric Statistical Methods**. John Wiley & Sons, 2013.

HOLMSTRON, B.; KAPLAN, S. N. Corporate governance and merger activity in the United States: making sense of the 1980s e 1990s. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, 2001.

IFRS. **International Financial Reporting Standard 10**. Consolidated Financial Statements. 2011.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável a todas as sociedades, de acordo com as normas internacionais e do CPC. 2. ed. São Paulo: Atlas 2014.

ISMAIL, A.; KRAUSE, A. D. Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 50, n. 4, 2010.

JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C. P.; WEISBACH, M. S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 3, 2000.

JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law & Economics**, v. 26, 1983.

\_\_\_\_\_. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986.

\_\_\_\_\_. Takeovers: their causes and Consequences. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 2, n. 1, 1988.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, 1983.

JUNQUEIRA, L. R.; OLIVEIRA, J. L.; BRESSAN, A. A.; BERTUCCI, L. A. Alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileiras de capital aberto no período 1995-2002. **Revista de Economia e Gestão**. v. 10, n. 23, 2010.

KENNEDY, P. **A Guide to Econometrics**. MIT press, 2003.

KIESLER, S.; SPROULL, L. S. Response effects in the electronic survey. **Public Opinion Quarterly**, Oxford, v. 50, n. 3, p. 402-413, Sept.1986.

KING, D.R.; DALTON, D.R.; DAILY, C.M.; COVIN, J.G. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. **Strategic Management Journal**, v. 25, 2004.

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

KPMG. **Fusões e aquisições 2016 – 1ª Trimestre: Mergers e Acquisitions**, 2016 – 1<sup>st</sup> Quarter.

LAMB, R. Conflitos e teoria da agência – uma visão financeira. In: **ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**, 26, 1992, Canela: ANPAD, 1992.

LANCASTER, T. The Incidental Parameters Problem since 1948. **Journal of Econometrics**, v. 95, n. 2, 2000.

LANG, L.; STULZ, R. M.; WALKLING, R. A. A. Tobin' q and the gains from successful tender offers, **Journal of Financial Economics**, v. 24, n. 1, 1989.

LANG, L.; OFEK, E.; STULZ, R. M. Leverage, investment, and firm growth. **Journal Financial Economics**, v. 40, n. 1, 1996.

LEMES, JR. A. B; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras**. 3. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas - RAE eletrônica**, v. 2, n. 2, 2003.

LEITAO, C. R. S.; GALLI, O. C. Volatilidade em fusões e aquisições: um estudo no mercado brasileiro. **Organizações em Contexto**, v. 10, n. 20, 2014.

LINDENBERG, E.; ROSS, S. Tobin's q ration and industrial organization. **Journal of Business**, v. 54, 1981.

LIANG, K.Y. e ZEGER, S. L. Longitudinal data analysis using generalized linear models. **Biometrika**, v. 73, n. 1, 1986.

LIPCZYNSKI, J.; WILSON, J. **The economics of business strategy**. Person Education. England, 2004.

LOPES, L. **Criação de valor para acionistas de empresas adquirentes em processos de F&A e análise de eficiência de mercado entre 2001 e 2011**. 2013. 72 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

LOCKETT, A.; WIKLUND, J.; DAVIDSSON, P.; GIRMA, S. Organic and acquisitive growth: re-examining, testing and extending Penrose's growth theory. **Journal of Management Studies**, n. 48, v. 1, 2011.

LUBATKIN, M. Merger and performance of acquiring firm. **Academy of Management Review**, v. 8, n. 2, 1983.

MÁLAGA, F. K. **Estudo do risco sistêmico das empresas resultantes de fusões e aquisições e as expectativas dos investidores e dos gestores**. 2007. 203 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, 2008.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. **Journal of Political Economy**, Chicago: University of Chicago, v. 73, n. 2, 1965.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos da metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARQUETTI, A.; VIALI, L. Princípios e aplicações de regressão local. **Revista Análise Econômica**, n. 42, 2004.

MARSHALL, A. **Princípios de economia**, vol. 1. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. Ed., São Paulo: Atlas, 2002, 134 p.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MCCULLAGH, P.; NELDER, J. A. **Generalized linear models**. CRC press, 1989.

MILL, J. S. **Princípios de economia política**. São Paulo: Nova Cultural, 1983.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, 1961.

MIRANDA, M. B. Sociedade de economia mista e concentração de empresas. **Revista Virtual Direito Brasil**, v. 5, n. 1, 2011.

MIRANDA, J. C.; MARTINS, L. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Economia e Sociedade**, v. 14, s/n, 2000.

MISRA, S. D. Determinants of target firms in a takeover. **International Research of Finance and Economics**, v. 9, n. 9, 2009.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, n. 1, v. 20, 1988.

MÜSSNICH, F. A. M. A utilização desleal de informações privilegiadas - insider trading - no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 18, n. 34, 1979.

NAKAYAMA, W. K. **Divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios na vigência do Pronunciamento Técnico CPC 15**. 2012. 153 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

NAPIER, N. K. Mergers and acquisitions, human resources issues and outcomes: a review and suggested typology. **Journal of Management Studies**, v. 26, n. 3, 1989.

NARDI, R. Y. S. **Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado**. 2012. 117f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

NARDI, R. Y. S.; SILVA, E. S. Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado. In: **XXXVI ENCONTRO DA ANPAD**, 36, 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2012.

NAGELKERKE, N. JD. A note on a general definition of the coefficient of determination. **Biometrika**, v. 78, n. 3, 1991.

OLIVEIRA, N. G.; NADONE, C. L.; PINHEIRO, L. E. T.; LAMOUNIER, W. M. Determinantes para a realização de combinações de negócios envolvendo empresas brasileiras. In: **CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**, 6, 2015, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: AdCont, 2015.

OXFORD, D. **Learning's dictionaries**, 2015.

PALEPU, K. G. Predicting takeover targets, a methodological and empirical analysis, **Journal of Accounting and Economics**, v. 8, n. 3, 1986.

PENROSE, E. T. **Teoria del crecimiento de la empresa**. Madrid: Aguilar, 1962.

PEREIRA, N. C.; CALEGARIO, C. L. L.; CARVALHO, F. M.; SANTOS, A. C. Fusões e aquisições na indústria brasileira: um estudo dos efeitos de transbordamento de produtividade. **ENCONTRO DA ANPAD**, 38, 2014, Rio de Janeiro (RJ).

PESSANHA, G. R. G.; CALEGARIO, C. L. L.; SÁFADI, T.; ÁZARA, L. N. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, 2012.

PIMENTA, D. P.; GARTNER, I. R. Fatores determinantes das fusões e aquisições bancárias no mercado brasileiro. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 3, 2014.

PINO, F. A. Modelos de decisão binários: uma revisão. **Revista de Economia Agrícola**, v. 54, n. 1, p. 43-57, jan./ jun. 2007.

PINTO JR, H. Q.; IOOTTY, M. Fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, 2005.

POWELL, R. G. Modelling takeover likelihood. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 24, n. 7, 1997.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

REINHART, W. J. **The theoretical development and empirical investigation of a relative valuation concept**. Thesis (Ph. D.) - University of North Carolina, 1977.

ROCHA, T. A. R. **Efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e aquisição**. 2012. 130 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, 1986.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, 1973.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F.; LAMB, R. **Administração financeira: corporate finance**. 10 ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.

RUSSO, C. M.; BASSO, L. F. C.; KIMURA, H. O retorno para o acionista da companhia adquirente em transações de M&A: uma análise a luz do meio de pagamento. **XXXVIII ENCONTRO DA ANPAD**, 38, 2014, Rio de Janeiro (RJ).

SARFATI, G.; SHWARTZBAUM, A. Sinergia nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil. **Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 7, n. 4, 2013.

SANTOS, C. E. R. **Incorporação, fusão, cisão no planejamento e crescimento societário**. 2008. Disponível em < <http://docplayer.com.br/5515385-Incorporacao-fusao-e-cisao-no-planejamento-e-crescimento-societario-cosme-eduardo-ramos-dos-santos-1-novembro-2008.html>>. Acesso em 17/12/2015.

SANTOS, T. A. **Determinantes de fusões e aquisições na indústria manufatureira no Brasil**. 2013. 98 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal de Lavras, Lavras: 2013.

SCHERER, F. M; ROSS, D. **Industrial market structure and economic performance**. 3 ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SERVAES, H. Tobins' q and the gains from takeovers. **The Journal of Finance**, v. 41, n. 1, 1991.

SETH, A. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 4, 1990.

SHARMA, P. An overview of the field of Family business studies: current status and directions for the future. **Family Business Review**, v. 17, n. 1, 2004.

SHIM, J.; OKAMURO, H. Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 1, 2011.

SHIMAMOTO, M. **Indústria farmacêutica bate record de fusões e aquisições em 2015**. Por Investimentos e Notícias, 2015.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Value maximization and the acquisition process. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 2, n. 1, 1988

SILVA, D. H. F.; GALLO, M. F. PEREIRA, C. A.; LIMA, E. M. As operações de fusão, incorporação e cisão e o planejamento tributário. In: **CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**, 4, 2004, São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: USP, 2004.

SILVA JÚNIOR, A. B.; RIBEIRO, A. H. P. **Parcerias e alianças estratégicas**. In: BARROS, B. T. **Fusões, aquisições & parcerias**, São Paulo: Atlas, 2001.

SILVA, M. J. A. Fusões e aquisições como caminhos para a competitividade. In: **CONGRESSO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO**, 7, 2011, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: CNEG, 2011.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SINGH, H.; MONTGOMERY, C. Corporate acquisitions strategies and economic performance. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 4, 1987.

SMITH, A. **A riqueza das nações**. Investigação sobre sua natureza e suas causas. São Paulo: Abril Cultural, 1996.

STEARNS, L. B.; ALLAN, K. D. Economic behavior in institutional environments: the corporate merger wave of the 1980s. **American Sociological Review**, v. 61, n. 4, 1996.

STEWART III, G. B. **Em busca do valor: o guia EVA para estrategistas**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

STIGLITZ, J. E.; GREENWALD, B. **Rumo a um novo paradigma em economia monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

STILLMAN, R. Examining antitrust policy towards horizontal mergers. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, 1983.

STULZ, R. M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, 1988.

TAX CONTABILIDADE. **Sociedade de Economia Mista** (Area: Sociedades). Disponível em: <http://www.tax-contabilidade.com.br/matTecs/matTecsIndex.php?idMatTec=45>. Acesso em: 27/06/2016.

TEIXEIRA, E. S.; CURI, I. G. As operações de incorporação, fusão e cisão como formas de planejamento tributário. **Justiça do Direito**. v. 28, n. 1, 2014.

VARIAN, H. R. Symposium on takeovers. **The Journal of Economic Perspectives**. v. 2, n. 1, 1988.

VEBLEN, T. **Absentee ownership business enterprise in recent times: the case of America**. Londres: Transaction Publishers, 1997.

VIDOTTO, J. D. F.; FREIRE, P. S.; SELIG, P. M.; RADOS, G. J. V. O processo de integração após a fusão e aquisição: o caso de dois bancos brasileiros. In: **CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO**, 7, 2012, Rio de Janeiro, (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: CNEG, 2012.

WERNER, R. A. **Família & negócios: um caminho para o sucesso**. Barueri: Manole, 2004.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. São Paulo: Makron Books, 2000.

WESTON, J. F.; CHUNG, K. S.; HOAG, S. E. **Mergers, restructuring, and corporate control**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1990.

WESTON, J. F.; SIU, J. A.; JOHNSON, B. A. **Takeovers, restructuring, & corporate governance**. 3 ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001.

WILLIAMSON, O. L. Mercados y jerarquías: su análisis y sus implicaciones antitrust. México: Fondo de Cultura Económica, 1991.

WOOD JR. T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, v. 2, n. 4, 2004.

## 6 APÊNDICES

### 6.1 Relação das empresas pertencentes à amostra da pesquisa

| Nº | EMPRESA                                        | SETOR                                             | Nº DE OPERAÇÕES REALIZADAS |
|----|------------------------------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------|
| 1  | All Amer. Latina Logística S/A                 | Serviços Transporte e Logística                   | 3                          |
| 2  | Alpargatas S/A                                 | Têxtil e Vestuário                                | 4                          |
| 3  | Ambev S/A                                      | Bebidas e Fumo                                    | 1                          |
| 4  | Biommm S/A                                     | Farmacêutico e Higiene                            | 0                          |
| 5  | Brasil Pharma S/A                              | Emp. Adm. Part. - Farmacêutico e Higiene          | 3                          |
| 6  | Braskem S/A                                    | Petroquímicos e Borracha                          | 3                          |
| 7  | Brasmotor S/A                                  | Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças          | 0                          |
| 8  | CCR S/A                                        | Emp. Adm. Part. - Serviços Transporte e Logística | 4                          |
| 9  | Celulose Irani S/A                             | Papel e Celulose                                  | 0                          |
| 10 | CESP - Cia Energética de São Paulo             | Energia Elétrica                                  | 0                          |
| 11 | Cia Brasileira de Distribuição - Pão de Açúcar | Comércio (Atacado e Varejo)                       | 5                          |
| 12 | Cia Docas de Imbituba                          | Serviços Transporte e Logística                   | 1                          |
| 13 | Cia Eletricidade Est. Da Bahia - COELBA        | Energia Elétrica                                  | 0                          |
| 14 | Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG         | Energia Elétrica                                  | 6                          |
| 15 | Cia Hering                                     | Têxtil e Vestuário                                | 0                          |
| 16 | Cia Paranaense de Energia - COPEL              | Energia Elétrica                                  | 1                          |
| 17 | Cia Siderúrgica Nacional - Sid Nacional        | Metalurgia e Siderurgia                           | 3                          |
| 18 | Contax Participações S/A                       | Emp. Adm. Part. - Telecomunicações                | 3                          |
| 19 | Cosan Limited                                  | Agricultura (Açúcar, Alcool e Cana)               | 0                          |
| 20 | Cosan S/A                                      | Agricultura (Açúcar, Alcool e Cana)               | 3                          |
| 21 | CPFL Energia S/A                               | Energia Elétrica                                  | 3                          |

|    |                                            |                                                         |   |
|----|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------|---|
| 22 | Cremer S/A                                 | Têxtil e Vestuário                                      | 2 |
| 23 | Cristal Pigmentos Brasil S/A               | Petroquímicos e Borracha                                | 0 |
| 24 | CSU Cardsystem S/A                         | Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal                   | 0 |
| 25 | Direcional Engenharia S/A                  | Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração              | 0 |
| 26 | Dohler S/A                                 | Têxtil e Vestuário                                      | 0 |
| 27 | Duratex S/A                                | Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração              | 2 |
| 28 | Ecorodovias Infraestrutura e Logística S/A | Serviços Transporte e Logística                         | 2 |
| 29 | EDP - Energias do Brasil S/A - Energias BR | Energia Elétrica                                        | 1 |
| 30 | Elekeiroz S/A                              | Petroquímicos e Borracha                                | 0 |
| 31 | Embraer S/A                                | Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças                | 1 |
| 32 | Energisa S/A                               | Emp. Adm. Part. - Energia Elétrica                      | 2 |
| 33 | Eucatex S/A - indústria e comercio         | Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração              | 0 |
| 34 | Even Construtora e Incorporadora S/A       | Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração              | 0 |
| 35 | EZ TEC Empreend. E Participações S/A       | Emp. Adm. Part. - Const. Civil, Mat. Const. e Decoração | 0 |
| 36 | Fleury S/A                                 | Serviços Médicos                                        | 4 |
| 37 | Gafisa S/A                                 | Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração              | 2 |
| 38 | Gerdau S/A                                 | Metalurgia e Siderurgia                                 | 1 |
| 39 | Grendene S/A                               | Têxtil e Vestuário                                      | 0 |
| 40 | Hypermarcas S/A                            | Farmacêutico e Higiene                                  | 2 |
| 41 | Iochpe Maxion S/A                          | Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças                | 2 |
| 42 | JBS S/A                                    | Alimentos                                               | 6 |
| 43 | João Fortes Engenharia S/A                 | Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração              | 1 |
| 44 | JSL S/A                                    | Serviço Transporte e Logística                          | 3 |
| 45 | Karsten S/A                                | Têxtil e Vestuário                                      | 1 |
| 46 | Kroton Educacional S/A                     | Emp. Ad. Part. - Educação                               | 4 |
| 47 | Lojas Americanas S/A                       | Comércio (Atacado e Varejo)                             | 0 |
| 48 | Magazine Luiza S/A                         | Comércio (Atacado e Varejo)                             | 3 |
| 49 | Marfrig Global Foods S/A                   | Alimentos                                               | 3 |

|    |                                                   |                                                         |   |
|----|---------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|---|
| 50 | Marisa Lojas S/A                                  | Têxtil e Vestuário                                      | 0 |
| 51 | Mendes Jr. Engenharia S/A                         | Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração              | 0 |
| 52 | Metisa Metalúrgica Timboense S/A                  | Metalurgia e Siderurgia                                 | 0 |
| 53 | Minerva S/A                                       | Alimentos                                               | 4 |
| 54 | Minupar Participações S/A                         | Emp. Adm. Part. - Alimentos                             | 0 |
| 55 | Oi S/A                                            | Telecomunicações                                        | 3 |
| 56 | Panatlântica S/A                                  | Metalurgia e Siderurgia                                 | 1 |
| 57 | PDG Realty S/A                                    | Emp. Adm. Part. - Const. Civil, Mat. Const. e Decoração | 1 |
| 58 | Petróleo Brasileiro S/A - Petrobrás               | Petróleo e Gás                                          | 4 |
| 59 | Pettenati S/A                                     | Têxtil e Vestuário                                      | 0 |
| 60 | Plascar Participações Industriais S/A             | Emp. Adm. Part. - Máqs., Equip., Veíc. E Peças          | 0 |
| 61 | Raia Drogasil S/A                                 | Comércio (Atacado e Varejo)                             | 2 |
| 62 | Randon S/A Implementos e Participações            | Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças                | 2 |
| 63 | São Martinho S/A                                  | Agricultura (Açúcar, Álcool e Cana)                     | 5 |
| 64 | Tegma Gestão Logística S/A                        | Serviços Transporte e Logística                         | 2 |
| 65 | Tereos Internacional S/A                          | Alimentos                                               | 2 |
| 66 | Tim Participações S/A                             | Emp. Adm. Part. - Telecomunicações                      | 1 |
| 67 | Totvs S/A                                         | Comunicação e Informática                               | 5 |
| 68 | Transmissora Aliança de Energia Elétrica - TAESA  | Emp. Adm. Part. - Energia Elétrica                      | 4 |
| 69 | Tupy S/A                                          | Metalurgia e Siderurgia                                 | 1 |
| 70 | Unipar Carbocloro S/A                             | Petroquímicos e Borracha                                | 1 |
| 71 | Usinas Sid. De Minas Gerais S/A - Usiminas        | Metalurgia e Siderurgia                                 | 1 |
| 72 | Vale S/A                                          | Extração Mineral                                        | 3 |
| 73 | Valid Soluções e Serv. Seg. Meios Pag. Ident. S/A | Gráficas e Editoras                                     | 3 |
| 74 | Wetzel S/A                                        | Metalurgia e Siderurgia                                 | 0 |
| 75 | WLM Indústria e Comércio Ltda                     | Emp. Adm. Part. - Máqs., Equip., Veíc. e Peças          | 0 |

**Quadro 10:** Amostra da pesquisa, contendo o setor e número de operações de F&As estudadas entre 2009 e 2015.

**Fonte:** Elaborado pela autora.

## 6.2 Resultados do Modelo Logit de Efeitos Fixos Condicional

**Tabela 15 - Modelo Logit de Efeitos Fixos - Condicional**

| Fonte-                         | Modelo Logit de Efeitos Fixos Condicional<br>Anterior ao método <i>Backward</i> |                 |         |      | Modelo Logit de Efeitos Fixos Condicional Final<br>Posterior ao método <i>Backward</i> |                 |         |      |
|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-----------------|---------|------|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|---------|------|
|                                | $\beta$                                                                         | E.P.( $\beta$ ) | Valor-p | O.R. | $\beta$                                                                                | E.P.( $\beta$ ) | Valor-p | O.R. |
| Tempo                          | 0,046                                                                           | 0,121           | 0,705   | 1,05 | -1,626                                                                                 | 0,395           | 0,000   | 0,20 |
| Tamanho da Empresa             | -1,818                                                                          | 0,681           | 0,008   | 0,16 |                                                                                        |                 |         |      |
| Margem <i>EBIT</i>             | -0,005                                                                          | 0,045           | 0,907   | 0,99 |                                                                                        |                 |         |      |
| Alavancagem Empresarial        | -2,078                                                                          | 1,843           | 0,260   | 0,13 |                                                                                        |                 |         |      |
| <i>q</i> de Tobin              | 0,089                                                                           | 0,306           | 0,770   | 1,09 |                                                                                        |                 |         |      |
| <i>Payout</i>                  | 0,045                                                                           | 0,058           | 0,442   | 1,05 |                                                                                        |                 |         |      |
| <i>Economic Value Added*10</i> | 0,282                                                                           | 0,331           | 0,395   | 1,33 |                                                                                        |                 |         |      |
| Prejuízo Fiscal                | 0,425                                                                           | 0,357           | 0,234   | 1,53 |                                                                                        |                 |         |      |
| Controle Familiar              | -0,461                                                                          | 0,586           | 0,431   | 0,63 |                                                                                        |                 |         |      |
| Pseudo R²                      | 11,60%                                                                          |                 |         |      | 9,04%                                                                                  |                 |         |      |

**Fonte:** Elaborado pela autora

### 6.3 Resultados do Modelo Logit de Efeitos Aleatórios

**Tabela 16 - Modelo Logit de Efeitos Aleatórios**

| Fonte-                         | Modelo Logit de Efeitos Aleatórios<br>Anterior ao método Backward |                 |         |      | Modelo Logit de Efeitos Aleatórios<br>Posterior ao método Backward |                 |         |      |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------|---------|------|--------------------------------------------------------------------|-----------------|---------|------|
|                                | $\beta$                                                           | E.P.( $\beta$ ) | Valor-p | O.R. | $\beta$                                                            | E.P.( $\beta$ ) | Valor-p | O.R. |
| Intercepto                     | -0,729                                                            | 0,463           | 0,115   | -    | -0,569                                                             | 0,258           | 0,027   | -    |
| Tempo                          | -0,306                                                            | 0,079           | 0,000   | 0,74 | -0,284                                                             | 0,076           | 0,000   | 0,75 |
| Tamanho da Empresa             | 0,375                                                             | 0,119           | 0,002   | 1,45 | 0,368                                                              | 0,110           | 0,001   | 1,44 |
| Margem <i>EBIT</i>             | -0,025                                                            | 0,043           | 0,553   | 0,98 |                                                                    |                 |         |      |
| Alavancagem Empresarial        | 0,508                                                             | 0,936           | 0,587   | 1,66 |                                                                    |                 |         |      |
| <i>q</i> de Tobin              | 0,203                                                             | 0,121           | 0,094   | 1,22 |                                                                    |                 |         |      |
| <i>Payout</i>                  | 0,034                                                             | 0,034           | 0,323   | 1,03 |                                                                    |                 |         |      |
| <i>Economic Value Added*10</i> | 0,195                                                             | 0,169           | 0,248   | 1,22 |                                                                    |                 |         |      |
| Prejuízo Fiscal                | 0,202                                                             | 0,298           | 0,496   | 1,22 |                                                                    |                 |         |      |
| Segmento de Indústria          | -0,095                                                            | 0,408           | 0,817   | 0,91 |                                                                    |                 |         |      |
| Controle Familiar              | 0,013                                                             | 0,355           | 0,970   | 1,01 |                                                                    |                 |         |      |
| Controle Capital Misto         | -0,217                                                            | 0,601           | 0,718   | 0,80 |                                                                    |                 |         |      |
| <b>Pseudo R<sup>2</sup></b>    | <b>8,70%</b>                                                      |                 |         |      | <b>6,49%</b>                                                       |                 |         |      |

**Fonte:** Elaborado pela autora

#### 6.4 Teste de Hausman – Escolha do Modelo Econométrico

**Tabela 17 – Resultados dos Testes de Hausman**

| Efeitos Fixos - Condicional x Não Condicional |       | Efeitos Aleatórios x Não Condicional |
|-----------------------------------------------|-------|--------------------------------------|
| $\chi^2$                                      | 11,50 | 14,40                                |
| G.L.                                          | 9     | 2                                    |
| Valor-p                                       | 0,241 | <0,001                               |

**Fonte:** Elaborada pela autora