
ANÁLISE DOS EFEITOS PROVOCADOS PELAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Emanoel Truta do Bomfim ¹

Aldo Leonardo Cunha Callado ²

▪ Artigo recebido em: 13/09/2015 •• Artigo aceito em: 09/09/2016 ••• Segunda versão aceita em 17/09/2016

RESUMO

O presente trabalho teve como objetivo identificar os efeitos provocados pelas fusões e aquisições na variação do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras de capital aberto que realizaram essas operações entre 2008 e 2014. Para testar a relação entre o desempenho econômico-financeiro das companhias após as fusões e aquisições (F&A), utilizou-se a técnica de dados em painel na forma estática, sendo os modelos estimados pelos métodos *Pooled Ordinary Least Square (POLS)* e efeitos aleatórios. As evidências indicaram que o crescimento interno produziu um maior retorno se comparado ao crescimento por F&A, demonstrando que as operações internas podem ser consideradas um fator primordial para o desempenho das firmas. Os resultados ainda demonstraram que houve geração de sinergias por meio das operações entre empresas do mesmo setor, conforme preceitua a hipótese das sinergias, e que a realização de mais de uma combinação de negócios gerou ganhos para as firmas. Por outro lado, o tamanho das companhias e as operações financiadas por meio de caixa (dinheiro), dívidas e por mais de uma modalidade de recurso reduziram o desempenho financeiro das

¹ Doutorando em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal da Paraíba – UFPB. Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB, UFRN. Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual da Paraíba – UEPB. Professor da Faculdade de Campina Grande – FAC-CG. Praça Coronel Antônio Pessoa, 111, Centro, Campina Grande/PB, CEP: 58400-262. Telefone: (83) 3321-4601. E-mail: emanoeltruta@hotmail.com

² Doutor em Agronegócios pelo Programa de Pós-Graduação em Agronegócios – UFRGS. Professor Adjunto do Departamento de Finanças e Contabilidade da Universidade Federal da Paraíba – UFPB. Jardim Cidade Universitária – João Pessoa/PB – CEP: 58051-900. Telefone: (83) 3216-7485. E-mail: aldocolado@yahoo.com.br

empresas investigadas durante o período analisado. Dessa forma, concluiu-se que essas combinações de negócios são uma relevante estratégia para as companhias obterem melhoras no desempenho e realizarem sinergias.

Palavras-Chave: Fusões e Aquisições; Empresas Brasileiras; Desempenho Econômico-financeiro.

ANALYSIS OF THE EFFECTS PROVOCATED BY THE MERGES AND ACQUISITION OPERATIONS IN THE ECONOMIC AND FINANCIAL PERFORMANCE OF BRAZILIAN COMPANIES

ABSTRACT

This paper aims to identify the effects caused by mergers and acquisitions (M&A) in the economic and financial performance of Brazilian public companies that performed these operations between 2008 and 2014. In order to test the relation between the economic and financial performance of the firms after mergers and acquisitions, it was used a technique named the panel data in static form, while the models were estimated by Pooled Ordinary Least Square (POLS) and random effects methods. The results indicated that the internal growth produced a largest return compared to the growth obtained after the M&A process, showing that internal operations can be considered a major factor in firms' performance. The results also showed that there was generation of synergies due to transactions between companies in the same industry, in accordance with the synergy hypothesis, and the conclusion of more than a business combination produced gains for firms. On the other hand, the size of companies and the operations financed cash (money), debts and for more resource modality reduced the financial performance of the firms in the period analyzed. Therefore, it was concluded that these business combinations are a relevant strategy for the firms to gain improvements in performance and achieve synergies.

Keywords: Mergers and Acquisitions; Brazilian Companies; Economic and Financial Performance.

1 INTRODUÇÃO

As combinações de negócios que são desenvolvidas entre empresas, notadamente as fusões e aquisições (F&As), são importantes veículos para os meios corporativo e econômico e para a estratégia empresarial. De acordo com Gaughan (2011), a expansão econômica e o aumento de liquidez decorrente da redução nas restrições para o financiamento das F&As propiciaram o ambiente necessário para a expansão dessas combinações de negócios, reduzindo o custo das transações e elevando o número de operações a partir da década de 1980, sendo fortemente influenciadas pelo desenvolvimento dos mercados de capitais nos países industrializados.

Para Ferreira et al. (2014), as F&As têm se tornado a principal ferramenta estratégica doméstica e internacional para o crescimento organizacional, impactando de modo significativo o desempenho das firmas e sendo vista como a tática favorita dos administradores no meio corporativo. Long (2015) aponta, ainda, que as F&As têm ganhado importância devido à globalização, à competição e à integração nacional e internacional dos mercados, impulsionando as companhias a realizar F&As para obter mais lucros e aumentar a riqueza dos acionistas, entre outras razões.

Inúmeros são os motivos que levam uma empresa a realizar uma combinação de negócios, os quais, para Brouters, Hastenburg e Ven (1998), podem ser agrupados em motivos econômicos, motivos pessoais e motivos estratégicos. Segundo estes autores, os motivos econômicos incluem aumentos no lucro, obtenção de economias de escala, diversificação do risco, redução de custos, obtenção de barganhas devido às diferenças de valor de mercado, adoção de uma postura defensiva, ou responder a falhas de mercado. Como motivos pessoais, apontam aumento na remuneração e no poder dos gestores por meio do aumento nas vendas e na lucratividade, bem como no crescimento das firmas. E, como motivos estratégicos, incluem a obtenção de sinergias, expansão global, aumento de poder de mercado, aquisição de novos recursos e aumento da competição no mercado de atuação (BROUTERS; HASTENBURG; VEN, 1998; GAUGHAN, 2011).

Contudo, de acordo com Meglio e Risberg (2011), os resultados apresentados em estudos, principalmente os desenvolvidos no tocante ao impacto gerado pelas F&As sobre a *performance* corporativa, são conflitantes. Para Arvanitis e Stucki (2014), o debate, envolvendo os efeitos das F&As no desempenho das empresas, não é somente de base empírica, mas também reflete as inúmeras metodologias e teorias utilizadas para explicar os diferentes comportamentos observados nessas transações. Para Zollo e Meier (2008), é necessário empregar instrumentos que sejam capazes de captar os efeitos das F&As sobre o desempenho organizacional, bem como oferecer sugestões para melhorá-los.

Inserido nesse sentido, o presente estudo tem como principal objetivo identificar os efeitos gerados pelas F&As na variação do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram essas combinações de negócios entre 2008 e 2014. Para tanto, empregou-se o modelo econométrico desenvolvido por Gosh (2001), que capta os impactos das F&As, sobre o desempenho das companhias, a partir da análise da variação no desempenho corporativo, mensurado pela lucratividade das firmas (antes e após as combinações de negócios) e da influência de outras variáveis sobre o resultado das organizações investigadas. Dessa forma, espera-se que as evidências apontadas por este trabalho contribuam com a literatura existente sobre o tema, captando as implicações das F&As sobre a lucratividade das empresas, bem como que possam oferecer mais evidências sobre o assunto.

Além desta introdução, o presente trabalho está estruturado da seguinte forma. A próxima seção refere-se à revisão da literatura. Em seguida, a terceira seção descreve a metodologia, abordando o modelo empírico e a base de dados utilizada no estudo. A quarta seção é destinada à análise e discussão dos resultados empíricos. E, por fim, a última seção reporta-se às conclusões.

2 FUSÕES E AQUISIÇÕES

Uma fusão pode ser definida, segundo Gaughan (2011), como uma combinação onde duas empresas se unem para formar uma nova corporação, passando a nova empresa a assumir todos os passivos e ativos das empresas fundidas. E, na operação de aquisição, ocorre a compra de uma firma por outra. Essas operações podem ser do tipo horizontal, vertical ou conglomerado. Na F&A horizontal, há a integração entre empresas do mesmo setor econômico. Em uma combinação vertical, há a união de companhias do mesmo setor produtivo, podendo ser em direção aos fornecedores ou aos distribuidores. E, nas operações em conglomerado, ocorre entre companhias de setores econômicos diversos (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; GAUGHAN, 2011).

Cada tipo de F&A pode ser empreendido por algum motivo, seja estratégico, econômico-financeiro, entre outros. A literatura tem apontado diversas razões para a realização de F&As pelas empresas, dentre as quais: maior participação no mercado, obtenção de ganhos operacionais e financeiros, ganhos tributários, substituição de gestores, redução de custos de escala, maiores retornos aos *stakeholders*, redução do risco de insolvência e, sobretudo, pela perspectiva de a empresa resultante desse processo conseguir um desempenho superior à soma individual das empresas envolvidas, bem como por proporcionar um crescimento rápido (BROUHERS; HASTENBURG; VEN, 1998; CAMARGOS; BARBOSA 2003; MUELLER; SIROWER, 2003; GAUGHAN, 2011).

Para Mueller e Sirower (2003) e Camargos e Barbosa (2003), a maioria dos motivos para F&As estão fundamentados na hipótese de controle de mercado corporativo (F&As têm como objetivo o controle dos ativos corporativos e a substituição de administradores ineficientes), na hipótese das sinergias (obtenção de sinergias por meio das F&As), na teoria da maximização da utilidade gerencial (os administradores buscam realizar combinações de negócios para maximizar sua utilidade), na teoria do fluxo de caixa livre (F&As são meios pelos quais os administradores gastam o dinheiro ao invés de distribuí-lo aos acionistas), na *hubris hypothesis* (as F&As ocorrem devido à irracionalidade individual nas decisões dos dirigentes, ou seja, sob condições de incerteza, os administradores nem sempre tomam decisões racionais), na teoria da maximização dos lucros da firma (os administradores realizam operações de F&As com o objetivo de maximizar os lucros da firma e a riqueza dos acionistas), entre outras teorias e hipóteses.

As F&As tiveram origem nos Estados Unidos da América, ocorrendo, segundo Lipton (2006), a primeira onda de F&A em 1890, impulsionadas pela crescente industrialização daquele país. Desde esse período, o mercado norte-americano já passou por seis grandes ciclos (ondas) dessas transações.

A primeira onda correu, conforme já mencionado, entre 1893 e 1904 e ficou caracterizada pela realização de F&As horizontais. O segundo grande ciclo (onda) dessas combinações ocorreu entre 1919 e 1929, destacando-se por inúmeras operações verticais. Entre 1974 e 1989 houve a terceira onda de F&A, quando predominou as fusões do tipo conglomerado, que visavam à diversificação de investimentos em diferentes atividades. A quarta onda foi marcada por operações hostis, fusões congêneres e ataques corporativos visando à tomada de controle. Por sua vez, a quinta onda ficou marcada por grandes operações (*mega mergers*), que envolveram alto volume de recursos, e pela formação de conglomerados internacionais, por meio de operações *cross border*. E, mais recentemente, entre 2003 e 2008, ocorreu, no mercado norte-americano, a sexta onda de F&As, marcada pela globalização dessas operações, bem como pelo encorajamento de alguns governos, a exemplo da França e da Rússia, em incentivar a criação de grandes empresas nacionais por meio de financiamentos subsidiados (LIPTON, 2006; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; GAUGHAN, 2011).

De acordo com Gaughan (2011), na América do Sul, o volume de operações de F&As cresceu rapidamente entre 2003 e 2008, sobretudo no Brasil, que tem apresentado um aumento expressivo no número de F&As. Além disso, junto com o México e a Argentina, é considerado um dos três principais países sul-americanos onde ocorrem as maiores combinações de negócios observadas.

Segundo Triches (1996), a abertura da economia brasileira, acompanhada pela globalização dos mercados, criou um ambiente favorável à realização de F&As no país, aumentando ainda mais o número dessas transações a partir da década de 1990. Para Camargos e Barbosa (2005), a realização dessas F&As no mercado brasileiro teve como finalidade a obtenção de maior porte, aumento de poder de barganha e de mercado das empresas, por meio de sinergias operacionais e gerenciais, redução de custos e despesas, redução de impostos e custo de capital e, principalmente, por tornarem as firmas mais competitivas.

Inúmeras pesquisas empíricas se desenvolveram, nas últimas décadas, acerca das F&As, impulsionadas, principalmente, pelo aumento no número de F&As, bem como pela expansão dessas atividades em todo o mundo. A maioria dos estudos busca evidenciar o impacto dessas combinações de negócios no valor de mercado e no desempenho econômico-financeiro (lucratividade) das firmas envolvidas. Outros aspectos investigados dizem respeito aos ganhos e às sinergias realizadas, aos efeitos sobre a riqueza dos acionistas, entre outros objetivos. Com relação ao impacto das F&As sobre a lucratividade (desempenho econômico-financeiro) das empresas, o trabalho desenvolvido por Meeks (1977) notabilizou-se por ser um dos primeiros estudos a avaliar o efeito das F&As sobre o desempenho das companhias,

identificando que essas combinações de negócios impactavam negativamente a lucratividade das companhias envolvidas.

Linn e Switzer (2001) examinaram a relação existente entre a variação no desempenho das empresas após as F&As e o tipo de recurso utilizado para financiar essas operações. Segundo os autores, as evidências indicaram que o desempenho das companhias que utilizaram caixa para custear as combinações de negócios é superior às realizadas por meio da oferta de ações.

Mueller e Sirower (2003), ao testarem os pressupostos da hipótese das sinergias e de outras teorias, observaram que os resultados de seu estudo corroboram essa hipótese, sugerindo que as F&As geraram sinergias para os acionistas de ambas as empresas participantes da combinação de negócio.

Rahman e Limmavk (2004), em seu estudo, encontraram evidências de que o fluxo de caixa operacional das firmas que realizaram F&As melhorou no longo prazo. Power e Stark (2005), também, evidenciaram que houve aumento no desempenho das empresas que realizaram F&As no Reino Unido, no período analisado. Por outro lado, Gosh (2001), ao utilizar uma amostra de companhias que realizam F&A, equiparando-as de acordo com o seu desempenho e tamanho, não encontrou evidências de que o desempenho das firmas tenha melhorado.

Koutroulis, Alexakis e Mylonakis (2012) mostraram um efeito positivo causado pelas F&As sobre a eficiência e o desempenho das companhias envolvidas no curto prazo. Entretanto, no longo prazo, observaram um efeito negativo. Sehgal, Banerjee e Deisting (2012) evidenciaram que operações financiadas por meio de ações geram valor para as companhias envolvidas, enquanto as financiadas via caixa diminuem o valor no curto prazo. Rani, Yadav e Jain (2013), por sua vez, encontraram uma melhora no desempenho das empresas investigadas após a realização de operações de F&As. Por outro lado, Bhabra e Huang (2013) não encontraram evidências de que o desempenho operacional melhora após os processos de F&As realizados por empresas chinesas.

Em outro estudo, Oduro e Agyei (2013) relataram que, após as F&As, houve um impacto negativo do risco e do tamanho sobre a lucratividade das companhias investigadas. Entretanto, o aumento nas dívidas e o crescimento impactaram positivamente a rentabilidade das empresas. Já Moatti et al. (2015) constataram uma influência negativa das F&As no desempenho das firmas, bem como um efeito positivo do crescimento interno no desempenho operacional.

Dessa maneira, observam-se que os estudos têm revelado resultados distintos, alguns apresentando impactos positivos das F&As sobre o desempenho das empresas após as combinações de negócios e outros mostrando resultados negativos. Contudo, a maioria das pesquisas evidencia que esses ganhos estão associados ao aumento nos lucros, bem como à maior participação de mercado e ganhos operacionais, oriundos das sinergias provocadas por essas transações.

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização, Amostra e Dados da Pesquisa

O presente trabalho caracteriza-se como um estudo empírico-analítico. A pesquisa empírico-analítica distingue-se pela utilização de técnicas estatísticas para coleta, tratamento e análise dos dados, preocupando-se com a relação causal entre as variáveis utilizadas (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Deste modo, com base no objetivo proposto, buscou-se identificar os efeitos gerados pelas F&As no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram essas combinações de negócios entre os anos de 2008 e 2014. Desta forma, foi possível analisar o efeito das operações de F&As na variação do desempenho de cada empresa em, pelo menos, um período (ano) e, no máximo, em seis (anos) após a conclusão da combinação de negócios.

A amostra desta pesquisa foi composta pelas companhias brasileiras de capital aberto não financeiras listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Estado de São Paulo (BM&FBovespa). Para a seleção das empresas, utilizaram-se as informações fornecidas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima), que publica informes sobre os processos de F&As ocorridos no Brasil. De acordo a Anbima (2015), entre os anos de 2008 e 2014, efetivaram-se 853 operações de F&As no mercado brasileiro, sendo 359 transações efetuadas por companhias de capital aberto e o restante por firmas de capital fechado.

A amostra desta pesquisa caracterizou-se como não probabilística intencional, sendo empregados os seguintes critérios para a seleção das empresas participantes da pesquisa: (1) ser uma companhia com ações negociadas na BM&FBovespa; (2) envolver companhias não financeiras; (3) ter o Brasil como país sede; (4) ter realizado operações de F&As no período investigado; (5) não ter participado de combinações de negócios entre empresas de um mesmo grupo empresarial (aquisição reversa); e (6) ter dados disponíveis para análise. Assim, a amostra final da pesquisa foi composta por 68 empresas de capital aberto, que realizaram 120 operações de F&As entre os anos de 2008 e 2014.

Os dados utilizados para análise foram obtidos do banco de dados do Economática®, no sítio da BM&FBovespa, da Anbima, nas demonstrações contábeis e nos demais relatórios econômico-financeiros disponibilizados pelas companhias nos seus sítios na *Internet*. Para a obtenção das variáveis investigadas (dependentes e explicativas), consideraram-se apenas as demonstrações contábeis não consolidadas das companhias, pois se buscou analisar o efeito das F&As sobre o desempenho de determinada companhia e não do grupo empresarial ao qual ela pertence.

3.2 Descrição do Modelo Econométrico Adotado

Para se atender ao objetivo da presente pesquisa, utilizou-se o modelo proposto por Gosh (2001), visto que ele apresenta características que podem atender ao fim pretendido por este trabalho. O modelo proposto por Gosh (2001), inicialmente, busca explicar o efeito dos métodos de pagamentos sobre o desempenho das companhias pela diferença entre o desempenho das companhias após a combinação de negócios com a *performance* anterior à realização das F&As. Contudo, visando atingir ao objetivo desta pesquisa, incorporaram-se ao modelo outras variáveis, a exemplo do tipo de crescimento (crescimento interno das organizações e por F&A) e o setor relacionado, visando identificar o efeito gerado pelas F&As sobre o desempenho das companhias investigadas, conforme apresentado na Equação 1:

$$\Delta\pi_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFA_{it} + \beta_2 CI_{it} + \beta_3 Ações_{it} + \beta_4 Caixa_{it} + \beta_5 Divid_{it} + \beta_6 Misto_{it} + \beta_7 Setor_{it} + \beta_8 Tam_{it} + \beta_9 Endiv_{it} + \beta_{10} NFA_{it} + \beta_{11} TFA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que,

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

- Tam_{it} é o tamanho da empresa i no período t , medido pelo logaritmo natural dos ativos;
- $Endiv_{it}$ é o endividamento da empresa i no período t ; mensurado pela relação entre as dívidas líquidas (passivo oneroso) com o ativo total de cada firma;
- NFA_{it} é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1, se a companhia i realizou mais de uma operação de F&A no período analisado, e valor igual a 0, caso contrário;
- TFA_{it} é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1, se a fusão e/ou aquisição foi do tipo horizontal ou vertical, e valor 0, caso contrário; e
- ε_{it} é o termo de erro da regressão.

A Equação 1 define que a variação no desempenho das empresas que realizaram operações de F&As é explicada pelo tipo de crescimento (interno e por F&A), pela modalidade de financiamento utilizado para realização da combinação de negócios, pelo setor econômico relacionado, pelo tamanho das empresas, pelo endividamento, pelo tipo de F&A e pelo número de operações realizadas, sendo essa relação verificada pelo coeficiente e pelo sinal de cada variável explicativa.

A partir da Equação 1, estimaram-se três modelos econométricos, sendo que, para cada estimação, aplicou-se uma diferente variável explicativa. O Modelo 1 tem como variável dependente a variação no retorno sobre o patrimônio líquido (ΔROE). No Modelo 2, utilizou-se a variação no retorno dos ativos (ΔROA). E, no Modelo 3, aplicou-se a variação nos lucros antes dos juros e dos impostos ($\Delta EBIT$). As variáveis explicativas selecionadas foram as mesmas para os três modelos.

Dessa forma, pela Equação 1, pode-se avaliar o efeito provocado pelo tipo de crescimento, pelo tipo de financiamento, bem como pelas demais variáveis, conforme inicialmente estabelecido. Ademais, também se buscou, a partir da variável setor econômico e tamanho, captar possíveis sinergias provenientes das combinações de negócios, conforme previsto pela hipótese das sinergias (JENSEN; RUBACK, 1983). A relação entre as variáveis explicativas e as variáveis dependentes está apresentada no Quadro 1, a seguir.

Quadro 1 – Relação das variáveis explicativas com as variáveis dependentes

Variável	Sinal Esperado	Referências
Crescimento por F&A (CFA)	+	Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997); Erdogan (2012); Arvanitis e Stucki (2014); Moatti et al. (2015); Mermelstein et al. (2014).
Crescimento interno (CI)	+	
Financiamento por ações (Ações)	-	Linn e Switzer (2001); Gosh (2001); Sehgal, Banerjee e Deisting (2012).
Financiamento por caixa (Caixa)	+	Linn e Switzer (2001); Gosh (2001); Sehgal, Banerjee e Deisting (2012).

Financiamento com aumento de dívidas (Divid)	-	Gosh (2001); Sehgal, Banerjee e Deisting (2012).
Financiamento da F&A com mais de uma fonte de recurso (Misto)	+/-	Linn e Switzer (2001); Gosh (2001); Sehgal, Banerjee e Deisting (2012).
Setor relacionado (Setor)	+	Gosh (2001); Moatti et al. (2015); Ahern e Harford (2014).
Tamanho da empresa (Tam)	+	Jensen e Ruback (1983); Moatti et al. (2015).
Endividamento (Endiv)	-	Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997); Oduro e Agyei (2013).
Número de F&As (NFA)	+	Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997).
Tipo de F&A (TFA)	+	Gosh (2001); Moatti et al. (2015); Ahern e Harford, (2014).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Assim, a partir das variáveis independentes apresentadas no Quadro 1, objetiva-se identificar os efeitos gerados pelas F&As nas variações do desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras que realizaram essas combinações de negócios no período investigado, verificando, por exemplo, os efeitos provocados pelo tipo de crescimento, modalidade de financiamento, tipo de F&A, entre outros resultados.

3.3 Especificação do Modelo de Regressão

O modelo econométrico utilizado neste trabalho teve como base a técnica de dados em painel, que combina dados seccionais e temporais. A utilização de dados em painel permite a análise das mesmas empresas em vários períodos, o que possibilita uma análise mais diligente do relacionamento entre as variáveis, podendo o painel ser balanceado ou desbalanceado (WOOLDRIDGE, 2002; GUJARATI; PORTER, 2011).

Os modelos, provenientes da Equação 1, foram estimados a partir da técnica de dados em painel na sua forma estática. Para avaliar qual modelo melhor se aplicava as estimações oriundas da Equação 1, utilizaram-se: o teste *F* de Chow, que serve para testar se o modelo *Pooled Ordinary Least Square* (POLS) ou *Pooled* é mais adequado do que o de efeitos fixos; o teste *LM* de Breusch-Pagan, que testa qual o melhor modelo entre o POLS e o aleatório; e o teste de Hausman, que testa qual modelo aplicável, entre o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios (BALTAGI, 2005). Os resultados estão apresentados a seguir, conforme Quadro 2.

Quadro 2 – Testes de especificação dos modelos

Testes	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
<i>F</i> de Chow	F (52, 150) = 1,158 Prob. > F = 0,244	F (53, 150) = 2,159 Prob > F = 0,000	F (52, 150) = 2,231 Prob. > F = 0,000

<i>LM de Breusch-Pagan</i>	Chi2 = 0,496 Prob. > Chi2 = 0,481	Chi2 = 12,652 Prob. > Chi2 = 0,000	Chi2 = 16,363 Prob. > Chi2 = 0,000
<i>Hausman</i>	Não se aplica	Chi2 = 13,339 Prob. > Chi2 = 0,205	Chi2 = 9,065 Prob. > Chi2 = 0,525

Fonte: Elaborado pelos autores .

De acordo com os dados expostos no Quadro 2, observa-se que as estatísticas dos testes de especificação indicam que, para o Modelo 1, a estimação que melhor se aplicava era a obtida por meio do modelo *Pooled*, conforme corroboram as probabilidades do teste *F* de *Chow* e do teste *LM* de *Breusch-Pagan*. Com relação aos Modelos 2 e 3, os resultados sinalizam que a estimação por meio da estimação de efeitos aleatórios era a mais adequada.

4 RESULTADOS

Os resultados foram obtidos a partir de regressões estimadas pela Equação 1. A Tabela 1 apresenta as evidências encontradas, estimadas pelo método *POLS*, para o Modelo 1, e por efeitos aleatórios, para os Modelos 2 e 3, conforme testes de especificação. Para tanto, considerou-se como variável dependente a variação no desempenho econômico-financeiro, medida pelas *proxies* Δ ROE, Δ ROA e Δ EBIT, respectivamente, para cada modelo.

As variáveis explicativas utilizadas para estimação foram: o crescimento por fusão e aquisição (CFA), o crescimento interno (CI), o tipo de financiamento utilizado para realização das operações de F&As (variáveis *dummies*: Ações, Caixa, Divid e Misto), o setor econômico relacionado (Setor), o tamanho das empresas (Tam); o nível de endividamento das empresas (Endiv), o número de fusões e aquisições (NFA) e o tipo de fusão e aquisição realizada no período (TFA).

Inicialmente, mediante os resultados obtidos por meio da estatística *Variance Inflation Factor* (VIF), constatou-se que a variável TFA apresentou problema de multicolinearidade, atingindo uma estatística de valor superior a 10. Nesse caso, optou-se por excluir a variável, uma vez que a estimação com a presença desse regressor poderia apresentar coeficientes angulares distorcidos, prejudicando, assim, o entendimento do real efeito das variáveis independentes sobre as variáveis explicadas (BROOKS, 2008; GUJARATI; PORTER, 2011).

A partir das informações apresentadas na Tabela 1, a seguir, verificou-se que as regressões estimadas apresentaram significância estatística, ao nível de 1%, conforme valor-p do teste *F* de *Chow*. Observou-se, também, que o coeficiente R^2 ajustado variou, nas três regressões, entre 0,017 a 0,482, indicando que 1,7% a 48,2% das variações ocorridas no desempenho econômico-financeiro das empresas analisadas podem ser explicadas pelos regressores do modelo. O resultado obtido para o R^2 ajustado no Modelo 1 está em consonância com estudos anteriores, que apresentaram um baixo poder explicativo dos modelos utilizados para avaliar o efeito das F&As sobre

o desempenho das companhias que realizaram essas combinações de negócios. Porém, os Modelos 2 e 3 mostraram um poder de explicação superior ao reportado na literatura (RAHMAN; LIMMAVK, 2004; POWER; STARK, 2005; GOSH, 2001; BHABRA; HUANG, 2013; ARVANITIS; STUCKI, 2014).

Tabela 1 – Resultados das estimações pelo modelo de painel estático

Variável	Sinal Esperado	Modelo 1 – Δ ROE		Modelo 2 – Δ ROA		Modelo 3 – Δ EBIT	
		Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
CFA	+	-0,00379	0,524	0,00182	0,411	0,00008	0,962
CI	+	0,43081	0,564	1,54306	0,000***	0,97617	0,000***
Ações	-	-0,04960	0,143	-0,01807	0,156	-0,01171	0,232
Caixa	+	-0,05894	0,030**	-0,02761	0,015**	-0,01794	0,049
Divid	-	-0,09524	0,057*	-0,02550	0,204	-0,01928	0,212
Misto	+/-	-0,08069	0,041**	-0,02228	0,101	-0,01757	0,093*
Señor	+	0,03247	0,154	0,03063	0,005***	0,02063	0,013**
Tam	+	-0,01837	0,212	-0,00561	0,016**	-0,00529	0,004***
Endiv	-	0,02949	0,156	0,00043	0,332	0,20970	0,209
NFA	+	0,04824	0,071*	0,00476	0,709	0,82300	0,823
Constante		1,16066	0,197	-0,59578	0,000***	0,37091	0,170
R ²		0,054		0,501		0,402	
R ² Ajustado		0,017		0,482		0,378	
Teste F (estatística)		2,671		25,750		17,231	
Teste F (p-valor)		0,004***		0,000***		0,000***	
Jarque-Bera (estatística)		1.143,490		147,230		104,212	
Jarque-Bera (p-valor)		0,000***		0,000***		0,000***	
Wooldridge (estatística)		463,200		0,456		6,069	
Wooldridge (p-valor)		0,000***		0,502		0,016**	
Teste White (estatística)		44,440		196,160		183,157	
Teste White (p-valor)		0,792		0,000		0,000	
Observações		267		267		267	

Notas: (1) *** Significante ao nível de 1%; ** Significante ao nível de 5%; * Significante ao nível de 10%. (2) Modelo 1 estimado por meio de Newey-West para correção de autocorrelação serial (GUJARATI; PORTER, 2011). (3) Modelos 2 e 3 estimados por meio de GLS.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que se refere aos pressupostos dos modelos de regressão, verificou-se, por meio do teste de *Jarque-Bera*, que a hipótese de normalidade dos resíduos foi rejeitada para os três modelos. Nesse caso, considerando-se a teoria do limite central, segundo Brooks (2008), ainda que os resíduos (termos de erros) não se distribuam normalmente, quando se utiliza grandes amostras, tal pressuposto pode ser relaxado, pois, em grandes amostras, os resíduos tendem a se distribuir normalmente.

Por meio do teste de *Wooldridge*, constatou-se que os Modelos 1 e 3 apresentaram autocorrelação serial de dados em painel. E, pela estatística de *White*, atestou-se a presença de heterocedasticidade nos Modelos 2 e 3. Todavia, para a correção dos problemas, o Modelo 1 foi corrigido por meio da técnica de *Newey-West*, tornando os erros padrões robustos para tais violações (GUJARATI; PORTER, 2011). Já para os Modelo 2 e 3, considerando-se que os efeitos aleatórios foram estimados por meio do método dos mínimos quadrados generalizados (GLS), segundo Greene (2012), tais

estimadores são consistentes na presença de heterocedasticidade e autocorrelação entre os resíduos, produzindo resultados eficientes.

De acordo com os resultados dos três modelos estimados (vide Tabela 1), observou-se que o CI apresentou significância estatística ao nível de 1% nos Modelos 2 e 3, corroborando a literatura existente (ERDOGAN, 2012; ARVANITIS; STUCKI, 2014; MOATTI et al., 2015; MERMELSTEIN et al., 2014), que demonstra que o CI proporciona um efeito positivo sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas. Entretanto, no que tange ao CFA, observou-se que esta variável não apresentou significância estatística nos três modelos apresentados.

Os resultados obtidos, ainda, sugerem que o retorno gerado pelo CI das companhias é de suma importância para essas entidades, pois indicam que as operações internas produziram um ganho de cerca de 100% a 150% para o desempenho das companhias, enquanto que o CFA apresentou um baixo impacto ou, até mesmo, reduziu a lucratividade das companhias, considerando-se o que se reportou nos Modelos 1, 2 e 3, mas sem significância estatística, corroborando as evidências encontradas por Dickerson, Gbison e Tsakalotos (1997), Erdogan (2012), Arvanitis e Stucki (2014) e Moatti et al. (2015).

Em relação ao tipo de recurso utilizado pelas companhias para financiar as operações de F&As, as evidências, apresentadas na Tabela 1, demonstram que as F&As financiadas por meio de dinheiro (Caixa) (Modelos 1 e 2), por meio de dívidas (Divid) (Modelo 1) e por mais de uma fonte de recursos (Misto) (Modelos 1 e 3), reduziram a lucratividade das empresas, apresentando-se estatisticamente significantes ao nível de 5% e 10%. Esse resultado revela que as operações financiadas por esses recursos produziram um impacto negativo no desempenho das empresas que financiaram suas combinações de negócios por meio de caixa (dinheiro), endividamento e por mais de um tipo de recurso, após a efetivação dessas transações.

Esse resultado diferencia-se do reportado por Gosh (2001), que encontrou uma relação positiva entre o desempenho das companhias que financiaram operações por meio de caixa e por mais de uma modalidade de financiamento. Contudo, o autor ressalta que, em geral, operações financiadas por meio de caixa e por diversas fontes de recursos podem provocar aumento nos custos das firmas adquirentes, podendo tal fato impactar, posteriormente, o desempenho das companhias envolvidas em F&As. Além disso, salienta-se que operações financiadas por meio de dívidas elevam as despesas financeiras, podendo reduzir a lucratividade das firmas após a conclusão das F&As (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; DICKERSON; GIBSON; TSAKALOTOS, 1997; GOSH, 2001; SEHGAL; BANERJEE; DEISTING, 2012; OVTCHINNIKOV, 2013; KARAMPATAS; PETMEZAS; TRAVLOS, 2014).

No que se refere à variável Setor, observou-se que as operações realizadas entre empresas do mesmo segmento econômico provocaram um efeito positivo sobre o desempenho das companhias adquirentes ou resultantes da F&A, apresentando-se estatisticamente significativa ao nível de 1% e 5% nos Modelos 2 e 3, respectivamente. Esses resultados demonstram

que, em operações desse tipo, pode ocorrer a realização de sinergias entre as empresas após a combinação de negócios, conforme previsto na literatura pela hipótese das sinergias (BHAGAT; SHLEIFER; VISHNY, 1990; MAQUIEIRA; MEGGISON; NAIL, 1998; GOSH, 2001).

Com relação à variável Tam, os resultados indicaram que o tamanho das empresas se apresentou negativamente relacionado com a variação do desempenho econômico-financeiro no período analisado, sugerindo que o crescimento no tamanho gerou uma redução na lucratividade das firmas, demonstrando significância estatística ao nível de 5% e 1% nos Modelos 2 e 3, respectivamente. Essa evidência diverge da reportada no estudo de Camargos e Barbosa (2010), onde os autores encontraram indícios de que as empresas buscavam crescer por meio de F&As para aumentar seu poder de mercado ou de monopólio, e, conseqüentemente, sua lucratividade, dependendo do contexto da entidade, conforme previsto pela teoria do crescimento da firma e pela hipótese das sinergias (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; GOSH, 2001; MUELLER; SIROWER, 2003; CAMARGOS; BARBOSA, 2010). Entretanto, este resultado pode sinalizar que, talvez, os motivos que levaram as empresas a realizar as operações de F&A não foram somente o crescimento ou aumentar participação no mercado, mas, também, a tomada de controle ou, até mesmo, por motivos gerenciais (KLOECKNER, 1994; MUELLER; SIROWER, 2003; CAMARGOS; BARBOSA, 2010).

Observou-se, ainda, que o NFA apresentou uma relação positiva com a variação no desempenho das companhias, demonstrando-se estatisticamente significativo ao nível de 10% no Modelo 1. Isso indica que as empresas que realizaram mais de uma combinação de negócio no período conseguiram melhorar seu resultado após a conclusão da F&A.

Por fim, os resultados expostos na Tabela 1 sugerem que o CI gerado pelas operações das companhias provocou um resultado positivo na variação ocorrida no desempenho das companhias após a efetivação das F&As, bem como operações realizadas entre organizações que operam no mesmo setor econômico produziram sinergias para as firmas adquirentes, e que as entidades que realizaram mais de uma combinação de negócio obtiveram melhoras no seu desempenho. Todavia, o tamanho das empresas mostrou-se negativamente relacionado com a variação no desempenho das companhias, assim como a utilização de caixa (dinheiro), dívidas e mais de uma fonte de recursos (misto) para financiar as F&As.

5 CONCLUSÕES

As operações de F&As são um dos eventos mais complexos e controversos realizados no meio corporativo, tornando-se objeto de interesse de administradores, reguladores e de estudiosos quanto ao impacto dessas combinações de negócios no desempenho econômico-financeiro das organizações. Neste sentido, buscou-se, neste artigo, identificar os efeitos gerados pelas F&As no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram essas combinações de negócios entre 2008 e 2014,

analisando-se 120 operações de F&As realizadas por 68 companhias. Para isso, empregou-se o modelo econométrico proposto por Gosh (2001), que avalia os efeitos provocados pelas F&As na variação do desempenho das empresas após a efetivação dessas operações, sendo estimado por meio da técnica de dados em painel (POLS e efeitos aleatórios).

Analisando-se a literatura nacional consultada, não se encontraram pesquisas que relacionassem a variação no desempenho econômico-financeiro após as operações de F&As com o tipo de crescimento (interno e por F&A) e com as fontes de recursos utilizadas para financiar tais combinações de negócio. Além disso, no âmbito internacional, o número de estudos com tais finalidades é exíguo, demonstrando a importância de pesquisas neste sentido.

A partir do modelo proposto por Gosh (2001), realizaram-se três estimações, sendo que para cada estimativa utilizou-se uma variável dependente diferente, quais sejam: a variação no retorno dos ativos (ΔROA), a variação no retorno sobre o patrimônio líquido (ΔROE) e a variação nos lucros antes dos juros e dos impostos ($\Delta EBIT$). Como variáveis explicativas, usaram-se: o tipo de crescimento (interno e por F&A), a modalidade de financiamento das operações de F&A (Caixa, Ações e Misto), o setor relacionado, o tipo de F&A, o tamanho das empresas, o nível de endividamento e o número de combinações de negócios realizadas no período.

A partir da análise das estimativas dos três modelos, verificou-se que o CI das companhias proporcionou um maior retorno, se comparado ao crescimento decorrente das operações de F&As, impactando positivamente a lucratividade das companhias após as F&As, podendo ser considerado um fator primordial para o desempenho das companhias investigadas. Contudo, tal resultado deve ser avaliado com diligência, visto que, por se tratarem de operações complexas, diversos são os motivos e estratégias que levam uma empresa a *implementar* uma operação de F&A. Assim, uma possível explicação para isso seria que as sinergias operacionais e financeiras tenham compensado os ganhos não realizados por meio do crescimento dos ativos incorporados mediante a combinação de negócio.

Os resultados demonstraram que, em operações financiadas por meio de caixa, por meio de dívidas e por mais de uma fonte de recursos, provocou-se um efeito negativo no desempenho das entidades durante o período analisado, revelando que a utilização dessas fontes de recursos, pelas empresas, para financiar suas operações de F&A, provocaram uma redução no seu desempenho, possivelmente provocada pelo aumento de despesas decorrentes da utilização desses recursos, conforme sugere a literatura. Além disso, a realização de uma F&A leva as companhias a utilizar o fluxo de caixa livre para concretizar tais operações (teoria do fluxo de caixa livre), porém nem sempre os recursos disponíveis são suficientes para a conclusão da combinação de negócio, levando-as a buscar outras fontes de recursos, como o endividamento bancário e a emissão de título de

dívidas, que aumentarão as despesas financeiras e reduzirão os lucros futuros.

As evidências também demonstraram que operações realizadas entre empresas do mesmo setor econômico geraram ganhos para as companhias, conforme preceitua a hipótese das sinergias, impactando positivamente a variação da lucratividade das firmas envolvidas. Essa evidência corrobora a literatura, na medida em que demonstra que combinações de negócios realizadas entre entidades estabelecidas em segmentos econômicos relacionados geram sinergias para as firmas resultantes dessas alianças estratégicas.

Pôde-se observar, ainda, que o tamanho das companhias afetou negativamente a variação no desempenho das empresas após a efetivação das F&As, mostrando que o aumento no tamanho dos ativos gerou uma redução na lucratividade das empresas. Uma possível razão para isso seria que as entidades que realizaram tais eventos não buscavam somente aumentar seu tamanho, mas buscavam obter sinergias pela incorporação de companhias de setores relacionados, ou, ainda, almejavam a tomada de controle corporativo, ou por outros motivos, dentre os quais, motivos gerenciais, como a maximização da utilidade gerencial.

Por fim, verificou-se que as empresas que realizaram mais de uma F&A obtiveram um ganho positivo no desempenho econômico-financeiro após a conclusão de tais operações. Esse resultado pode estar relacionado com a estratégia de incorporar organizações do mesmo setor econômico, levando-as a obter sinergias operacionais nas diversas combinações de negócios observadas no período investigado.

Em resumo, considerando-se as evidências apresentadas, pode-se concluir que o número de F&As realizadas no período produziram ganhos e geraram sinergias pela realização de combinações de negócios entre empresas do mesmo setor, e que o CI produziu um maior retorno, se comparado ao CFA, demonstrando ser essa uma estratégia capaz de proporcionar ganhos para as companhias adquirentes. Por outro lado, as operações financiadas por meio de caixa, dívidas, mais de um recurso (misto) e o tamanho das empresas reduziram o desempenho financeiro das companhias após a concretização da F&A durante o período investigado, indicando que o tipo de recurso utilizado para financiar tais operações e o aumento nos ativos, dependendo do contexto corporativo, pode reduzir a lucratividade das companhias após tais eventos.

Não obstante os relevantes resultados aqui reportados, ressalta-se que as conclusões apresentadas devem ser consideradas com cautela, e não permitem que se realizem inferências que extrapolem a amostra de empresas e de operações de F&As investigadas nesta pesquisa. Ademais, ao cotejar tais indícios, deve-se levar em consideração o ambiente em que estão inseridas as companhias, o número de períodos analisados (mínimo de 1 ano e máximo de 6) e a metodologia utilizada, pois, devido à complexidade dessas combinações de negócios, nem sempre é possível captar as evidências com precisão, mas busca-se fornecer informações que

sejam capazes de contribuir no melhor entendimento sobre o tema, possibilitando, dessa forma, o desenvolvimento da literatura sobre F&As.

Assim, recomenda-se que futuras pesquisas busquem ampliar o horizonte investigado e testem novas metodologias, utilizando outras variáveis, de modo a buscar mais evidências acerca de um dos eventos corporativos mais controversos, que, ainda, suscita dúvidas e questionamentos por parte da academia e do mercado quanto aos efeitos das F&As sobre o desempenho econômico-financeiro das companhias envolvidas nessas transações.

REFERÊNCIAS

AHERN, K. R.; HARFORD, J. The importance of industry links in merger waves. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 2, p. 527-576, 2014.

ARVANITIS, S.; STUCKI, T. Do mergers and acquisitions among small and medium-sized enterprises affect the performance of acquiring firms? **International Small Business Journal**, v. 33, n. 7, p. 1-22, 2014.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Boletim ANBIMA: Fusões e Aquisições**, Ano XI, n. 24, dez. 2015. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Documents/BoletimFeA_201603.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2016.

BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of panel data**. 3. ed. San Francisco: John Wiley & Sons Ltd., 2005.

BHABRA, H. S.; HUANG, J. An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997-2007. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 186-207, 2013.

BHAGAT, S.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization. **Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics**, p. 1-72, 1990.

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

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

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

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

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

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

ERDOGAN, A. I. The determinants of mergers and acquisition: evidence from Turkey. **International Journal of Economics and Finance**, v. 4, n. 4, p. 72-77, 2012.

FERREIRA, M. P.; SANTOS, J. C.; ALMEIDA, M. I. R.; REIS, N. R. Mergers & acquisitions research: a bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980-2010. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 1, p. 2550-2558, 2014.

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

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

GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. 7 ed. Upper Sadlle River: Person Education, 2012.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.; RUBACK, R. S. Does corporate performance improve after mergers? **Journal of Financial Economics**, v. 31, n. 2, p. 135-175, 1992.

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

KARAMPATASAS, N.; PETMEZAS, D.; TRAVLOS, N. G. Credit ratings and the choice of payment method in mergers and acquisitions. **Journal of Corporate Finance**, v. 25, p. 474-493, 2014.

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

KOUTROULIS, I.; ALEXAKIS, P.; MYLONAKIS, J. Company profitability performance in Greek takeover bids. **International Journal of Economics and Finance**, v. 4, n. 9, p. 23-33, 2012.

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

LIPTON, M. Merger waves in the 19th, 20th and 21th centuries. **The Davies Lecture**, Osgoode Hall Law Scholl, York University, 2006.

LONG, P. H. Merger and acquisitions in the Czech banking sector-impact of bank mergers on the efficiency of banks. **Journal of Advanced Management Science**, v. 3, n. 2, p. 86-92, 2015.

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

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

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

MEGLIO, O.; RISBERG, A. The (mis)measurement of M&A performance: a systematic narrative literature review. **Scandinavian Journal of Management**, v. 27, n. 1, p. 418-433, 2011.

MERMELSTEIN, B.; NOCKE, V.; SATTERTHWAIT, M. A.; WHINSTON, M. D. Internal versus external growth in industries with scale economies: a computational model of optimal merger policy. **NBER Working Paper**, n. 20051, 2014.

MOATTI, V.; REN, C. R.; ANAND, J.; DUSSAUGE, P. Disentangling the performance effects of efficiency and bargaining power in horizontal growth strategies: an empirical investigation in the global retail industry. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 5, p. 1-13, 2015.

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

ODURO, I. M.; AGYEI, S. K. Mergers & acquisition and firm performance: evidence from the Ghana Stock Exchange. **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 4, n. 7, 99-107, 2013.

OVTCHINNIKOV, A. V. Merges waves following industry desregulation. **Journal of Corporate Finance**, v. 21, p. 51-76, 2013.

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

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

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

SEHGAL, S.; BANERJEE, S.; DEISTING, F. The impact of M&A announcement and financing strategy on stock returns: evidence from BRICKS markets. **International Journal of Economics and Finance**, v. 4, n. 11, p. 76-90, 2012.

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

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

ZOLLO, M.; MEIER, D. What is M&A performance? **Academy of Management Perspective**, v. 22, n. 1, p. 55-77, 2008.