
FUSÕES E AQUISIÇÕES: IMPACTO DE CURTO E LONGO PRAZO NA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Rafaela Mâncio Grandó ¹

Fernanda Gomes Victor ²

Carlos Eduardo Schonerwald da Silva ³

▪ Artigo recebido em: 01/06/2022 ▪▪ Artigo aceito em: 15/09/2023 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 09/12/2023

RESUMO

No presente estudo é analisada a influência dos processos de Fusões e Aquisições (F&A) nas políticas de dividendos das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3) no curto e no longo prazo, no período de 2005 a 2020. Os dados financeiros foram coletados nos bancos de dados Economática® e Thomson Reuters®, sendo a amostra da pesquisa composta por 124 empresas não financeiras, adquirentes nos processos. As análises foram realizadas partindo de regressões múltiplas, com dados em painel desbalanceado pelo Método dos Momentos Generalizados, com estimação do modelo de Hausman-Taylor. Os resultados evidenciaram que as F&A podem influenciar positivamente o rendimento (*Dividend yield*) e o montante distribuído aos investidores (Dividendos pagos) um ano após a ocorrência dos processos, sendo também identificada a relevância da similaridade de setores entre as firmas combinadas e da experiência das adquirentes em F&A anteriores ao se analisar os resultados no longo prazo. Os achados da pesquisa ressaltam a necessidade das empresas em se reorganizarem após passarem por processos de F&A até que possam novamente remunerar seus acionistas a partir da distribuição de dividendos. Este estudo contribui com a literatura ao adicionar o debate referente à criação de valor aos acionistas no que tange a influência das F&A na Política de Dividendos, evidenciando a relevância de análises no curto e no longo prazo. Para o mercado de capitais, esta pesquisa demonstra a importância das firmas em

¹ Mestra em Contabilidade e Controladoria (PPGCONT-UFRGS). Endereço: Av. João Pessoa, 52 – Porto Alegre/RS – Brasil. Telefone: 55 51 981113631. E-mail: rafaela.grando@hotmail.com <https://orcid.org/0000-0002-8225-5108>

² Doutora em Administração (Escola de Administração – UFRGS). Docente do Instituto de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis (ICEAC) da Universidade Federal do Rio Grande (FURG). Professora do PPGCONT (UFRGS). Endereço: Av. Itália, Km 8 - Rio Grande/RS - Brasil. Telefone: 55 53 997008919. E-mail: fernanda.g.victor@furg.com <https://orcid.org/0000-0002-2820-9506>

³ Doutor em Economia (University of Utah). Docente da Faculdade de Ciências Econômicas (FCE) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Endereço: Av. João Pessoa, 52 – Porto Alegre/RS – Brasil. Telefone: 55 51 33083579. E-mail: carlos.schonerwald@ufrgs.br <https://orcid.org/0000-0002-8668-1219>

Editor responsável pela aprovação do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar
Editor responsável pela edição final do artigo: Dr. Ewerton Alex Avelar

equilibrar as decisões que visam o crescimento empresarial sem deixar de atender seus acionistas, a partir da distribuição de dividendos.

Palavras-Chave: Fusões e aquisições; Política de dividendos; Oportunidade de crescimento.

MERGERS AND ACQUISITIONS: SHORT AND LONG-TERM IMPACT ON DIVIDEND POLICY

ABSTRACT

In this study, we analyze the influence of Mergers and Acquisitions (M&A) transactions on the dividend policies of companies listed on the Brazilian B3 stock exchange in the short and long term, from 2005 to 2020. We collected financial data in the Economática® and Thomson Reuters® databases. The research sample consists of 124 non-financial companies which were acquirers in the mergers. We carried out the analyzes using multiple regressions, with unbalanced panel data using the Generalized Method of Moments and estimation of the Hausman-Taylor model. The results showed that M&A can positively influence income (dividend yield) and the amount distributed to investors (dividends paid) one year after the occurrence of the mergers. We also identified the relevance of sector similarity between the merged companies and the experience of the bidding companies in previous M&A transactions when analyzing long-term results. The findings highlight the need for companies to reorganize themselves after undergoing M&A transactions until they can once again remunerate their shareholders through dividend distribution. This study contributes to the literature by discussing the creation of value for shareholders regarding the influence of M&A on dividend policy, highlighting the relevance of analyzes in the short and long term. For the capital market, this research demonstrates the importance of companies in balancing decisions aimed at business growth while still serving their shareholders through dividend distribution.

Keywords: Mergers and acquisitions; Dividend policy; Growth opportunity.

1 INTRODUÇÃO

Ao considerar o processo das companhias que atuam no mercado de capitais em demonstrar as suas intenções aos usuários das informações financeiras, a Política de Dividendos emerge como um instrumento de comunicação da situação financeira ao mercado de capitais (Letaifa, 2016). Dentre os fatores determinantes das Políticas de Dividendos (como rentabilidade, tamanho e endividamento), as oportunidades de crescimento são consideradas decisões de investimentos relevantes, tendo em vista que podem representar o incremento da distribuição mediante o aumento de resultados futuros após as operações de investimento (Forti & Freitas, 2020; Galvão et al., 2019; Leite et al., 2017; Silva et al., 2019).

Nesse contexto, os processos de F&A, além de representarem uma oportunidade de crescimento significativa para as empresas adquirentes/proponentes (unidade de análise deste estudo), constituem uma

reconfiguração das empresas envolvidas (Dereeper & Turki, 2016). Diversos são os motivos pelos quais as instituições optam por F&A como estratégia de investimento, tais como: crescimento empresarial acelerado; reduções de custos (economias de escala); e aumento de receita com vendas (Rabier, 2017). Também são evidenciadas na literatura critérios como: maximização de riqueza dos acionistas; alcance de outros mercados; e diversificação dos fluxos de caixa (Angwin & Meadows, 2015). Assim sendo, Glambosky et al. (2020) ressaltam que empresas que costumam distribuir dividendos possuem incentivos para tomar decisões que busquem melhorias nos retornos pós-F&A, como a busca por novos mercados e o aumento nos resultados.

A Teoria da Agência pode embasar tanto pesquisas que abordam a Política de Dividendos quanto os estudos que analisam aos processos de F&A, tendo em vista que ambos os mecanismos podem funcionar, segundo a literatura, como redutores dos custos de agência (Dereeper & Turki, 2016; Glambosky et al., 2020). No que diz respeito, por exemplo, aos custos de agência oriundos da divergência entre objetivos de agentes e principais, Benston (1980) sustenta que uma das motivações para as firmas buscarem F&A como forma de investimento é porque ela pode representar uma alternativa ao aumento da distribuição de dividendos, visto que as adquirentes usam as F&A para aumentar seus resultados, contribuindo no ajuste desses objetivos, principalmente no longo prazo, alinhando expectativas de diferentes *stakeholders*.

Pesquisas nacionais e internacionais abordam a relação entre as F&A e as Políticas de Dividendos, considerando: o comportamento das políticas de dividendos das firmas após o processo de F&A (Dereeper & Turki, 2016); a análise dos fatores que afetam a distribuição de dividendos de empresas que realizaram o processo (Kaprielyan & Brady, 2018); o desempenho dos processos de F&A e a distribuição de dividendos (Glambosky et al., 2020); e as F&A como forma de adquirir estabilidade e melhor atender o mercado a partir da distribuição de dividendos (Cortés et al., 2017; Dereeper & Turki, 2016; Letaifa, 2016; Udeh & Igwe, 2013; Ye & Zhang, 2017). Ao considerar as peculiaridades do contexto brasileiro, os estudos de Bortoluzzo et al. (2014) e Vieira et al. (2017) ressaltam os reflexos e o desempenho das F&A no mercado, tendo como foco o retorno destes processos para os acionistas.

No que se refere à Política de Dividendos e seu papel na definição da riqueza dos acionistas, e considerando os processos de F&A como uma estratégia de crescimento para a firma adquirente, que permite melhor distribuir os resultados, acredita-se que a análise dos processos de F&A como opção de crescimento para as firmas seja relevante para melhor predizer retornos aos investidores. Tendo como base pesquisas anteriores, como Dereeper e Turki (2016), Cortés et al. (2017) e Glambosky et al. (2020), sustenta-se o argumento de que aumentar dividendos após F&A faz com que as empresas sinalizem ao mercado que a ação foi bem sucedida.

Neste contexto, emerge o seguinte questionamento: qual a influência dos processos Fusões e Aquisições (F&A) na Políticas de Dividendos das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3) no curto e no longo prazo? Desta forma, o objetivo do presente estudo consiste em analisar a influência dos processos Fusões e Aquisições (F&A) na Políticas de Dividendos das companhias listadas na

Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3) no curto e no longo prazo. A pesquisa se diferencia de outras previamente realizadas por intentar preencher o *gap* existente na literatura no tocante à análise dos processos de F&A na Política de Dividendos em diferentes dimensões de períodos pós processos (curto e longo prazo).

No âmbito social, esta pesquisa pretende auxiliar acionistas a diagnosticarem os impactos potenciais das F&A sobre a Política de Dividendos após a ocorrência dos processos. Para o mercado de forma geral, justifica-se a abordagem considerando a relevância das F&A como uma forma de investimento utilizada para atingir as metas de crescimento e aumento no valor da empresa (Verma & Sharma, 2017). No mesmo sentido, Bortoluzzo et al. (2014) analisou os processos de F&A no contexto brasileiro e identificou que devido ao aspecto gerencial, os resultados positivos podem ser observados em longo prazo, considerando a natureza do investimento. De forma prática, salienta-se um estudo realizado sobre F&A que constatou que empresas brasileiras, que passaram por esses processos entre 1995 e 2016, obtiveram um crescimento de 18% por ano no retorno aos acionistas (Grupo BLB Brasil, 2017).

No ambiente acadêmico, esta pesquisa é relevante por considerar que tanto as Políticas de Dividendos quanto as F&A são aspectos fundamentais para as organizações (Alexandridis et al., 2017). O entendimento sobre um maior retorno aos acionistas por meio dos resultados das F&A nas firmas ainda é limitado (Maas et al., 2019). Ressalta-se outros aspectos que carecem de análises em termos teóricos e empíricos: a escassez de estudos que contemplem tanto os diferentes benefícios das F&A para as empresas, quanto as formas de retorno aos acionistas por meio da Política de Dividendos, além de contextos temporais dos retornos pós-F&A (Rouzies et al., 2019). Na realidade brasileira, Bortoluzzo et al. (2014) e Vieira et al. (2017), ressaltam que ainda que existam peculiaridades econômicas e estruturais no mercado brasileiro, a oportunidade de avaliar o impacto das operações de F&A na resposta aos acionistas se faz presente principalmente ao se analisar as nuances temporais dos investimentos e o retorno aos acionistas.

Assim sendo, este estudo analisa as F&A brasileiras sob o enfoque do olhar do mercado, considerando que, dentre os diferentes motivos das empresas optarem por se fundir ou adquirir outras, os processos analisados no período abordado pela pesquisa apresentaram resultados positivos na Política de Dividendos, incorrendo em uma melhor remuneração dos acionistas cerca de um ano após os processos. Pretende-se, com os resultados da pesquisa, demonstrar o que é ressaltado pela literatura e pelo mercado, salientando a necessidade dos investidores em avaliar a influência dos processos de F&A na Política de Dividendos de empresas brasileiras adquirentes, em longo prazo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Dentre os diferentes aportes teóricos que fundamentam a Política de Dividendos e suas implicações nas organizações, duas teorias clássicas aparecem na literatura. A primeira vertente estuda a irrelevância dos dividendos para o valor das empresas, em que Miller e Modigliani (1961) estudaram os efeitos das políticas de dividendos no valor das ações das firmas, partindo de um mercado de capitais

perfeito, considerando a inexistência de conflitos ou a assimetria de informações. Como contraponto direto ao conceito de irrelevância dos dividendos, a Teoria da Relevância defendida por Lintner (1956) e Gordon (1959) sustenta a relação existente entre a distribuição de dividendos e o aumento da riqueza dos acionistas de acordo com o valor das ações.

Também defendendo a relevância dos dividendos, Jensen e Meckling (1976) assumiram a existência de conflitos entre empresas e investidores, decorrentes da assimetria informacional que é inerente ao mercado, considerando as companhias como conjuntos de contratos celebrados entre partes relacionadas: principais (investidores) e agentes (gestores). Ao considerar a assimetria informacional entre principais e agentes, preconizada pela Teoria da Agência, a Política de Dividendos pode ser uma importante ferramenta de comunicação entre acionistas e empresas, além de balizar as ações dos tomadores de decisões, no que diz respeito à utilização de recursos da companhia em políticas de investimentos que requerem grandes aportes de capital (Dereeper & Turki, 2016; Leite et al., 2017), tal como ocorre nas F&A.

Essas, quando bem-sucedidas, permitem às empresas melhor remunerar os acionistas e investidores potenciais, por meio da sinergia (refletida na eficiência empresarial) resultante da relação entre as firmas participantes (Seth, 1990). Assim sendo, a ligação entre Políticas de Dividendos e F&A acontece quando os gestores que passam por processos de F&A demonstram ao mercado a intensão de crescer sem comprometer a distribuição de dividendos aos acionistas, sendo este um redutor dos custos de agência preconizados pela Teoria da Agência (Dereeper & Turkey, 2016).

A relação entre a Política de Dividendos e seus fatores determinantes é tratada sob diferentes enfoques na literatura internacional, sendo analisada em diversas partes do mundo. No que tange à determinação da Política de Dividendos (montante, status, frequência e rendimento dos pagamentos), as oportunidades de crescimento podem representar efeitos negativos (devido a retenção de recursos para viabilizar grandes investimentos, tais como F&A) ou positivos na distribuição de dividendos. No entanto, a literatura também indica que as oportunidades de F&A que agregam valor às firmas, auxiliam no crescimento empresarial e contribuem para a manutenção do pagamento de dividendos. De forma geral, anúncios de F&A podem causar efeitos positivos em longo prazo, principalmente em firmas pagadoras de dividendos, uma vez que estas buscam fundos externos com a finalidade de manter o retorno para os acionistas (Letaifa, 2016).

Neste contexto, pesquisas evidenciam diferentes aspectos da influência de processos de crescimento, em especial as F&A na distribuição de dividendos. Udeh e Igwe (2013) analisaram se F&A apresentam efeitos significativos no retorno sobre o capital investido e dividendos por ação de empresas nigerianas adquirentes. Ao analisarem um período de 10 anos antes e 10 após a F&A, os autores identificaram que a sinergia criada pelas F&A influenciou positivamente o fluxo de caixa das empresas participantes, impactando positivamente no bem-estar dos acionistas, com o aumento nos dividendos distribuídos.

No mercado brasileiro, a pesquisa de Bortoluzzo et al. (2014) foi desenvolvida a partir do conceito de criação de valor, que indica que a

aquisição implica em um efeito positivo no desempenho das empresas, sustentado pela hipótese da sinergia. Assim, analisaram o desempenho financeiro de firmas brasileiras que realizaram operações de F&A com empresas residentes em outros países. Foi identificado que as F&A internacionais melhoram o desempenho das firmas participantes e que, devido ao aspecto gerencial, os resultados positivos podem ser observados em longo prazo.

Com resultados semelhantes aos de Letaifa (2016), que investigou a Política de Dividendos antes e após a fusão ocorrer entre duas empresas do setor farmacêutico, no ano de 2006, e identificou a existência de um ajuste no sentido de atender às expectativas dos acionistas da empresa-alvo, Dereeper & Turki (2016) avaliaram se a Política de Dividendos da empresa fundida (ou adquirida) impacta a Política de Dividendos após o processo de F&A de companhias abertas americanas. Foram analisados 815 processos ocorridos de 1985 a 2009, sendo consideradas como métricas da Política de Dividendos: status da distribuição de dividendos, índice de *payout* e *dividend yield*. Os autores identificaram que a Política de Dividendos da empresa-alvo afeta a política desenvolvida para a empresa combinada, sendo esta uma estratégia dos gestores para atender aos acionistas da empresa que está sendo adquirida.

Segundo Hasan et al. (2017), o papel das F&A é encorajador para reformas de longo prazo, como reestruturações, realocação de ativos e aumento de riqueza. Os autores colheram informações de 176 acordos ocorridos, no período de 2004 a 2015, com empresas adquirentes que atuam na Malásia, tencionando observar o efeito das F&A na riqueza dos acionistas em longo prazo. A contribuição da pesquisa se alicerçou em desvendar o desempenho de operações internacionais, com a análise dos retornos anormais em curto (um ano pós-F&A) e longo prazo (dois e três anos após a operação). Como resultado, foi identificado que as adquirentes criaram valor aos acionistas em longo prazo mediante análise do retorno anormal, ponderado pelo valor da operação, sendo demonstrado que os efeitos são diferentes para empresas proponentes que atuam em setores distintos.

Com o objetivo de analisar ondas de F&A em países latinos, como Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, Cortés et al. (2017) pesquisaram 2.391 anúncios de F&A. Em suas análises, esses autores observaram duas grandes ondas de processos, uma de 1995 a 2002 e outra de 2003 a 2010, sendo também condizentes com ondas identificadas nos mercados americanos, ingleses, europeus e asiáticos. Os resultados da pesquisa demonstram que, assim como em mercados desenvolvidos, as motivações para a ocorrência de atividades de F&A em países latinos corroboram os preceitos defendidos pela teoria neoclássica das fusões, sugerindo que as firmas realizam os processos buscando reorganizar ativos disponíveis e aumentar a sua eficiência e o atendimento às expectativas dos acionistas.

Amewu e Alagide (2018) contribuem para a discussão com a análise de anúncios de F&A em mercados emergentes da África e afirmam que essa literatura concorda que os acionistas da empresa-alvo são beneficiados pelos processos, sendo o objetivo deles consistiu em avaliar se em mercados emergentes é possível observar esse fenômeno. A amostra contou com processos de F&A ocorridos em países africanos de 2002 a 2015, sendo considerados como

retorno aos acionistas o preço das ações e os dividendos distribuídos. A partir da análise de eventos, os resultados da pesquisa indicam que o mercado africano reage de forma positiva a anúncios de F&A, tendo em vista que os investidores são influenciados pelo tamanho das empresas. Esses resultados reiteram os achados na literatura em outros mercados desenvolvidos, a exemplo de Letaifa (2016), Dereeper e Turki (2016) e Ye e Zhang (2017), sendo também sugerido por Amewu e Alagide (2018), que esses achados sejam estendidos a outros mercados emergentes.

Estendendo a pesquisa de Dereeper e Turki (2016) acerca do papel da empresa proponente e as políticas de dividendos da empresa-alvo, Kaprielyan e Brady (2018) analisaram processos de F&A que ocorreram em diferentes países. Como principais achados, os autores indicam que as transações ao redor do mundo são distintas daquelas ocorridas no mercado americano, conforme demonstrado por Dereeper e Turki (2016). Os resultados de Kaprielyan e Brady (2018) indicam que, quando a empresa adquirente provém de um país com maior proteção aos acionistas, maior é o benefício identificado pelo mercado e, assim como Amewu e Alagide (2018), Kaprielyan e Brady (2018) demonstraram que as operações apresentam mais retorno quando realizadas em dinheiro, em comparação com as realizadas com estoques e transferências de ativos como forma de pagamento. No entanto, diferente do estudo de Letaifa (2016), foi identificado na pesquisa que a Política de Dividendos da empresa combinada está mais relacionada com a política da empresa proponente do que com a da empresa-alvo antes da operação.

Glambosky et al. (2020) analisaram se a Política de Dividendos da empresa adquirente transmite informações aos investidores sobre a qualidade de suas propostas. Foram analisadas 1.844 F&A, realizadas por empresas domésticas americanas, no período de 1985 a 2014. As descobertas confirmaram os pressupostos da teoria da agência, sendo observado pelos autores que o pagamento de dividendos serve para tranquilizar os investidores de que os gestores buscam processos de F&A que sejam rentáveis e que gerem retornos aos acionistas logo após a ocorrência dos processos

A partir do pressuposto de que as firmas optam por F&A como forma de adquirir estabilidade e melhor atender ao mercado (Letaifa, 2016; Dereeper & Turki, 2016; Cortés et al., 2017; Udeh & Igwe, 2013; Ye & Zhang, 2017), estudos anteriores também demonstram que operações realizadas em dinheiro como forma de pagamento obtêm maiores retornos aos investidores (Kaprielyan & Brady, 2018; Glambosky et al., 2020) no curto prazo (cerca de um ano após a ocorrência dos processos). Assim sendo, observa-se que, ainda que exista a possibilidade de as oportunidades de crescimento resultarem em redução da distribuição de dividendos, devido ao aporte necessário para o processo, salienta-se o objetivo final das organizações em optar por F&A tencionando o aumento da distribuição de dividendos no curto prazo (Kaprielyan & Brady, 2018). Assim sendo, depreende-se que a Política de Dividendos é influenciada pelos processos de F&A, desde que tenha um retorno maior aos acionistas da empresa adquirente/proponente dos processos no ano em que as F&A acontecem (Amewu & Alagide, 2018; Udeh & Igwe, 2013). Neste contexto, elencou-se a Hipótese 1 (H_1) desta pesquisa.

H₁: Os processos de F&A influenciam positivamente a Política de Dividendos no curto prazo.

Dentre as diversas motivações que levam uma empresa a passar por processos de F&A, a presente pesquisa tem como foco a análise da motivação das empresas brasileiras em passarem por F&A com a finalidade de melhor remunerar os acionistas. Empiricamente, é esperado que as F&A influenciem a Política de Dividendos (variável dependente da pesquisa) a partir de aumento nos no retorno aos acionistas. A literatura apresenta diferentes *proxies* para representar a Política de Dividendos (Dereeper & Turki, 2016; Forti & Freitas, 2020; Glamboosky et al., 2020; Kaprielyan & Brady, 2018; Leite et al., 2017; Silva et al., 2019). Neste estudo, foram consideradas o pagamento dos dividendos aos acionistas (variável de Dividendos Pagos: DIVPAG), índice de distribuição de dividendos (índice de *payout*, representado por PAYOUT), rendimento dos dividendos (*dividend yield*, representado por DIVYIELD na pesquisa) e na taxa de distribuição de proventos (representada por TXDIV).

Espera-se que a relação entre a Política de Dividendos e os processos de F&A apresentem significância estatística, assim como identificado por Udeh e Igwe (2013), Dereeper e Turki (2016), Cortés et al., (2017) e Ye e Zhang (2017). Esse comportamento é esperado buscando refletir o pressuposto da Teoria da Agência, no que tange ao objetivo de as empresas melhor atenderem às necessidades dos acionistas minoritários, tendo em vista que um aumento nos seus resultados pode incentivar os gestores a pagarem mais dividendos, atuando como um redutor dos custos de agência entre a companhia e seus investidores (Kaprielyan & Brady, 2018; Glamboosky et al., 2020).

No mesmo seguimento, Angwin (2007) também identificou desempenho positivo nos períodos posteriores às F&A, sendo inferido na pesquisa que os processos criaram valor em longo prazo para as empresas resultantes da combinação de negócios. Outros estudos evidenciaram que empresas mais experientes em processos de F&A apresentam melhor desempenho financeiro, sendo este observado em longo prazo (Hu et al., 2020). Como possível explicação para os achados de pesquisas anteriores, Bortoluzzo et al. (2014) e Vieira et al. (2017) ressaltam que os resultados das firmas podem demandar períodos de médio e longo prazo para serem observados, considerando a magnitude dos processos de F&A e a reestruturação que é exigida das empresas.

No que tange ao impacto na riqueza dos acionistas, Rahman e Lambkin (2015), Miglietta et al. (2018) e Ibrahim & Meghouar (2019) indicam que a influência das F&A na distribuição de dividendos é observada em longo prazo devido ao aumento da receita proveniente das sinergias geradas nos processos. Neste interim, Akpan et al. (2020) resumem a relação entre criação de valor para as empresas participantes das operações e a atribuição de recursos aos acionistas. Os autores defendem que, em curto prazo, existe a criação de valor ao acionista em função do aumento do preço das ações, no entanto, os resultados vão se desenvolvendo ao longo dos anos posteriores aos processos, sendo possível que, em longo prazo, os resultados sejam observáveis com a distribuição de dividendos. Isso posto, apresenta-se a Hipótese 2 (H₂) deste estudo.

H₂: o impacto das F&A na Política de Dividendos é positivo ao longo dos períodos posteriores aos processos.

Neste sentido, espera-se observar a influência das F&A na distribuição de dividendos em longo prazo a partir da significância estatística ao longo dos anos posteriores aos processos. Na presente pesquisa, o aspecto temporal de longo prazo foi analisado em até três anos posteriores aos processos de F&A, sendo estes períodos mensurados em trimestres, assim como foi desenvolvido no trabalho de Vieira et al. (2017). Segundo os autores, a necessidade de avaliar o tempo de resposta das F&A na Política de Dividendos é relevante frente às mudanças culturais que ocorrem dentro das empresas que passam pelos processos, visto que leva tempo para que as sinergias surjam entre as firmas combinadas para que o investimento possa ser convertido em resultados que sejam repassados aos investidores. Neste contexto, outras pesquisas reiteram que as relações podem ser observadas no longo prazo considerando o aumento da receita proveniente das sinergias, assim como identificado por Rahman e Lambkin (2015), Miglietta et al. (2018), Ibrahim & Meghouar (2019) e Akpan et al. (2020).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população deste estudo abrange todas as empresas de capital aberto listadas nos diversos setores econômicos da B3, de 2005 a 2020, delimitando-se àquelas com informações disponíveis no banco de dados da Economática®. Ainda que a coleta de dados a partir do ano de 2010 apresente maior uniformidade nas demonstrações decorrente da adesão às normas internacionais de Contabilidade (Van Tendeloo & Vanstraelen, 2005), o início da coleta de dados do presente estudo no ano de 2005 se justifica pela intenção de observar fenômenos relevantes às movimentações do mercado que, ocasionadas pela sexta onda de F&A, iniciada em 2003, passou pela crise de 2008 e segue até os dias atuais. Constata-se que os anos de 2007 e 2008 foram marcados pelo aumento de 51% nas operações, em comparação com o ano de 2006 (ANBIMA, 2011).

A amostra foi composta de forma não probabilística, sendo consideradas companhias que participaram de processos de F&A horizontais no período de 2005 a 2020 e que atuaram como adquirentes/proponentes nas F&A (instituição que adquiriu o controle de um ou mais negócios, segundo CPC 15 (2011)). Assim sendo, as unidades de análise da pesquisa representam empresas *i* (adquirentes/proponentes) dos processos. A Tabela 1 demonstra a composição da amostra da pesquisa.

Tabela 1
Composição da Amostra da Pesquisa

Critério	População (P)	Amostra (A)
Empresas ativas na B3^(a)		448
(-) Companhias indisponíveis na Economática®		66
População	100%	382
(-) Companhias do setor "Financeiro"	15,71%	(60)
(-) Companhias com dados inconsistentes para o cálculo das variáveis dependentes	21,47%	(82)
<i>Companhias sem informações em Dividendos Pagos</i>	2,62%	(10)
<i>Companhias sem informações em Dividendos Por Ação</i>	18,32%	(70)
<i>Companhias sem informações em Dividend yield</i>	0,52%	(2)
Análise preliminar	63%	240
(-) Empresas que não passaram por F&A de 2005 a 2020	28,27%	(108)

(-) Empresas com menos de 4 anos de informações ^(b)	2,09%	(8)
Amostra Final	32,46%	124

Nota. (a) Conforme disponível em "Empresas listadas" no sítio da B3 (<http://www.b3.com.br>) na data de 01/03/2021. (b) Foram desconsideradas firmas com menos de 4 anos de informações visando a consistência dos coeficientes estimados a partir dos modelos econométricos utilizados.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme evidencia a Tabela 1, optou-se por analisar firmas que passaram por F&A no período, seguindo a metodologia utilizada em outros estudos internacionais, como Dereeper e Turkey (2016) e Kaprielyan e Brady (2018), sendo também considerada essa seleção em estudos que analisam outros países emergentes além do Brasil, como Cortés et al. (2017) e em pesquisas que consideram empresas brasileiras, como Bortoluzzo et al. (2014) e Camargos e Barbosa (2009). As companhias que passaram por F&A foram identificadas tendo como base a SDC, disponível da Thomson Reuters®. A Figura 1 apresenta ocorrência das F&A ocorridas no período de 2005 a 2020.

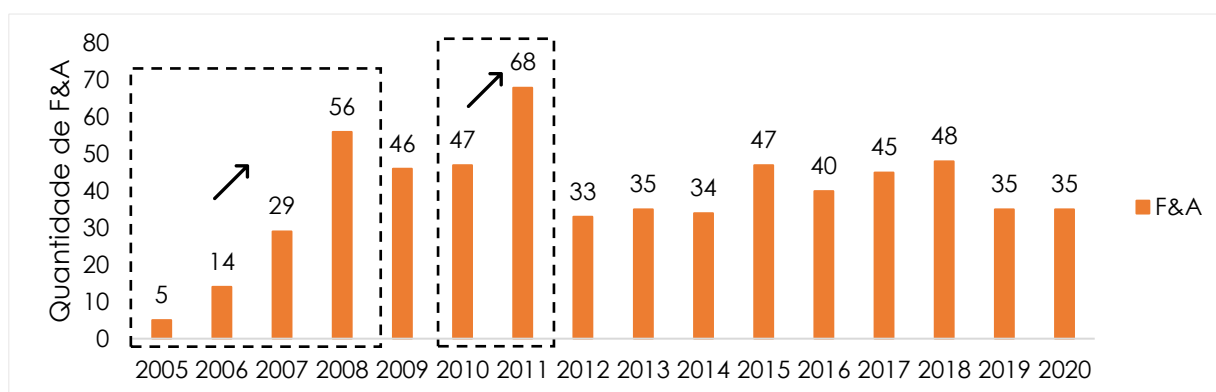


Figura 1 – Ocorrência de processos de F&A no período de 2005 a 2020

Fonte: Elaborada pelos autores.

O gráfico apresentado pela Figura 1 evidencia que as companhias abertas passaram por 617 processos de F&A como adquirentes das operações no período de 2005 a 2020. Observou-se um aumento significativo de combinações por F&A ao longo dos anos de 2005 a 2008, e depois outro aumento entre 2010 e 2011, sendo estes os períodos mais representativos. Decorrente deste comportamento ao longo dos períodos evidenciados na Figura 1, justifica-se a coleta de informações iniciar em 2005, criando a possibilidade de se analisar períodos em que houve maior incidência de processos de F&A no mercado brasileiro. Também a partir do gráfico, pode-se inferir que períodos durante e pós-crisis financeiras (neste estudo representada pelo período de 2007 a 2008), explicam o aumento dos processos de F&A, sabendo-se que as firmas em boa situação aproveitam para adquirir outras com maiores fragilidades econômicas, podendo se compreender que as firmas com problemas financeiros abrem precedentes para serem adquiridas, evitando sua extinção (Reddy et al., 2014).

Com a finalidade de analisar a influência das F&A na Política de dividendos, foram consideradas como variáveis dependentes: DIVPAG, que representa o montante e a regularidade dos dividendos distribuídos em milhares de dólares, divididos pelo ativo total; Status de distribuição, representado pelo índice de PAYOUT, mensurado pela relação entre os dividendos pagos e o lucro

líquido; DIVYIELD, que evidencia o retorno que os acionistas receberam em dividendos, sendo mensurada pela relação entre os dividendos e o preço por ação e TXDIV, relacionada ao lucro por ação, comprovando o retorno de dividendos sobre o resultado auferido pelas empresas adquirentes (Alves et al., 2018; Dereeper & Turky, 2016; Galvão et al., 2019; Kaprielyan & Brady, 2018; Leite et al., 2017; Silva et al., 2019).

Quanto aos fatores que influenciam positivamente a Política de Dividendos: tamanho (TAM) e IDADE, representados pelo logaritmo natural do ativo total e pela quantidade de anos de existência da firma (respectivamente), pois segundo Forti et al. (2015), quanto maiores e mais maduras são as firmas, mais acessíveis elas se tornam ao mercado e apresentam maior capacidade de pagar dividendos. O crescimento dos lucros (CRESCV: $[(\text{Lucro líquido } t - \text{Lucro líquido } t-1) / \text{Lucro líquido } t-1]$) e a rentabilidade (RENT: $(\text{Lucro operacional} / \text{Ativo total})$) também são indicados como incentivadores da distribuição de dividendos, haja vista que, seguindo a lógica da teoria de sinalização, empresas mais lucrativas e rentáveis tendem a pagar maiores dividendos (Alves et al., 2018; Galvão et al., 2019). O *Market to Book* (MKB) e Liquidez (LIQ: $(\text{Ativo circulante} / \text{Passivo circulante})$) indicam que melhor liquidez das firmas, impactando positivamente a distribuição de dividendos.

Ademais foram consideradas: liquidez ao quadrado (LIQ^2) e endividamento total (ENDIV: $\text{Passivo total} / \text{Patrimônio líquido}$), as quais tendem a influenciar negativamente a Política de Dividendos, considerando que empresas com maiores níveis de endividamento tendem a reter recursos para arcar com as suas necessidades em detrimento da distribuição de dividendos (Alves et al., 2018; Al-Najjar, 2009; Galvão et al., 2019; Kaprielyan & Brady, 2018). Ressalta-se que todas as variáveis quantitativas trabalhadas na presente pesquisa foram mensuradas em dólares.

No que tange as atividades de F&A, estas são representadas por variáveis binárias (em que 1 representa a ocorrência do processo no trimestre e zero caso contrário). Como expectativa da influência desse processo na Política de Dividendos, espera-se que apresente impacto positivo, tendo em vista o objetivo das firmas em melhor atender ao mercado com maiores distribuições de dividendos (Amewu & Alagide, 2018; Dereeper & Turki, 2016). Ademais, foram analisadas a similaridade do setor de atuação (SIM_SETOR), representadas por 1 quando as firmas são de setores semelhantes e zero caso contrário; e a experiência em processos de F&A anteriores (EXP), igual a 1 se a adquirente participou de mais de um processo de F&A no período de 2005 a 2020 e 0 caso contrário. Estas representam medidas de qualidade das F&A que contribuem para que os processos de F&A ocorram com sucesso e, por este motivo, espera-se que apresentem influência positiva no retorno aos acionistas frente à Política de Dividendos (Bomfim & Callado, 2016).

Como controle, foram considerados o crescimento das vendas (CRESCV: $[(\text{Receita } t - \text{Receita } t-1) / \text{Receita } t-1]$); SETOR (*dummy* igual a 1 no setor de atuação e 0 caso contrário) e CRISE (*dummy* igual a 1 nos anos de crise – 2007 e 2008 - e 0 caso contrário). A *National Bureau of Economic Research* (NBER), define uma recessão como o período entre um pico de atividade econômica e a subsequente baixa e segundo Reddy et al. (2014), a crise de 2007-2008 afetou

significativamente a fronteira de processos de F&A em anos posteriores, sendo observado aumento dos processos durante os anos de crise devido ao fato de que empresas que passaram por dificuldades financeiras ficaram mais propensas a serem adquiridas. Como forma de controle, também foram consideradas variáveis para a adoção integral do Brasil às normas internacionais (IFRS: *dummy* igual a 1 no período de 2005 a 2010, pré-adesão e 0 caso contrário, pós adesão) e para a ocorrência da Pandemia de COVID-19 iniciada no ano de 2020 (COVID: *dummy* igual a 1 para o ano de 2020 e 0 caso contrário).

No que tange à regressão dos dados, as análises foram iniciadas observando os fatores determinantes da Política de Dividendos, considerando como variável independente de interesse, o fator relacionado à oportunidade de crescimento, representado pela F&A (Al-Najjar, 2009). Os dados foram analisados com periodicidade trimestral, tendo em vista que a distribuição de dividendos, bem como a ocorrência de processos de F&A não ficam restritos somente ao encerramento do ano calendário, ocorrendo quando os tomadores de decisões entendem ser favorável para a instituição (Vancin & Procianoy, 2016). Ademais, a escolha da periodicidade trimestral para a coleta e análise dos dados se deu considerando a intercorrência dos processos de F&A no mercado de forma geral, buscando-se obter uma maior sensibilidade das relações entre a Política de Dividendos e as F&A.

Assim sendo, para testar a H_1 de que “os processos de F&A influenciam positivamente a Política de Dividendos no curto prazo.”, estimou-se a Equação (1).

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1(FDIV_{it}) + \beta_2(F\&A_{it}) + \beta_3(Controle_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: DIV_{it} = Política de Dividendos da empresa i no trimestre t ; $FDIV_{it}$ = fatores determinantes da Política de Dividendos da empresa i no trimestre t ; $F\&A_{it}$ = variáveis características de F&A relativas à empresa i no trimestre t e $Controle_{it}$ = variáveis de controle da empresa i no trimestre t . Ademais, i representa a empresa e t representa os trimestres.

Com a finalidade de observar o comportamento da relação entre Política de Dividendos e F&A ao longo do tempo, para atendimento da H_2 : “o impacto das F&A na Política de Dividendos é positivo ao longo dos períodos posteriores aos processos.”, a Equação (2) relaciona as mesmas variáveis apresentadas na Equação (1), permitindo observar o aspecto temporal dos processos de F&A na Política de Dividendos, em que as F&A foram tratadas por meio de defasagens distribuídas pelo período $t-k$, onde k representam os trimestres ($t-4$, $t-8$ e $t-12$), representando 1, 2 e 3 anos de defasagem, respectivamente.

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1(FDIV_{it}) + \beta_2(F\&A_{i,t-k}) + \beta_3(Controle_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

A partir das Equações (1) e (2), espera-se que os fatores determinantes sejam estatisticamente significativos em explicar o comportamento da Política de Dividendos, apresentando sinais positivos as variáveis TAM, CRESCL, RENT, MKB, LIQ e IDADE. Ademais, espera-se que LIQ^2 e $ENDIV$ possam apresentar influências negativas na predição da Política de Dividendos, conforme evidenciado em diversos estudos (Al-Najjar, 2009; Forti et al., 2015; Galvão et al., 2019). No que concerne a variável F&A, SIM_SETOR e EXP , é esperado que estas impactem de forma positiva a Política de Dividendos no curto prazo (Equação (1)) e ao longo

dos períodos posteriores às F&A (Equação (2)), considerando a utilização de recursos para a atividade (Bortoluzzo et al., 2014; Hu et al., 2020).

Os dados foram analisados inicialmente por meio da correlação de Spearman, considerando a característica não paramétrica das informações (que apresentaram distribuição não normal, a partir do teste de Shapiro-Wilk). Posteriormente, estes foram analisados a partir da utilização de regressões lineares múltiplas em *Generalized Method of Moments* (GMM) em painel desbalanceado.

Para garantir a robustez das análises, foram realizados testes para identificação dos seguintes problemas: a multicolinearidade, foi testada a partir do teste *Variance Inflation Factor* (VIF), conforme evidenciado na Tabela 2.

Tabela 2

Teste VIF para avaliação de Multicolinearidade

Variável	LIQ	LIQ ²	TAM	RENT	IDADE	CRESCV	CRESCCL	ENDIV	MKB	Vif Médio
VIF	2,24	2,21	1,03	1,02	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,28
1/VIF	0,4472	0,4526	0,9697	0,9777	0,9964	0,9972	0,9983	0,9986	0,9992	

Nota. VIF = Variance Inflation Factor. Interpretação: se o VIF for maior que 10 para a variável, pode-se dizer que é altamente colinear.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir da Tabela 2, observa-se que os maiores índices de multicolinearidade (VIF) resultaram em 2,24 para a variável LIQ e de 2,21 para LIQ². Tal fato decorre da relação entre as variáveis, tendo em vista que a liquidez elevada ao quadrado evidencia uma relação quadrática com a Política de Dividendos, evidenciando uma possível redução na distribuição de proventos a partir do comportamento da liquidez das empresas (Alves et al., 2018). Neste sentido, embora ela seja mensurada a partir da LIQ, por não apresentar comportamento semelhante, não caracteriza o problema de multicolinearidade. A autocorrelação foi testada a partir do teste de Wooldridge, não sendo aceita a hipótese de que existe autocorrelação entre as variáveis. Para teste de heteroscedasticidade, foram realizados os testes de Breush-Pagan, Wald para painel e teste de White, identificando-se que os dados são heteroscedásticos, sendo necessário avaliar os resíduos da regressão a partir de testes robustos.

Com a finalidade de garantir a robustez dos resultados da pesquisa, considerou-se a existência de variáveis endógenas, as quais são recorrentes nos estudos de finanças, devido ao fato de que as informações são geradas no mesmo dentro das instituições e podem conter certa relação (Forti & Freitas, 2020). Desta forma, as regressões foram realizadas por meio do estimador de Hausman-Taylor (HT), o qual se faz adequado nessas situações, tendo em vista que se baseia em estimadores não tendenciosos de variáveis instrumentais.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As variáveis utilizadas nesta pesquisa foram tratadas por métodos estatísticos, os quais permitiram a análise das relações entre as políticas de dividendos e os processos de F&A. As proxies sumarizadas na seção 3 desta pesquisa foram tratadas, inicialmente, com a finalidade de reduzir a influência de observações atípicas (presença de outliers) nos resultados e, para tanto, as

variáveis contínuas foram winsorizadas a 1%, não recebendo esse tratamento as variáveis representadas pelo logaritmo natural e as variáveis *dummies*.

Desta forma, a Tabela 3 evidencia a estatística descritiva das variáveis da pesquisa antes e depois do tratamento de Winsorização a 1%.

Tabela 3

Estatística Descritiva das Variáveis da pesquisa

Variável	Obs.	Variáveis sem tratamento de Winsorização					Variáveis Winsorizadas a 1%				
		Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
DIVPAG	5859	0,000	0,441	0,007	0,000	0,016	0,000	0,069	0,006	0,000	0,013
PAYOUT	5858	0,000	11,882	2,651	-	155,36	0,000	6,609	0,405	0,000	0,987
DIVYIELD	5859	0,000	78,749	3,02	1,853	4,163	0,000	18,29	2,936	1,853	3,579
TXDIV	5858	0,000	41,616	9,641	0,828	544,03	0,000	27,577	1,876	0,828	3,678
TAM	5859	8,332	19,711	14,213	14,155	1,614	8,332	19,711	14,213	14,155	1,614
IDADE	5839	0,000	4,727	3,328	3,555	0,885	0,000	4,727	3,328	3,555	0,885
CRESCL	5857	-2,592	13,396	1,827	-0,149	189,98	-34,23	21,088	-0,367	-0,149	5,288
RENT	5859	-1,024	2,41	0,018	0,018	0,052	-0,092	0,091	0,018	0,018	0,027
MKB	5858	-50,077	1.482,03	334,84	39,182	19,441	-729,28	1392,17	62,959	39,182	210,9
LIQ	5859	0,024	85,883	1,958	1,675	1,967	0,196	7,701	1,9	1,675	1,208
LIQ ²	5859	0,001	7.375,96	7,703	2,807	102,16	0,038	59,309	5,068	2,807	8,27
ENDIV	5859	-749,18	740,313	1,863	1,259	18,8	-16,54	24,444	1,797	1,259	4,155
CRESCV	5769	-1	1.296,48	0,4	0,01	17,191	-0,89	3,649	0,095	0,01	0,591

Nota. Valores expressos em milhares de dólares (USD).

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que concerne às variáveis representantes da Política de Dividendos, observa-se na Tabela 3 que DIVPAG, PAYOUT, DIVYIELD e TXDIV apresentam desvios padrão relativamente altos e superiores às suas médias, demonstrando um alto nível de dispersão dos dados. Os comportamentos das variáveis de dividendos foram identificados por Alves et al. (2018), que ressaltaram que a característica assimétrica e dispersa das observações corrobora a diferença entre empresas que atuam inclusive dentro dos mesmos setores, considerando que existem aquelas que distribuem muitos dividendos e outras que optam por não distribuir.

Quanto aos fatores determinantes da Política de Dividendos, evidencia-se que TAM, IDADE e LIQ apresentam médias maiores do que seu desvio padrão, sendo indicativo de que os valores são menos dispersos em torno da média das distribuições, diferente do que foi identificado em CRESCL, RENT, MKB, LIQ² e ENDIV, que apresentaram comportamento semelhante ao que foi identificado nas variáveis dependentes, com desvio-padrão maior do que a média e maior dispersão dos dados, podendo ser indicativo de que as empresas participantes da amostra apresentam níveis de resultado, liquidez, rentabilidade e endividamento com características distintas.

Apresenta-se a Tabela 4 com a correlação de Spearman (não paramétrica, considerando a distribuição não normal dos dados), entre as variáveis de dividendos, fatores determinantes da Política de Dividendos e F&A.

Tabela 4

Matriz de correlação de Spearman das Variáveis da Pesquisa

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
DIVPAG(1)	1															
PAYOUT(2)	0,901*	1														
DIVYIELD(3)	0,494*	0,469*	1													
TXDIV(4)	0,486*	0,616*	0,730*	1												
TAM(5)	0,180*	0,186*	0,175*	0,172*	1											
IDADE(6)	0,085*	0,077*	0,027	0,026	-0,060*	1										
CRESC(7)	0,127*	0,152*	0,095*	0,102*	0,028	0,007	1									
RENT(8)	0,382*	0,411*	0,359*	0,424*	0,123*	-0,015	0,266*	1								
MKB(9)	0,252*	0,435*	0,188*	0,656*	0,134*	0,032	0,030	0,316*	1							
LIQ(10)	0,174*	0,167*	0,212*	0,225*	-0,081*	0,000	0,060*	0,107*	0,193*	1						
LIQ ² (11)	0,174*	0,170*	0,212*	0,225*	-0,081*	0,000	0,060*	0,107*	0,193*	1,000*	1					
ENDIV(12)	-0,092*	-0,075*	-0,058*	-0,098*	0,331*	-0,032	-0,077*	-0,087*	-0,066*	-0,289*	-0,289*	1				
F&A(13)	0,026	0,026	0,048*	0,043*	0,106*	-0,042*	0,014	0,048*	0,055*	0,049*	0,049*	0,016	1			
SIM_SETOR(14)	0,018	0,022	0,047*	0,044*	0,065*	-0,063*	0,016	0,039*	0,050*	0,064*	0,064*	0,006	0,804*	1		
EXP(15)	0,016	0,014	0,021	0,027	0,072*	-0,014	0,002	0,042*	0,043*	0,019	0,019	-0,0030	0,455*	0,332*	1	
CRESCV(16)	0,065*	0,051*	-0,031	-0,052*	0,006	0,035*	0,146*	0,102*	-0,045*	-0,027	-0,027	0,006	-0,023	-0,035*	-0,013	1

Nota. *é significativa ao nível de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 4 permite se observar que dentre as variáveis de dividendos e seus fatores determinantes, os maiores graus de correlação linear positiva ocorrem entre as variáveis de dividendos (DIVPAG, PAYOUT, DIVYIELD e TXDIV) e MKB e RENT, sendo todas elas significativas estatisticamente a 1%, tendo maior força entre MKB e TXDIV, igual a +0,656 tendo em vista que ambas as mensurações evidenciam movimentações do mercado (valor de mercado e dividendos por ação). Outra relação que apresentou maior força refere-se a RENT e TXDIV (igual a +0,424), podendo tal fato ser explicado pela evidência de que empresas com maiores índices de rentabilidade podem apresentar maiores distribuições de dividendos.

No que concerne aos outros fatores determinantes da Política de Dividendos, salienta-se que TAM, IDADE, CRESC, RENT, MKB e LIQ apresentaram coeficientes de correlação positiva, conforme inicialmente indicado pela literatura (Al-Najjar, 2009; Galvão et al., 2019). Ademais, ENDIV, conforme preconizado por Forti et al. (2015), apresentou correlação negativa com as variáveis representantes da distribuição de dividendos. No entanto, com um comportamento diferente, a LIQ² não evidencia sinal negativo, não sendo possível observar o comportamento esperado de que em dado nível de liquidez, as firmas apresentam um ponto de inflexão em que reduzem a distribuição de dividendos aos acionistas. Quanto às variáveis de F&A, observa-se correlações positivas com as variáveis dependentes, indicando que o seu crescimento ocorre no mesmo sentido, apesar de apresentarem correlações fracas.

Com a finalidade de analisar a H₁ desta pesquisa: "os processos de F&A influenciam positivamente a Política de Dividendos no curto prazo.", a Tabela 5 demonstra os determinantes da Política de Dividendos, levando em conta as F&A como oportunidades de crescimento.

Tabela 5

Relação entre Política de Dividendos, seus fatores determinantes e Fusões e Aquisições

Variáveis	(1) DIVPAG	Erro padrão	(2) PAYOUT	Erro padrão	(3) DIVYIELD	Erro padrão	(4) TXDIV	Erro padrão
<i>TVexogenous</i>								
MKB _{it}	0.00000	(0.000)	0.00126***	(0.000)	-0.00020	(0.000)	0.00851***	(0.000)
LIQ ² _{it}	0.00010	(0.000)	-0.00014	(0.006)	-0.05742***	(0.019)	-0.05204***	(0.020)
IDADE _{it}	-0.00029	(0.000)	-0.02391	(0.027)	0.05482	(0.135)	0.16072	(0.117)
F&A _{it}	0.00051	(0.001)	0.02625	(0.071)	0.04743	(0.219)	0.19612	(0.235)
SIM_SETOR _{it}	-0.00033	(0.001)	-0.05074	(0.081)	0.46423*	(0.248)	-0.04624	(0.265)
EXP _{it}	0.0059	(0.001)	-0.01339	(0.090)	-0.32296	(0.276)	-0.39622	(0.296)
CRESCV _{it}	0.00044*	(0.000)	0.00570	(0.021)	-0.04712	(0.063)	-0.15065**	(0.068)
<i>TVendogenous</i>								
TAM _{it}	-0.00011	(0.000)	0.04245**	(0.021)	0.10534	(0.082)	0.07104	(0.080)
CRESCLI _{it}	0.00000	(0.000)	0.00005	(0.002)	-0.00370	(0.007)	-0.01056	(0.008)
RENT _{it}	0.07099***	(0.007)	-0.08374	(0.576)	6.36466***	(1.773)	9.64005***	(1.899)
LIQ _{it}	-0.00026	(0.001)	0.00762	(0.042)	0.48393***	(0.131)	0.32185**	(0.139)
ENDIV _{it}	-0.00008*	(0.000)	0.00072	(0.003)	-0.00912	(0.010)	-0.01903*	(0.011)
<i>TIexogenous</i>								
CRIS _t	0.00076	(0.001)	0.00044	(0.060)	-0.13948	(0.184)	0.09246	(0.197)
IFRS _t	0.00043	(0.001)	-0.01116	(0.045)	0.03027	(0.146)	-0.06191	(0.152)
COVID _t	-0.00272***	(0.001)	-0.13075***	(0.049)	-0.19145	(0.152)	-0.01603	(0.162)
Constante	0.00568	(0.005)	-0.31697	(0.355)	-0.86549	(1.585)	-1.41643	(1.406)
Controle Setorial	Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	5,747		5,747		5,747		5,747	
Firmas	124		124		124		124	
Pseudo R ²	0,17967		0,06817		0,32110		0,15696	
Teste F	0,00000		0,00000		0,00000		0,00000	
Modelo	HT		HT		HT		HT	

Nota. Modelos 1 a 4 estimados pela Equação (1). ***, ** e * dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. TV = *time varying* indica as variáveis que variam ao longo do tempo; TI = *time invariant*, representa as variáveis invariantes no tempo; *Endogenous* = variáveis endógenas do modelo segundo a literatura e *Exógenous* = variáveis exógenas do modelo (controle setorial). HT = Hausman-Taylor. Com exceção das variáveis binárias, os coeficientes são representados em milhares de dólares (USD). Valores entre parênteses demonstram o erro padrão. *it* = Empresa *i* no período *t* (trimestre).

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme evidencia a Tabela 5, todas as estimações realizadas pela Equação (1) (modelos de 1 a 4) foram estimadas pelo método de HT, sendo possível observar que as variáveis independentes são eficientes em prever o comportamento das variáveis dependentes, conforme a significância a 1%, evidenciada pelo Teste F de significância global.

Quanto ao Pseudo-R², observa-se que DIVYIELD (modelo 3), DIVPAG (modelo 1) e TXDVI (modelo 4) apresentam maiores coeficientes (0,3211 e 0,17967, respectivamente) sendo possível inferir que o efeito das F&A_{it} na Política de Dividendos pode ser melhor observado pelo retorno aos acionistas (DIVYIELD) e pelo montante (regularidade) em que os proventos são distribuídos, a partir do DIVPAG. No que tange à influência das F&A, na Política de Dividendos observou-se que não há significância estatística individual (analisada a partir do teste *t*), logo, não é possível realizar inferências acerca da relação entre eles, diferente do que é indicado por outros estudos Cortés et al. (2017) e Dereeper e Turki (2016).

Partir do comportamento de SIM_SETOR_{it}, observa-se resultado semelhante ao que é esperado pela literatura, ao se averiguar DIVYIELD (apresenta

significância estatística a 10%), podendo ser indicativo de existir certa tendência de que quando as F&A ocorrem entre empresas que atuam no mesmo setor, podem apresentar cerca de USD 0,464 (em média) de aumento no retorno dos dividendos aos acionistas após a operação. Nos casos em que as firmas apresentam setores similares, a literatura indica que os mecanismos de criação de valor são maximizados, uma vez que favorecem a obtenção de sinergias baseadas em eficiências de escala e escopo (Bomfim & Callado, 2016). Nada foi possível inferir acerca da experiência (EXP_{it}) das firmas em processos de F&A anteriores, tendo em vista que esta não apresentou significância estatística em prever a Política de Dividendos.

No que concerne aos outros fatores determinantes da Política de Dividendos, salienta-se a significância a 1% do MKB_{it} , o que apresentou o comportamento esperado em PAYOUT (Modelo 2) e TXDIV (Modelo 4), sendo possível depreender que a cada incremento de MKB_{it} , pode-se verificar um aumento de USD 0,001 no PAYOUT da firma combinada e em USD 0,009 a taxa de retorno dos dividendos. A partir deste resultado, observa-se que tal comportamento vai ao encontro do que é indicado por Lintner (1956), ao ressaltar que empresas que mais distribuem dividendos são bem-vistas pelo mercado.

Quanto às variáveis de liquidez, observou-se que LIQ_{it} apresentou sinal positivo e significativo em prever o comportamento de DIVYIELD (1%) e TXDIV (5%), ou seja, a cada 1 dólar de incremento na liquidez da firma, há um aumento de USD 0,484 e USD 0,322 no retorno aos acionistas e na taxa de dividendos distribuídos, confirmando o que é evidenciado por Linter (1956), de que firmas que apresentam maiores índices de liquidez apresentam maiores fluxos de caixa e distribuem mais dividendos. A influência negativa de LIQ^2_{it} para DIVYIELD e TXDIV, significantes a 1%, indicam que a cada incremento de LIQ^2_{it} , é observada uma redução no retorno aos acionistas e na taxa de distribuição de dividendos, em USD 0,057 e USD 0,052, respectivamente. Tal comportamento corrobora o comportamento não linear da distribuição de dividendos, atingindo um ponto de inflexão em que a distribuição passa a reduzir a medida em que a liquidez aumenta, conforme comentado por Forti et al. (2015).

Quanto à $RENT_{it}$, esta apresentou coeficientes positivos e significantes a 1% em prever DIVPAG, DIVYIELD e TXDIV, não sendo possível realizar inferências sobre o índice de PAYOUT. A partir dos resultados, identificou-se que a cada incremento na rentabilidade das empresas, os dividendos pagos são majorados em USD 0,071, o retorno da distribuição, em USD 6,365 e a taxa de média de pagamento em USD 9,640. Tais inferências vão ao encontro do que fora identificado por Alves et al. (2018), demonstrando o comportamento esperado de que empresas mais rentáveis dispõem maiores recursos para financiar processos de crescimento sem que prejudique a distribuição de dividendos.

No que tange o tamanho empresarial (TAM_{it}), este apresentou significância estatística a 5%, sendo indicativo de que empresas com maiores ativos totais, pode-se observar um aumento de USD 0,042 de aumento no status dos dividendos distribuídos. Tal resultado corrobora o que é indicado por Forti et al. (2015), que afirmam que firmas maiores apresentam maior capacidade de sustentar suas atividades, sem apresentar redução no retorno aos investidores.

A relação entre o $ENDIV_{it}$ das empresas e a Política de Dividendos confirmou a literatura ao predizer $DIVPAG$ e $TXDIV$ com sinal negativo e significativo a 10%. Apesar de ser observados coeficientes baixos, indicando reduções de USD 0,000 na distribuição de dividendos ($DIVPAG$) e USD 0,019 na taxa média de dividendos ($TXDIV$), o comportamento de tal variável corrobora o que demonstram Dereeper e Turki (2016) e Galvão et al. (2019), destacando que quanto maior o nível de endividamento total das empresas, menor a distribuição de dividendos e a taxa média. Ademais, ressalta-se que sobre a $IDADE_{it}$ e o crescimento dos lucros ($CRESC_{it}$) nada é possível inferir sobre a influência destes fatores na Política de Dividendos, tendo em vista que não apresentaram significância estatística.

Quanto ao comportamento do crescimento das vendas ($CRESCV_{it}$), este é considerado como controle de características que são relacionadas de forma mais direta ao setor em que as firmas atuam, tendo em vista que diferentes atividades apresentam registros de receitas de formas distintas (Vancin & Procianoy, 2016). Assim sendo, observa-se significância estatística a 10% em $DIVPAG$, e ao apresentar coeficiente positivo, pode ser indicativo de que o crescimento das vendas influencia positivamente a distribuição de dividendos, contribuindo para maiores resultados e distribuições. No entanto, ao observar a relação entre $CRESCV_{it}$ e a taxa média de dividendos, o coeficiente indica redução em USD 0,151 em $TXDIV$, não sendo possível tecer inferências acerca do crescimento das vendas sobre a Política de Dividendos, considerando também a diversidade de setores e tipos de negócios que compõem a amostra da pesquisa.

Ao observar as outras variáveis de controle, identificou-se que a *dummy* referente ao $COVID_t$ apresentou significância estatística a 1% em predizer $DIVPAG$ e o $PAYOUT$ das empresas, indicando que neste período, houve redução no índice de pagamento de dividendos em USD 0,003 e USD 0,131. Quanto à adoção das IFRS, não é possível realizar inferências sobre estes períodos, tendo em vista que não houve significância estatística.

A partir dos resultados evidenciados na Tabela 5, é possível inferir que as F&A funcionam como redutores de custos de agência, principalmente quando os processos ocorrem entre empresas que atuam no mesmo setor (SIM_SETOR_{it}), tendo em vista a significância estatística a 10% em predizer $DIVYIELD$. Esse fato pode ser analisado a partir do efeito positivo dos processos entre empresas de setores semelhantes em retornar aos acionistas a partir da distribuição de dividendos, evidenciando certo controle das ações dos tomadores de decisão. Neste contexto, Jensen e Meckling (1976) inferem pela Teoria da Agência que o fato de as firmas pagarem mais dividendos pode ser um demonstrativo das atividades dos gestores, no que se refere à administração dos fluxos de caixa das empresas, levando em conta tanto as atividades da entidade quanto a remuneração dos investidores.

Quanto à relação entre os processos de F&A e as Políticas de dividendos, rejeita-se a H_1 da pesquisa, visto que as relações não apresentaram significância estatística de forma individual, e por isso, não é possível realizar inferências acerca desta relação. Com a finalidade de observar o aspecto temporal, para atender a H_2 da pesquisa, que indica que o impacto das F&A na Política de Dividendos é

positivo ao longo dos períodos posteriores aos processos, as variáveis foram estimadas a partir da Equação (2), conforme evidencia a Tabela 6.

Tabela 6

Relação entre Política de Dividendos, seus fatores determinantes e Fusões e Aquisições ao longo do tempo

Variáveis	(5) DIVPAG	Erro padrão	(6) PAYOUT	Erro padrão	(7) DIVYIELD	Erro padrão	(8) TXDIV	Erro padrão
<i>TVexogenous</i>								
MKB _{it}	0.00000	(0.000)	0.00143***	(0.000)	0.00008	(0.000)	0.00956***	(0.000)
LIQ ² _{it}	0.00008	(0.000)	0.00040	(0.008)	-0.11571***	(0.026)	-0.07063**	(0.028)
IDADE _{it}	-0.00136**	(0.001)	-0.06384	(0.040)	-0.58903***	(0.223)	-0.24412	(0.177)
F&A _{it-4}	0.00241**	(0.001)	0.07048	(0.085)	0.49567*	(0.258)	0.13144	(0.285)
F&A _{it-8}	0.00078	(0.001)	0.05787	(0.086)	0.41212	(0.260)	0.05526	(0.287)
F&A _{it-12}	-0.00026	(0.001)	-0.00622	(0.085)	-0.02162	(0.256)	-0.25525	(0.283)
SIM_SETOR _{it-4}	-0.00169	(0.001)	0.00435	(0.097)	-0.19894	(0.295)	-0.16608	(0.325)
SIM_SETOR _{it-8}	-0.00136	(0.001)	-0.12430	(0.096)	0.48218*	(0.292)	-0.07378	(0.323)
SIM_SETOR _{it-12}	0.00005	(0.001)	-0.03134	(0.095)	-0.13534	(0.288)	0.30537	(0.318)
EXP _{it-4}	-0.00054	(0.001)	-0.10275	(0.110)	0.97579***	(0.332)	-0.37172	(0.367)
EXP _{it-8}	-0.00087	(0.001)	-0.03587	(0.108)	-0.45760	(0.327)	0.20838	(0.361)
EXP _{it-12}	-0.00160	(0.001)	0.01524	(0.105)	0.51828	(0.318)	0.40659	(0.351)
CRESCV	0.00037	(0.000)	0.00523	(0.024)	-0.02415	(0.072)	-0.14006*	(0.080)
<i>TVendogenous</i>								
TAM	-0.00017	(0.000)	0.03616	(0.028)	0.15026	(0.114)	0.08986	(0.108)
CRESCV	0.00001	(0.000)	0.00078	(0.003)	-0.00375	(0.009)	-0.01063	(0.009)
RENT	0.07094***	(0.009)	0.27785	(0.730)	7.02465***	(2.225)	11.01706***	(2.450)
LIQ	-0.00029	(0.001)	-0.01042	(0.057)	0.82171***	(0.178)	0.41643**	(0.194)
ENDIV	-0.00004	(0.000)	0.00089	(0.004)	-0.00937	(0.011)	-0.01409	(0.012)
<i>TIexogenous</i>								
CRISE	0.00142	(0.002)	0.05855	(0.146)	0.75834*	(0.442)	-0.07350	(0.488)
IFRS	-0.00006	(0.001)	-0.08737	(0.098)	0.09542	(0.301)	-0.20818	(0.329)
COVID	-0.00259***	(0.001)	-0.11706**	(0.052)	0.08366	(0.163)	0.16737	(0.177)
Constante	0.01075	(0.007)	-0.01051	(0.458)	0.81896	(2.245)	-0.26353	(1.865)
Controle Setorial	Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	4129		4129		4129		4129	
Firmas	123		123		123		123	
Pseudo R ²	0,26200		0,09832		0,44620		0,19942	
Teste F	0,00000		0,00000		0,00000		0,00000	
Modelo	HT		HT		HT		HT	

Nota. Modelos 5 a 8 estimados pela Equação (2). ***, ** e * dizem respeito às significâncias ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. TV = *time varying* indica as variáveis que variam ao longo do tempo; TI = *time invariant*, representa as variáveis invariantes no tempo; *Endogenous* = variáveis endógenas do modelo segundo a literatura e *Exógenous* = variáveis exógenas do modelo (controle setorial). HT = Hausman-Taylor. Com exceção das variáveis binárias, os coeficientes são representados em milhares de dólares (USD). Valores entre parênteses demonstram o erro padrão. *it* = empresa *i* no período *t* (trimestre); *it-4* = empresa *i* no período *t* defasado em 4 trimestres (1 ano); *it-8* = empresa *i* no período *t* defasado em 8 trimestres (2 anos); *it-12* = Empresa *i* no período *t* defasado em 12 trimestres (3 anos).

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir da Tabela 6, observa-se os modelos 5, 6, 7 e 8, cujos coeficientes foram estimados pela Equação (2). Assim como os resultados evidenciados na Tabela 5, os modelos foram estimados pelo método de HT, sendo mantida a significância estatística global do modelo (teste F significativa a 1%), sendo possível inferir que as variáveis independentes, de forma geral, são eficientes em prever o comportamento das variáveis dependentes.

Confirmando o comportamento apresentado nos modelos estimados pela Equação (1), os modelos que apresentam maior Pseudo-R² são DIVYIELD (modelo 7) e DIVPAG (modelo 5), igual a 0,44620 e 0,26200, respectivamente. Neste sentido, observa-se um aumento geral no Pseudo-R² de todos os modelos, indicando que ao analisar o aspecto temporal, pode-se observar melhoras nos ajustes das estimações de 0,082 pontos percentuais (pp.) para DIVPAG; 0,030 pp. para PAYOUT; 0,125 pp. no modelo em que a dependente é DIVYIELD e 0,042 pp. para TXDIV. Tal comportamento corrobora o que é alicerce do estudo de Hasan et al. (2017), indicando a criação de valor para os acionistas a partir da análise das F&A no longo prazo.

Diferente do que foi identificado na Tabela 5 (modelos 1, 2, 3 e 4), na Tabela 6 (modelo 5, 6, 7 e 8) foi possível observar influência das F&A na Política de dividendos no longo prazo. Após um ano, evidencia-se a significância a 5% das F&A defasadas em quatro trimestres ($F\&A_{it-4}$) em prever DIVPAG, indicando um incremento de USD 0,002 no montante dos dividendos pagos aos acionistas. Tal comportamento também é observado ao observar a significância a 10% de $F\&A_{it-4}$ em prever DIVYIELD, em que evidencia ser possível observar um aumento de USD 0,496 no rendimento dos dividendos cerca de um ano após a ocorrência dos processos de F&A. Salienta-se que, no que tange a influência dos processos de F&A ocorridos em 2 e 3 anos ($F\&A_{it-8}$ e $F\&A_{it-12}$, respectivamente) anteriores, não foi observado significância estatística.

A influência positiva das F&A, na Política de Dividendos, corrobora o que é identificado por Amewu e Alagide (2018), ao demonstrarem que os processos podem contribuir, de alguma forma, para o aumento do retorno aos acionistas. A partir da observação de processos que ocorreram 4 trimestres antes do período de análise da Política de Dividendos ($F\&A_{it-4}$), é possível inferir que o efeito das F&A na Política de Dividendos influencia de forma positiva os resultados que são repassados aos acionistas a partir da distribuição e do rendimento de dividendos, evidenciando a criação de valor das empresas adquirentes aos seus investidores. Tal comportamento corrobora o que é evidenciado por pesquisas anteriores (Dereeper & Turky, 2016; Ibrahim & Meghouar 2019; Kaprielyan & Brady, 2018; Miglietta et al, 2018; Rahman & Lambkin, 2015).

Indo ao encontro do que foi identificado nos resultados apresentados na Tabela 5, a similaridade de setor entre as firmas combinadas apresentou significância estatística também no longo prazo. A partir da Tabela 6, observa-se que a similaridade do setor também influencia positivamente o rendimento dos dividendos (DIVYIELD), aumentando, em média, USD 0,482 cerca de 2 anos após a ocorrência dos processos (SIM_SETOR_{it-8}). A literatura de similaridade entre as empresas compreende importância da semelhança de setores entre as firmas combinadas, considerando a possibilidade das empresas em ter mais agilidade e eficiência em reorganizar as atividades e aumentar a sua chance de sucesso pós processo de combinação, tendo em vista o compartilhamento nos estilos de gestão, organizacional, cultural e processos administrativos (Bauer & Matzler, 2014)

No que concerne a experiência das empresas adquirentes/proponentes em processos de F&A anteriores, no longo prazo, observou-se comportamento diferente da análise no curto prazo. Os resultados indicam que, cerca de 1 ano

após a ocorrência dos processos F&A, quanto maior a experiência das empresas proponentes, EXP_{it-4} , os acionistas são beneficiados a partir do incremento de USD 0,976 no rendimento dos dividendos (DIVYIELD). A experiência em processos de F&A anteriores representam um indicativo de sucesso, sendo evidenciado por diferentes estudos que, quanto maior a experiência de empresas adquirentes em F&A, maior é a probabilidade de sucesso da empresa combinada decorrente do aumento dos mecanismos de criação de valor quando as firmas já passaram por processos de F&A anteriormente (Bauer & Matzler, 2014). O fator experiência em processos anteriores permite que as firmas adquirentes minimizem os riscos da integração e apresentem maiores habilidades de transformar a complexidade dos negócios em valor para os seus acionistas (Bortoluzzo et al., 2014; Hu et al., 2020).

Quanto aos fatores determinantes da Política de Dividendos, observou-se que os resultados seguiram, no longo prazo, os mesmos comportamentos observados nas análises de curto prazo (conforme evidenciados na Tabela 5). Tal fato pode ser explicado ao considerar que os fatores são relativos a características das firmas, assim como as atividades operacionais das empresas, bem como sua posição no mercado em que atuam, conforme é explicado em pesquisas anteriores (Forti & Freitas, 2020; Leite et al., 2017).

Assim sendo, ao observar a influência dos processos de F&A na Política de Dividendos ao longo dos anos, os resultados apresentados indicam não ser possível rejeitar a H_2 da pesquisa, tendo em vista a indicação de que, cerca de um ano após a ocorrência dos processos, pode ser possível observar certo incremento no rendimento dos dividendos, DIVYIELD, e no montante de dividendos que é distribuído, DIVPAG. Tais resultados também são identificados em DIVYIELD ao considerar a similaridade do setor e a experiência da adquirente. O sinal positivo identificado concorda com a literatura de F&A, já que analisa as fontes de crescimento externas (Rabier, 2017; Thanos et al., 2020; Verma & Sharma, 2017), como fatores que contribuem para a distribuição de recursos aos acionistas por meio da Política de Dividendos devido aos resultados auferidos pela empresa combinada.

A partir da análise da criação de valor aos acionistas, no longo prazo, os resultados indicam que, apesar da influência das F&A na Política de Dividendos não ser observada a curto prazo, esta pode ser observada pelos investidores no longo prazo, considerando a complexidade dos processos e respeitando o período de recomposição das empresas combinadas após os processos (Rahman & Lambkin, 2015; Miglietta et al., 2018; Ibrahimi & Meghouar, 2019). Neste sentido, indica-se que tais resultados possam também ser observados a partir das eficiências que são geradas a partir da reestruturação das empresas resultantes de Fusões ou Aquisições, tendo em vista a possibilidade destas em alcançar novos mercados, melhorar processos produtivos e auferir maiores resultados.

Adicionalmente, outros testes foram realizados com a finalidade de garantir a robustez da pesquisa. A amostra foi segregada em períodos pré e pós adoção às normas internacionais (IFRS), não sendo identificadas diferenças significativas nos coeficientes. Quanto à estimação dos coeficientes, estes também foram analisados modelos, considerando *Ordinary Least Squares* (OLS) com efeitos fixos e erros padrão robustos sem que os resultados da pesquisa

fossem modificados. Ademais, como teste de sensibilidade, as variáveis de F&A foram testadas separadamente, apresentando estas os mesmos resultados daqueles elucidados pelo presente estudo.

5 CONCLUSÕES

A presente pesquisa teve como objetivo analisar a influência dos processos de F&A nas políticas de dividendos das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3) no curto e no longo prazo. Para tanto, foram elencadas duas hipóteses para o desenvolvimento do estudo. As variáveis foram analisadas por meio de estatística descritiva, correlações lineares e as regressões lineares por GMM, as quais foram estimadas pelo modelo de Hausman-Taylor.

A primeira Hipótese formulada (H_1) indica que, no curto prazo, a Política de Dividendos é influenciada positivamente pelos processos de F&A. Os resultados indicaram que, de forma isolada, as F&A não são eficientes em prever o comportamento das Políticas de Dividendos no ano em que os processos acontecem, rejeitando-se a primeira hipótese do estudo e não sendo possível confirmar o que é indicado pela literatura (Dereeper & Turki, 2016). No entanto, ao avaliar a qualidade das F&A a partir da similaridade do setor (SIM_SETOR), observou-se que existe certa tendência em aumentar o rendimento dos dividendos (DIVYIELD), sendo possível inferir que quando as firmas adquirentes já passaram por F&A anteriores, estas podem atuar minimizando os riscos que são inerentes aos processos.

Para análise da influência das F&A na Política de Dividendos ao longo do tempo, a segunda Hipótese do estudo (H_2) indicou que o impacto das F&A na Política de Dividendos é positivo ao longo dos períodos posteriores aos processos. A partir da estimação dos modelos, foi possível observar que, cerca de um ano após os processos de F&A, estes influenciam de forma positiva e significativa a distribuição de dividendos (DIVPAG) e o rendimento dos dividendos (DIVYIELD), não sendo possível rejeitar a segunda hipótese da pesquisa. Ademais, ressalta-se a significância estatística identificada experiência em processos de F&A anteriores (EXP) e na similaridade de setores entre as firmas combinadas (SIM_SETOR), que apresentaram incrementos no rendimento dos dividendos (DIVYIELD) cerca de um e dois anos após a ocorrência das F&A, respectivamente.

Os resultados da pesquisa contribuem para o atendimento de um dos pressupostos da Teoria da Agência no que concerne a redução dos custos de agência no que tange o alinhamento de objetivos entre gestores e investidores no longo prazo, tendo como resultado a proteção aos acionistas minoritários por meio da Política de Dividendos (Lintner, 1956). A rejeição da primeira hipótese da pesquisa pode ser explicada pela complexidade dos processos, não sendo possível visualizar esse impacto puramente pela ocorrência ou não da F&A como uma variável binária a curto prazo. Já no longo prazo, outros fatores influenciam para que os processos sejam bem-sucedidos e que possam efetivamente gerar valor aos acionistas, a exemplo da experiência da empresa adquirente em processos de F&A anteriores.

Empiricamente, a pesquisa contribui para a literatura no que tange à análise da influência das F&A na Política de Dividendos das empresas,

corroborando Amewu e Alagide (2018), Dereeper e Turki (2016), que defendem a geração de valor aos acionistas a partir de processos de F&A, para aumentar o retorno aos acionistas. A contribuição empírica se dá pela análise das nuances de tempo (curto e longo prazos) após os processos de F&A, a partir de medidas de qualidade das combinações, como experiência em processos de F&A anteriores e similaridade de setor entre as firmas combinadas (Camargos & Barbosa, 2009; Maas et al., 2018; Ibrahim & Meguar, 2019). Tal análise busca suprir o *gap* existente na literatura nacional que diz respeito à aspectos distintos dos processos, e evidencia os retornos em longo prazo das F&A, ressaltando que ainda que em curto prazo as expectativas de resultado não sejam atendidas, elas seguem sendo estratégias legítimas para o crescimento empresarial (Vieira et al., 2017).

No que concerne à sociedade, esta pesquisa demonstra de que forma os processos de F&A podem ser positivos para as organizações e para o desenvolvimento do mercado, considerando que os motivos que levam as empresas a optarem por se fundir ou adquirir outra, pode ter como propósito final atender aos seus acionistas. Ainda que exista inúmeros objetivos que levam às empresas a optarem por F&A, observou-se que o aspecto social acaba sendo beneficiado frente aos processos, tendo em vista que, com o aumento de tamanho das empresas, estas acabam contribuindo com custos políticos da sua nova constituição, impactando no pagamento de impostos. Para o mercado, o presente estudo se faz relevante ao evidenciar a busca das empresas brasileiras de capital aberto em diversificar o risco e suas atividades, e assimilar novas competências com a obtenção de sinergias em processos de F&A, evidenciando aos acionistas a sua intenção em crescer sem prejudicar a distribuição de proventos.

Quanto às limitações da pesquisa, salienta-se a mensuração das variáveis relativas à Política de Dividendos, as quais são representadas no estudo de forma quantitativa, não sendo possível analisar os aspectos qualitativos das Políticas de Dividendos como aspectos individuais das firmas. Quanto às variáveis de F&A, salienta-se que foram analisadas em virtude da sua ocorrência ou não no trimestre em questão, não sendo possível avaliar o tamanho relativo das operações (mensurados pelo valor da negociação sobre o ativo total da empresa adquirente), tendo em vista a não divulgação de grande parte dos processos de seus valores negociados. Diante deste contexto, sugere-se em pesquisas futuras, analisar aspectos qualitativos dos processos de F&A e sua influência no mercado de capitais a partir de análise de preços de ações e flutuações de mercado.

REFERÊNCIAS

Akpan, M., Wanke, P., Chen, Z., & Antunes, J. M. (2020, March). Unveiling the endogenous relationship between technical efficiency and value creation in mergers and acquisitions in Nigeria. *South African Journal of Economics*, 55(1), 40-70. <https://doi.org/10.1111/saje.12233>

- Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017, August). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010>
- Al-Najjar, B. (2009, September). Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. *Studies in Economics and Finance*. 26(3), 182-197. <http://dx.doi.org/10.1108/10867370910974017>
- Alves, F. I. A. B., Guedes, Y. R., & Souza, J. L. (2018, janeiro/abril). Política de Dividendos: estudo dos fatores determinantes para as empresas atuantes no setor de utilidade pública. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8(1), 4-23. <http://dx.doi.org/10.18028/rgfc.v8i1.5534>
- Amewu, G., & Alagidede, P. (2018, July). Do mergers and acquisitions announcements create value for acquirer shareholders in Africa. *International Journal of Finance & Economics*, 23(4), 606-627. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1639>
- Angwin, D. (2007, January). Motive archetypes in mergers and acquisitions (M&A): The implications of a configurational approach to performance. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 6, 77-105. [https://doi.org/10.1016/S1479-361X\(07\)06004-8](https://doi.org/10.1016/S1479-361X(07)06004-8)
- Angwin, D. N., & Meadows, M. (2015, August). New integration strategies for post-acquisition management. *Long Range Planning*, 48(4), 235-251. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2014.04.001>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA. (2011, fevereiro 17). Fusões e Aquisições superam a marca de R\$ 180 bilhões em 2010. Imprensa. https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/fusoes-e-aquisicoes-superam-a-marca-de-r-180-bilhoes-em-2010.htm
- Bauer, F., & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 35(2), 269-291. <https://doi.org/10.1002/smj.2091>
- Benston, G. J. (1980). Conglomerate mergers: causes, consequences and remedies. American Enterprise Institute for Public Policy Research. <https://ideas.repec.org/b/aei/rpbook/650455.html>
- Bomfim, E. T. do, & Callado, A. L. C. (2016, agosto). Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e de aquisições. *Revista de Ciências da Administração*, 1(2), 79. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2016v18n45p79>
- Bortoluzzo, A. B., Garcia, M. P. S., Boehe, D. M., & Sheng, H. H. (2014). Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro.

Revista de Administração de Empresas - RAE, 54(6), 659-671.
<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020140606>

Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2009, abril/junho). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, 49(2), 206-220.
<https://doi.org/10.1590/S0034-75902009000200007>

Cortés, L. M., Agudelo, D. A., & Mongrut, S. (2017, January). Waves and determinants in mergers and acquisitions: The case of Latin America. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1667-1690.
<http://dx.doi.org/10.1080/1540496X.2016.1262254>

Dereeper, S., & Turki, A. (2016, November). Dividend policy following mergers and acquisitions: US evidence. *Managerial Finance*, 42(11), 1073-1090.
<https://doi.org/10.1108/MF-10-2015-0293>

Forti, C. A. B., & Freitas, K. S. (2020). Relação entre os dividendos e a classificação de rating de empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(42), 120-137. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n42p120>

Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015, August). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.
<https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>

Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2019, outubro). Política de distribuição de dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 57-75. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42438>

Glambosky, M., Jory, S. R., & Ngo, T. N. (2020, November). The wealth effects of mergers and acquisitions by dividend payers. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 154-165. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.01.013>

Gordon, M. J. (1959, May). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>

Grupo BLB Brasil. (2017, setembro 25). Fusões e Aquisições melhoram retorno das empresas de capital aberto. [Web log post].
<https://www.blbbrasil.com.br/blog/fusoes-e-aquisicoes-capital-aberto/>

Hasan, M. M., Ibrahim, Y., Olajide, R. J., Minai, M. S., & Uddin, M. M. (2017, December). Malaysian acquiring firms' shareholders' wealth effect following cross-border acquisition. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 3(2), 147-158. <https://doi.org/10.26710/jafee.v3i2.95>

Hu, N., Li, L., Li, H., & Wang, X. (2020, January). Do mega-mergers create value? The acquisition experience and mega-deal outcomes. *Journal of Empirical Finance*, 55, 119-142. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.11.004>

- Ibrahimi, M., & Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 45(10-11), pp. 1398-1415. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2018-0053>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976, October). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kaprielyan, M., & Brady, K. (2018, December). The role of dividend policy in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Multinational Financial Management*, 47-48, 14-30. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2018.11.003>
- Leite, M., Bambino, A. C., & Hein, N. (2017, maio/julho). Relação entre Política de Dividendos e desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras e chilenas. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 205-221. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i1.2604>
- Letaifa, W. B. (2016, Winter). Study of dividend policies in periods pre- and post-merger. *Corporate Ownership & Control*, 613. http://www.virtusinterpress.org/IMG/pdf/COC_Volume_13_Issue_2_Winter_2016_Continued_3_-2.pdf#page=119
- Lintner, J. (1956, May). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Maas, A. J. J., Heugens, P. P. M. A. R., & Reus, T. H. (2019, January). Viceroy or emperor? An institution-based perspective on merger and acquisition prevalence and shareholder value. *Journal of Management Studies*, 56(1), 234-269. <https://doi.org/10.1111/joms.12335>
- Miglietta, N., Battisti, E., & Garcia-Perez, A. (2018). Shareholder value and open innovation: evidence from Dividend Champions. *Management Decision*, 56(6), 1384-1397. <https://doi.org/10.1108/MD-04-2017-0408>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961, October). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://www.jstor.org/stable/2351143>
- NBER, National Bureau of Economic Research (NBER). Business Cycle Dating. <https://www.nber.org/research/business-cycle-dating>
- Rabier, M. R. (2017, July). Acquisition motives and the distribution of acquisition performance: Motives and distribution of performance. *Strategic Management Journal*, 38(13), 2666-2681. <https://doi.org/10.1002/smj.2686>
- Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. *Industrial Marketing Management*, 46, 24-35. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2015.01.003>

- Reddy, K. S., Nangia, V. K., & Agrawal, R. (2014). The 2007-2008 global financial crisis, and cross border mergers and acquisitions: A 26-nation exploratory study. *Global Journal of Emerging Market Economies*, 6(1), 257-281. <https://doi.org/10.1177/0974910114540720>
- Rouzies, A., Colman, H. L., & Angwin, D. (2019, April). Recasting the dynamics of post-acquisition integration: An embeddedness perspective. *Long Range Planning*, 52(2), 271-282. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2018.03.003>
- Seth, A. (1990, October). Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(6), 431-446. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110603>
- Silva, J. E., Morgan, L. M., Machado, M. J. D. C. M., & Montebelo, M. I. D. L. M. (2019). Política de Dividendos e criação de valor: um estudo no mercado brasileiro. *Revista Ambiente Contábil*, 11(1), 77-97. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2019v11n1ID15509>
- Thanos, I. C., Papadakis, V. M., & Angwin, D. (2020, March). Does changing contexts affect linkages throughout the mergers and acquisition process? A multiphasic investigation of motives, pre-and post-acquisition and performance. *Strategic Change*, 29(2), 149-164. <https://doi.org/10.1002/jsc.2318>
- Udeh, S. N., & Igwe, N. N. (2013). Effects of mergers and acquisitions on return on capital employed and dividend per share indices of companies in Nigeria. *International Journal of Business Administration*, 4(5), 51-72. <http://dx.doi.org/10.5430/ijba.v4n5p51>
- Van Tendeloo, B., & Vanstraelen, A. (2005). Earnings management under German GAAP versus IFRS. *The European Accounting Review*, 14(1), 155-180. <https://doi.org/10.1080/0963818042000338988>
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305845303005>
- Verma, N., & Sharma, R. (2017, December). Creating shareholders' value utilizing capital in post-merger and acquisition scenario: a study of Indian Telecom Industry. *International Journal of Management Practice*, 10(1), 75-92. <https://doi.org/10.1504/IJMP.2017.080653>
- Vieira, L. B., Brito, S. S., Santana, J. R. B., Sanches, S. L. R., & Galdamez, E. V. C. (2017, julho/setembro). Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE - Revista de Gestão*, 24(3), 235-246. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2016.08.003>

Ye, X., & Zhang, Y. (2017, October). Evaluation of post-merger performance of public listed companies in the UK. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 42, 57-61. <https://doi.org/10.2991/isbcd-17.2017.13>

Planilha de Contribuição dos Autores			
Contribuição	Rafaela Mâncio Grandó	Fernanda Gomes Victor	Carlos Eduardo Schonerwald da Silva
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X	X	X
2. Definição do problema de pesquisa	X	X	
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X	X	
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa	X	X	
5. Coleta de dados	X		
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X		
7. Conclusões da pesquisa	X	X	
8. Revisão crítica do manuscrito	X	X	X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.	X		
10. Orientação		X	X