



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GEISA GOMES DE ALMEIDA ALVES CUNHA

**ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA VARIAÇÃO DA SITUAÇÃO FINANCEIRA
DE EMPRESAS ADQUIRENTES PRÉ-F&A E EMPRESAS RESULTANTES PÓS-
F&A: UM ESTUDO A PARTIR DA ANÁLISE DINÂMICA DO CAPITAL DE GIRO
PARA O PERÍODO DE 2009 A 2019**

RIO DE JANEIRO

2023

**ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA VARIAÇÃO DA SITUAÇÃO FINANCEIRA
DE EMPRESAS ADQUIRENTES PRÉ-F&A E EMPRESAS RESULTANTES PÓS-
F&A : UM ESTUDO A PARTIR DA ANÁLISE DINÂMICA DO CAPITAL DE GIRO
PARA O PERÍODO DE 2009 A 2019**

GEISA GOMES DE ALMEIDA ALVES CUNHA

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC), da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis

Orientador: Dr José Augusto Veiga da Costa Marques

Coorientador: Dr Marcelo Álvaro da Silva Macedo

RIO DE JANEIRO

2023

FICHA CATALOGRÁFICA

C972a Cunha, Geisa Gomes de Almeida Alves.

Análise dos determinantes da variação da situação financeira de empresas adquirentes pré-F&A e empresas resultantes pós-F&A: um estudo a partir da análise dinâmica do capital de giro para o período de 2009 a 2019 / Geisa Gomes de Almeida Alves Cunha. – 2023.

97 f.; 31 cm.

Orientador: José Augusto Veiga da Costa Marques.

Coorientador: Marcelo Álvaro da Silva Macedo

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2023.

Bibliografia: f. 93 – 97.

1. Fusões e aquisições. 2. Capital de giro. 3. Finanças. I. Marques, José Augusto Veiga da Costa, orient. II. Macedo, Marcelo Álvaro da Silva, coorient. III. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Faculdade de Administração e Ciências Contábeis. III. Título.

CDD 338.8

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária: Luiza Hiromi Arao CRB 7 – 6787

Biblioteca Eugênio Gudín/CCJE/UFRJ

**ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA VARIAÇÃO DA SITUAÇÃO FINANCEIRA
DE EMPRESAS ADQUIRENTES PRÉ-F&A E EMPRESAS RESULTANTES PÓS-
F&A: UM ESTUDO A PARTIR DA ANÁLISE DINÂMICA DE CAPITAL DE GIRO
PARA O PERÍODO DE 2009 A 2019**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC), da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Rio de Janeiro, 27 abril de 2023.

Prof. Dr. José Augusto Veiga da Costa Marques – Presidente
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Marcelo Álvaro da Silva Macedo – Membro Interno
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Thiago Abreu – Membro Interno
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Hugo Costa de Macedo – Membro Externo
Universidade Federal Fluminense (UFF)

Prof. Dr. João Antônio Salvador de Souza – Membro Externo
Universidade Federal Fluminense (UFF)

Dedico esse trabalho à Deus e a minha mãe. Se eu quisesse utilizar esta dedicatória para descrever todos os motivos, pelos quais além de Deus, minha mãe merece esta dedicatória, eu escreveria muito mais páginas do que me é permitido. Porém consigo sintetizar tudo o que sinto com um pequeno gesto seu. Obrigada mãe pelo seu sorriso, sei que a senhora me ofereceu ele apesar de toda a dificuldade, apesar de toda tristeza que tenha vivido, apesar de todos os não e impossibilidades que enfrentamos. Obrigada pelo seu sorriso, pois nele sempre estava escrito: Você consegue, eu confio em você!

AGRADECIMENTOS

O maior ensinamento que levo em minha vida, é que não se faz nada sozinho e que tudo é possível se tivermos ajuda. Seguirá uma lista, que não se esgota nestas páginas, de pessoas que contribuíram para o desenvolver deste trabalho:

Aos meus filhos Pedro George e Rafaela por ter me doado um tempo precioso para a minha dedicação aos estudos;

Ao meu marido Luis Felipe por ter se desdobrado fisicamente e financeiramente para me apoiar no tempo que foi necessário;

Ao meu amigo Fabiano Barbosa que me apoiou no processo seletivo do mestrado me dando dicas preciosas;

Ao meu ex-diretor Christian Pitanga que me apoiou na decisão de me inscrever no mestrado e que me fez prometer que não permitiria que ninguém me fizesse desistir deste diploma;

Ao Doutor Natan Szuster pela confiança que depositou em mim e por me ensinar a amar a contabilidade;

Ao meu orientador José Augusto por toda a prestatividade e gentileza com que conduziu todo este processo;

Ao meu coorientador Marcelo Álvaro pelas dicas tão importantes e pelo ensinamento de uma matéria tão nova para mim; e

Aos demais membros da banca doutores Hugo Costa, Thiago Abreu e João Antônio pelo reconhecimento do esforço necessário para concretização deste projeto e das preciosas críticas construtivas que o aperfeiçoaram.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

RESUMO

Este estudo pretende identificar as possíveis variações ocorridas na Situação Financeira (SF) das Companhias adquirentes após as fusões e aquisições (F&A) no Brasil por meio da Análise Dinâmica do Capital de Giro (AD). As variações positivas podem ocorrer face à possibilidade de sinergia financeira entre adquirida e adquirente, que deve refletir em uma melhora na SF esperada pelas melhores condições em se obter financiamento, modificação na gestão, dentre outros aspectos das F&A. Em contrapartida, na ausência da sinergia financeira, pode ocorrer uma variação negativa e a piora da SF, face ao aumento do risco após dispêndio expressivo de capital ou ainda, em razão dos riscos já existentes no ambiente motivador e competitivo ao qual estão sujeitas as adquirentes. Buscou-se alcançar o objetivo de analisar os determinantes da variação da SF de empresas adquirentes pré-F&A e empresas resultantes pós-F&A, por meio da análise dinâmica do capital de giro (AD) para o período de 2009 a 2019. Para tanto, foram analisadas operações listadas em relatórios de F&A da consultoria *Bloomberg*, realizadas no período de 2010 a 2017, reportadas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), ou ainda apresentadas em Notas Explicativas, realizadas por companhias abertas, que foram devidamente divulgadas, o que permitiu a coleta dos dados necessários a este estudo, obtendo-se uma amostra de pesquisa de 293 operações. Este estudo foi operacionalizado, por meio da Regressão Logística Multinomial, com dados referentes ao período de 2009 a 2019 para a formação das seguintes variáveis: forma de pagamento utilizado na operação, valor da operação, valor justo da adquirida, *Market to Book (MTB)* da Adquirente e a variação dos seguintes dados *ex-ante* da adquirente e *ex-post* da empresa resultante: situação financeira, perfil da dívida e ciclo financeiro. Concluiu-se que em 35% da amostra estudada ocorreu variação na SF das empresas adquirentes no momento pós-fusão quando consolidada, apenas 17% alcançaram a sinergia financeira, considerando a melhora da SF, com base na alteração da AD. Foi confirmado que o ágio afeta negativamente a SF consolidada, bem como o aumento dos indicadores Perfil da Dívida e Ciclo Financeiro. As operações realizadas com altos percentuais de contrapartida em caixa e equivalente de caixa aumentam a probabilidade do alcance de Sinergia Financeira. Quanto à estratégia de F&A a estratégia Horizontal e de Extensão de Mercado se revelam melhor do que as outras quando existe uma SF inicial negativa, enquanto a estratégia Extensão de Produto se revela melhor quando a SF financeira inicial é positiva. Por fim, os resultados não foram conclusivos para o MTB da adquirente pré-F&A. Este estudo contribui para apresentar aos gestores, órgãos reguladores, e mercado a importância do monitoramento dos índices financeiros na avaliação e condução das operações

de F&A. Provê subsídios na identificação de possíveis riscos à saúde financeira das empresas resultantes da operação. Propõe informações a órgãos reguladores contábeis para criação de novas normas de divulgação nas demonstrações financeiras. Adicionalmente favorece a academia com uma nova perspectiva de resultados empíricos.

Palavras-Chaves: Análise Dinâmica do Capital de Giro. Fusões e Aquisições. Sinergia Financeira, Situação Financeira.

ABSTRACT

This study intends to identify the possible variations that occurred in the Financial Situation (FS) of the acquiring Companies after mergers and acquisitions (M&A) in Brazil through the Dynamic Analysis of Working Capital (AD). Positives variations may occur due to the possibility of financial synergy between acquiree and acquirer, which should reflect an improvement in the FS expected by better conditions in obtaining loans and change in management, among other aspects of the M&A. On the other hand, in the absence of financial synergy, a negative variation and worsening of the FS may occur, due to the increase in risk after a significant capital expenditure or even, due to the risk already existing in the motivating and competitive environment in which acquirers are subject. It sought to achieve the objective of analyzing the determinants of the FS variation of pre-M&A acquiring companies and post-M&A resultant companies through the dynamic analysis of working capital (AD) from 2009 to 2019. In order to do this, were analysed M&A transactions carried out by publicly-held companies from 2010 to 2017 that were reported by the Bloomberg consultancy, by the Brazilian Association of Financial and Capital Market Entities (ANBIMA), or even presented in Explanatory Notes of their financial statement, which allowed the collection of the necessary data for this study, obtaining a research sample of 293 operations. This study was performed by using Multinomial Logistic Regression, with data referring to the period from 2009 to 2019 for the formation of the following variables: payment method used in the operation, operation value, fair value of the acquiree, Market to Book (MTB) of the Acquirer and the variation of the following ex-ante data of the acquirer and ex-post of the resulting company: financial situation, debt profile and financial cycle. It concluded that in 35% of the sample studied, there was variation in the FS of the acquiring companies in the post-merger moment when consolidated, for only 17% achieved financial synergy, considering the improvement in SF, based on the change in AD. It confirmed that the goodwill and the indicators Debt Profile and Financial Cycle negatively affect the consolidated FS. Operations carried out with high percentages of cash and cash equivalents increase the probability of achieving Financial Synergy. As for the M&A strategy, the Horizontal and Market Extension strategies are better than the others when there is a negative initial FS, while the Product Extension strategy is better when the initial FS is positive. Finally, the results were not conclusive for the pre-M&A acquirer's MTB. This study helps present to managers, regulatory bodies, and the market the importance of monitoring financial ratios during the evaluation and conduction of M&A operations. It provides subsidies for identifying possible risks to the financial health of the

companies resulting from the operation. Proposes information to accounting regulatory bodies to create new disclosure standards in financial statements. Additionally, it favours the academy with a new approach to empirical results.

Keywords: Dynamic Analysis of Working Capital. Mergers and acquisitions. Financial Synergy, Financial Situation.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Tipos de F&A em função do mercado e do produto	29
Quadro 2 – Fases da F&A	34
Quadro 3 – Classificação do BP.	37
Quadro 4 – Fórmula dos componentes	38
Quadro 5 – Descrição dos Indicadores de Fleury	39
Quadro 6 – Tipos de Estrutura e SF	39
Quadro 7 – Resumo dos estudos sobre a Relação de F&A e indicadores	46
Quadro 8 – Composição da amostra estudada	52
Quadro 9 – Variáveis do Modelo	53
Quadro 10 – Definição da Variável dependente	54
Quadro 11 – Aquisições realizadas em 2013	67
Quadro 12 – Aquisições realizadas em 2010	67

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Curva ROC do modelo completo	74
Gráfico 2 – Curva ROC do modelo alternativo	75

LISTA DE FLUXOGRAMAS

Fluxograma 1 – Gerenciamento da pós-aquisição	33
Fluxograma 2 – Inter-relações do Gerenciamento de Capital de Giro	36

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo de predições de benefícios sinérgicos	41
Tabela 2 – Estatística Descritiva	
Tabela 3 – Resultado do teste Shapiro Wilk	
Tabela 4 – Teste Levene	
Tabela 5 – Resultado do teste Kruskal-Wallis	
Tabela 6 – Tabulação cruzada e Qui-Quadrado Classificação FTC	
Tabela 7 – Tabulação cruzada e Qui-Quadrado Atividade econômica	
Tabela 8 – Teste VIF de multicolinearidade entre as variáveis	
Tabela 9 – Comparativo entre os modelos	
Tabela 10 – Parâmetros do Modelo - Piorou saindo de uma SF positiva para uma SF negativa	
Tabela 11 – Parâmetros do Modelo – Piorou, porém, continua em uma SF positiva	
Tabela 12 – Parâmetros do Modelo – Piorou de uma SF negativa para uma ainda pior	
Tabela 13 – Parâmetros do Modelo – Permanece em uma SF negativa	
Tabela 14 – Parâmetros do Modelo – Melhorou de uma SF positiva para uma ainda melhor	
Tabela 15 – Parâmetros do Modelo – Melhorou de uma SF negativa, mas permanece negativa	

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AC	Ativos Circulantes
ACC	Ativo circulante cíclico
ACF	Ativo circulante financeiro
AD	Análise Dinâmica do Capital de Giro
ANC	Ativo não circulante
AU	Austrália
AT	Áustria
BE	Bélgica
BP	Balanço Patrimonial
BR	Brasil
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CCL	Capital Circulante Líquido
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CF	Ciclo Financeiro
CH	Suíça
CO	Ciclo Operacional
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CS	Capitais Sociais
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DE	Alemanha
DF	Demonstrações Financeiras
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
EUA	Estados Unidos da América
F&A	Fusão e Aquisição
FAS	<i>Financial Accounting Standard</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standard Board</i>
FR	França
FTC	<i>American Federal Trade Commission</i>
IASB	<i>International Accounting Standard Board</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IDE	Investimentos Diretos Estrangeiros

IFRS	<i>International Financial Reports Standard</i>
IOG	Investimento Operacional em Giro
IT	Itália
MP	Medida Provisória
MSI	Modelo de Substituição de Importações
MTB	<i>Market to Book</i>
NCG	Necessidade de Capital de Giro
NE	Notas Explicativas
NL	Holanda
N/A	Não Aplicável
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PC	Passivo circulante
PCC	Passivo circulante cíclico
PCO	Passivo circulante oneroso
PIB	Produto Interno Bruto
PMC	Prazo Médio de recebimento de Clientes
PME	Prazo Médio de Estocagem
PMP	Prazo Médio de Pagamento aos fornecedores
PNC	Passivo não circulante
RIR	Regulamento do Imposto de Renda
RRR	Razão Relativa de Risco
SF	Situação Financeira
SOA	<i>Speed of Leverage Adjust</i>
ST	Saldo de Tesouraria
VPL	Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	16
1 REFERENCIAL TEÓRICO	24
1.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES	24
1.1.1 Normas e regulamentos	24
1.1.2 Classificações/Estratégias	28
1.1.3 Fatores motivadores	29
1.1.4 Etapas da F&A	32
1.2 SITUAÇÃO FINANCEIRA	35
1.3 RELAÇÃO ENTRE F&A E SF	40
2 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS	50
2.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	50
2.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	50
2.3 DESCRIÇÃO E DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	52
2.3.1 Variável Dependente	53
2.3.2 Variável Independente Percentual de Ágio (%Ágio)	54
2.3.3 Variável alteração do Perfil da Dívida da adquirente (◀PerfilDívida)	55
2.3.4 Variável alteração do ciclo financeiro da adquirente (◀CF)	56
2.3.5 Variável “ <i>Dummy</i> Classificação da operação FTC” (DFTC1 a DFTC4)”	56
2.3.6 Variável “Market to Book (MTB) da adquirente na data da F&A”	57
2.3.7 Variável “Percentual de Caixa no pagamento da operação” (%CX)	58
2.3.8 Variação percentual Anual do Produto Interno Bruto (◀PIB)	58
2.3.9 Variação Dummies Atividade Econômica (DATv1 e DATv2)	58
2.3.10 Tamanho (LogA)	58
2.4 MODELO ESTATÍSTICO	59
2.5 HIPÓTESES	62
3 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	65
3.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	65
3.2 QUALIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS	69
3.2.1 Variáveis quantitativas	69
3.2.2 Variáveis qualitativas	70
3.2.3 Multicolinearidade entre as Variáveis	72
3.3 RESULTADOS DOS MODELOS	72

3.3.1 Comparação do modelo completo com o modelo alternativo	72
3.3.2 Análise do Modelo Completo	75
CONCLUSÃO	86
REFERÊNCIAS	90

INTRODUÇÃO

O *International Accounting Standard Board (IASB)* através da revisão em 2008 da *International Financial Reports Standard 3 (IFRS-3)*, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) através do Pronunciamento 15 e o *Financial Accounting Standard Board (FASB)* por meio da revisão em 2017 do *Topic 805 do Financial Accounting Standard (FAS)* 141, definiram a Combinação de negócios como uma transação, ou outro evento, no qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios. Definem ainda negócios como: insumos e processos aplicados a esses insumos que possuem a capacidade de gerar produção (IASB, 2012; CPC, 2011; FASB, 2007). A definição contida no parágrafo anterior e mencionada nas regulações contábeis se aplica em grande parte a definição das operações de Fusão e Aquisição (F&A) (esta denominação será utilizada neste estudo). A complexidade e dinamismo das operações de F&A as torna constantemente alvos dos reguladores que buscam a forma mais adequada de evidenciá-las e fornecer informações úteis aos usuários das Demonstrações Financeiras (DF).

Essas operações podem ser utilizadas como estratégia de crescimento, sobrevivência em um mercado mundialmente competitivo com o propósito de alcançar sinergia na integração de uma ou mais unidades de negócios em uma combinação com acréscimo de vantagens competitivas (PORTER, 1947).

O desenvolvimento das operações de F&A pode ser classificado em quatro períodos denominados “ondas”, que contribuíram para uma maior concentração de capitais, reestruturação patrimonial e consolidação de setores econômicos, e de acordo com Yaghoubi e colaboradores (2016) os principais traços de cada onda foram:

- a) *The Great Merger Wave* (1887-1904) – que resultou em poder monopolístico para muitas empresas em seus respectivos setores, sendo desestimulada por meio de leis antitruste como a *Sherman Law*, iniciando desta forma a segunda onda;
- b) *The Merger Movement* (1916-1929) – a qual objetivava a criação dos oligopólios e finalizou no início da grande recessão econômica de 1929;
- c) *The 1960s Conglomerate Merger Wave* (1965-1970) – que tinha como principais atributos a diversificação por empresas e a construção de grandes conglomerados de forma a reduzir a volatilidade e o risco, introduziu o mercado de capital interno como uma alternativa para mercados de capitais externos imperfeitos, e finalizou-se com a crise do petróleo;
- d) *The Wave of the 1980s*. (1981-1989) – a qual caracterizou-se por aquisições hostis e alavancadas, usando dívida bancária e títulos de crédito de alto risco.

Jovanovic e Rousseau (2002) propuseram a partir dos anos 90 a quinta onda, denominada de *The Wave of the 1990s* (1993-2000), na qual as aquisições eram realizadas geralmente em setores intimamente relacionados que negociavam uma troca amigável de ações.

Yaghoubi e colaboradores (2016) propõem uma sexta e última onda que ocorreu durante o período de 2003 a 2008, descrita pelos autores como tendo por característica o grande número de aquisições internacionais finalizada com a recessão econômica de 2008.

Além de nos Estados Unidos da América (EUA) e Europa, as operações de F&A ocorreram também em países emergentes, principalmente nos países que integram o *BRICS* (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), os quais coletivamente, efetuam mais de 60% do valor total de operações de F&A de mercados emergentes. Como principais características da atuação desses países, segundo Kinateder, Fabich e Wagner (2017), tem-se:

- a) As empresas chinesas buscam recursos naturais, adquirem empresas da indústria de transformação e direcionam seus Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE) para economias desenvolvidas;
- b) As empresas indianas adquirem prestadoras de serviços, outros ativos estratégicos e direcionam seus Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE) a economias desenvolvidas e economias emergentes;
- c) As empresas Russas realizam predominantemente F&A domésticas em todos os setores; e
- d) As operações de F&A das empresas da África do sul ocorrem nos setores de agricultura e gêneros alimentícios.

No Brasil, as F&A evoluíram conforme o desenvolvimento econômico e abertura econômica do país. Nas quatro décadas que se seguem após a Segunda Guerra Mundial. Nos anos de 1974 a 1988, o país assumiu o Modelo de Substituição de Importações (MSI) com forte atuação do Estado, políticas de comércio exterior caracterizadas com o fechamento da economia local, levando a uma baixa competitividade mundial das empresas nacionais (MARION; VIEIRA, 2010).

A partir de 1990, com a alteração da estrutura de controle e promoção do comércio exterior as indústrias brasileiras se viram expostas à concorrência internacional e passaram a preocupar-se com a aquisição de capacidade tecnológica e eficiência produtiva (MARION; VIEIRA, 2010). Os fluxos de IDE em direção ao Brasil tornaram-se expressivos a partir da implementação do Plano Real (1994), tendo como principais motivos a globalização financeira, a liberalização dos regimes de IDE em outros países, os processos de privatizações, a desregulamentação da

economia, que proporcionaram novas oportunidades para os investidores externos e a eclosão das transações de F&A brasileiras (MARION; VIEIRA, 2010).

No período de 1990 a 2006, as transações de F&A transfronteiriças ocorreram em número superior ao de transações domésticas, o que contribuiu para a maior internacionalização da economia. As indústrias de alimentos, de bebidas e de fumo tiveram o maior número de transações de F&A correspondendo a aproximadamente 11% do total de operações realizadas no período, tendo sido motivada pela expansão da demanda interna neste período, pela estabilização da economia e pelo alto potencial de crescimento do mercado, no médio e longo prazos (MARION, VIEIRA, 2010).

A ausência de uma lei antitruste rígida no Brasil também teve influência direta sobre a realização de F&A, uma vez que o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) atuava de forma inoperante, submetido ao governo federal, não tendo impedido nenhuma operação de ser realizada (MARION, VIEIRA, 2010).

Cardoso e Curi (2016) avaliaram o perfil das operações de F&A brasileiras no período de 2007 a 2012 e identificaram que:

- neste período houve um equilíbrio na evolução e no volume de operações entre empresas nacionais e entre empresas nacionais e estrangeiras;
- que estas operações ocorreram em maior volume nos setores da economia de: tecnologia da informação, alimentício, bebidas e fumo, no imobiliário (*Shopping Centers*), telecomunicações e mídia;
- que os EUA foram o país com o qual o Brasil realizou todos os tipos de transações de F&A; e
- que a análise de operações de internacionalização das empresas brasileiras revela que houve um declínio no volume de operações.

Os históricos mencionados nos parágrafos anteriores confirmam que cada vez mais as operações de F&A se tornam parte do dia a dia das operações empresariais no Brasil. Farias, Costa e Figueiredo (2015), defendem como fator principal para o acréscimo no número de F&A, nos países emergentes, a reação ou antecipação a um concorrente. Camargos e Barbosa (2005) atribuem como motivadores das F&A brasileiras, o quadro de recessão, às altas taxas de juros praticadas no mercado financeiro, os sucessivos planos de estabilização, os congelamentos de preços e salários, além de um grave problema de sucessão familiar.

A literatura nacional e internacional que versa sobre F&A e as divulgações em demonstrativos financeiros atribuem como um dos fatores motivadores para as F&A a busca pela sinergia. A

sinergia se refere à capacidade de duas ou mais unidades de negócios de gerar maior valor juntas do que a soma delas separadas, através de: redução de ameaças, aumento do poder de mercado, economia de custos, aumento da força financeira e capacidade de alavancagem, ou ainda por meio de outras formas, como: benefício com novos conhecimentos ou habilidades, estratégias coordenadas, recursos tangíveis compartilhados, economia de escala, maior poder de barganha sobre fornecedores e criação de novos produtos ou serviços (CALIPHA; TARBA; BROCK, 2010).

Uma F&A promoverá sinergia financeira se reduzir o risco corporativo, diminuir os custos de financiamento e aumentar a flexibilidade financeira, através de possíveis vantagens fiscais, bem como com a redução do custo de transação na emissão de títulos de dívida. Empresas com excesso de fluxo de caixa podem ver a aquisição de outras empresas como a melhor aplicação para esses recursos (BASMAH; RAHATULLAH, 2014).

A sinergia financeira promove a redução de Risco de Insolvência, uma melhor estrutura de capital e maior capacidade de alavancagem com menores custos de endividamento (CAMARGOS; BARBOSA, 2005).

Na busca por respostas sobre qual o perfil de empresas que se envolveram em F&A, os motivos pelos quais estas participaram dessas operações e quais os efeitos que estas causaram em sua saúde financeira, foram elaborados diversos estudos, ao passo que os que mais contribuíram no embasamento, contextualização e encontro de variáveis deste estudo, são comentados a seguir: Jovanovic e Rousseau (2002), em seu estudo *cross-country*, e Rousseau (2006), baseados na *Q-Theory*, sobre as aquisições transfronteiriças, encontraram uma explicação do porquê algumas empresas comprem outras, enxergando nelas um melhor potencial de investimento do que a capitalização de recursos financeiros excedentes em sua própria estrutura.

Agyei-Boapeah (2013) investigou, no período de 1996 a 2006, se os desvios observados nos índices de alavancagem das empresas inglesas em relação aos seus índices de alavancagem alvo influenciavam a probabilidade de realização de F&A futuras. Khoo, Durand e Rath (2017) analisaram o desvio das alavancagens alvos de empresas australianas que fizeram aquisições entre 1990 e 2013.

Vieira e colaboradores (2017) analisaram o impacto causado pelas F&A nas situações financeiras de companhias brasileiras, no período de 2010 até 2014. Utilizaram a Análise Dinâmica de Capital de Giro (AD) e por sua abordagem, contribuiu de maneira direta para a estruturação desta pesquisa.

O uso da AD por Vieira e colaboradores (2017), foi uma contribuição essencial na evolução dos estudos de situação financeira associados à F&A pois, segundo Brigham e Houston (1996 apud MACHADO, MACHADO, CALADO, 2005), o Capital Circulante Líquido (CCL) sofre alteração quando a empresa adquire novos investimentos, que podem ser realizados por meio de autofinanciamento, por empréstimo de longo prazo ou por aumento do capital social em dinheiro.

Apesar desta contribuição o uso de Demonstrações Intermediárias por parte desses autores, devido a possível sazonalidade a que estão sujeitas as empresas, podem, de alguma forma, gerar resultados diferentes de uma análise a partir de Demonstrações Financeiras anuais.

As alterações na situação financeira podem ocorrer face à sinergia financeira, que se espera refletir em sua melhora, na medida em que: condições em se obter financiamento, sejam mais favoráveis, haja modificações na gestão, entre outros fatores pertinentes as F&A. Em contrapartida, aos aspectos positivos, têm-se o possível aumento do risco após dispêndio expressivo de capital ou, ainda, os riscos já existentes no ambiente competitivo ao qual estão sujeitas as adquirentes.

As consequências das operações de F&A, precisam ser avaliadas de maneira dinâmica e com o uso de uma técnica de gestão financeira que seja adequada ao processo de tomada de decisão no curto prazo, que proporcione subsídios sólidos para a tomada de decisão, com base na sua maior capacidade de predição (MACHADO e colaboradores., 2005).

Este procedimento se torna imperativo, uma vez que os resultados dos trabalhos de Jovanovic e Rousseau (2002), Agyei-Boapeah (2013), Khoo, Durand e Rath, 2017) e Vieira e colaboradores (2017), apontam para uma deterioração da situação financeira em suas avaliações dos aspectos financeiros, como endividamento e situação financeira e face as afirmações de Calipha, Tarba e Brock (2010) de que menos de 50% das operações de F&A foram bem sucedidas na tarefa de gerar sinergia financeira.

Nos estudos citados no parágrafo anterior, foram utilizadas metodologias diferentes para as avaliações das situações financeiras pós-fusão, é possível em razão da literatura ser vasta em teorias da situação financeira, situação de liquidez e/ou solvência, bem como, ser rica em ferramentas para seu cálculo e aferição a expansão cada vez maior deste campo de estudos.

Através das demonstrações financeiras (DF) é possível a formulação de índices, a percepção da situação de crédito e de solvência, enfim da posição financeira das empresas. No entanto, para avaliar empresas em seus diferentes aspectos torna-se oportuna a utilização de uma abordagem

dinâmica, preditiva e analítica na comparação aos índices tradicionais, como é a AD (FRANCISCO et al., 2013).

Esta abordagem permite diagnosticar a situação financeira, classificando-a em 6 tipologias, encontradas por meio da combinação dos sinais do Capital Circulante Líquido (CCL) do Investimento Operacional em Giro (IOG) e do Saldo de tesouraria (ST) que são apurados a partir do somatório dos saldos contábeis das contas circulantes do Balanço Patrimonial (BP), após sua distribuição em contas operacionais e financeiras (BRAGA, 1991). Desta forma, a AD pode ser percebida como uma ferramenta adequada para o gerenciamento do Capital de Giro, pois antecipa a informação sobre a deterioração ou recuperação financeira da empresa (MARQUES; BRAGA, 1995).

Conforme visto, existem vários fatores positivos que estimulam o envolvimento das organizações em operações de F&A, mas por que algumas são bem-sucedidas e outras não? As razões ainda não foram claramente explicadas no contexto das empresas locais. Este estudo busca elucidar um pouco desta pergunta ao responder a seguinte questão

Quais são os aspectos e características dos processos de F&A do período de 2010 a 2017 no Brasil que explicam a variação da situação financeira de empresas adquirentes pré-F&A e empresas resultantes pós-F&A?

Logo, o presente estudo tem como objetivo analisar os determinantes da variação da SF de empresas adquirentes pré-F&A e empresas resultantes pós-F&A, por meio da análise dinâmica do capital de giro (AD) para o período de 2009 a 2019.

Este tema vem ganhando relevância no mercado nacional uma vez que no relatório de Fusões e Aquisições da KPMG (2019) é demonstrado que no período entre os anos de 1999 e 2004 ocorreram em média pouco mais de 300 operações anuais e que a partir de 2010 o volume de operações já se mantinha acima do patamar de 700 operações anuais, chegando a 967 em 2018. Neste mesmo relatório, (2019) é explicado que as operações transfronteiriças eram mais presentes do que as domésticas, com exceção dos anos de 2002, 2008 e 2018.

Analisar a situação financeira de adquirentes em F&A caracteriza-se como uma importante fonte de informações para a tomada de decisão, uma vez que as operações de F&A podem ser necessárias à sobrevivência das empresas, exigem um grande esforço financeiro e apresentam complexidade e riscos relevantes (CAMARGOS; BARBOSA, 2005).

Sob o ponto de vista de preocupação dos órgãos reguladores sobre este tema, é expresso na seção 2 do *Discussion Paper* (IASB, 2020) a necessidade de melhoria dos *disclosures* referentes às F&A nas demonstrações financeiras, de forma que essas deveriam contemplar o

detalhamento das expectativas da administração com essas operações e como a administração monitora o atingimento dessas expectativas.

Porém as dificuldades para a normatização da divulgação dos efeitos pós F&A revelam que as estratégias e objetivos destas operações são diversos, as métricas de acompanhamento do alcance dos objetivos são de difícil verificabilidade, bem como há sensibilidade comercial das informações sobre as F&A (IASB, 2020).

Entretanto, apesar dessas dificuldades, o IASB (2020) preconiza a afirmação de que todas as companhias deveriam divulgar a explicação da estratégia, as metas e os objetivos das F&A em que estão envolvidas, desta maneira, entende-se que a técnica e os índices aqui ora apresentados, assim como o tratamento a eles atribuído, podem contribuir para atendimento desta lacuna informacional.

As empresas brasileiras estão entre as que mais utilizam do mecanismo de F&A para seu crescimento e abertura de novos mercados, porém o assunto não possui proporcional atenção, amplitude e quantidade de estudos acadêmicos locais contemporâneos. Uma das possíveis razões diz respeito à dificuldade prática da análise desses processos, causada pela inexistência de uma base de dados ampla e homogênea sobre as operações concretizadas (MARION; VIEIRA, 2010).

Embora o tema seja vastamente estudado em outros países dado o dinamismo destas operações, torna-se oportuno contribuir com a literatura existente construindo cenários locais e temporais para essas operações. Cumpre a este estudo atualizar esta perspectiva dentro do cenário nacional, no período compreendido entre os anos de 2009 a 2019, dado o crescente número de operações acontecidas em momento recente.

Há ainda que mencionar que as operações de F&A também apresentam aspectos negativos oriundos da concentração de poder de mercado, sendo necessário evitar que além deles, estas operações ocasionem a insolvência da empresa resultante acarretando prejuízos ainda maiores à sociedade ao seu entorno, como funcionários, fornecedores, clientes e governos.

Após esta introdução, a primeira seção apresenta a revisão da literatura pertinente, que descreve aspectos das operações de F&A, a técnica de análise da Situação Financeira, e por fim revela estudos com finalidade similares e seus achados. O estudo será levado a efeito por meio de metodologia quantitativa exposta na segunda seção, na terceira seção são apresentados os resultados e na quarta seção as conclusões.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta sessão serão apresentadas, inicialmente, as principais características da F&A abordando o ambiente regulatório internacional e nacional no que tange aos aspectos contábeis e nacionais no que tangeos aspectos fiscais e de mercado. Ainda com relação às F&A, serão descritas suas classificações, principais motivadores e as fases em que se desdobram. A seção prosseguirá com a abordagem da situação financeira, com foco na gestão de capital de giro e explicando a AD. Terminará com a apresentação de pesquisas, cujo foco foi a avaliação da situação financeira, sob diversos aspectos, das organizações envolvidas em operações de F&A.

1.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

1.1.1 Normas e regulamentos

O *IFRS 3* e a norma estadunidense *FASB 141*, surgiram do esforço em comum do *IASB* e do *FASB*, na busca de desenvolver um padrão comum e abrangente para a contabilização de combinações de negócios, que pudesse ser usado para relatórios financeiros nacionais e internacionais. Embora os Conselhos tenham chegado às mesmas conclusões na maioria das questões abordadas no projeto, em alguns aspectos se posicionaram de maneira distinta, no sentido de que algumas orientações para o registro daquelas operações fossem consistentes com outras normas emitidas pelo *FASB* e *IFRS* já existentes (FASB, 2007). A norma brasileira, Pronunciamento Técnico CPC 15 é fruto da convergência integral ao *IFRS 3*.

As referidas normas contábeis regulatórias, conceituam a combinação de negócios como uma operação onde uma adquirente obtém o controle, na data da aquisição, de ativos adquiridos e de passivos assumidos que constituem um ou mais negócios (IASB, 2012).

Um negócio significa insumos e processos aplicados a esses insumos, que possuem a capacidade de gerar produção. O insumo é qualquer recurso econômico que gere ou que tenha a capacidade de gerar produção quando um ou mais processos são aplicados a ele. O processo é qualquer sistema, padrão, protocolo, convenção ou regra que, quando aplicada a um insumo ou insumos, gere ou tenha a capacidade de gerar produção. A Produção é o resultado dos insumos e dos processos aplicados a esses insumos, que oferecem ou tem a capacidade de oferecer um retorno, na forma de dividendos, custos mais baixos ou outros benefícios econômicos, diretamente aos investidores ou outros sócios, membros ou participantes (IASB, 2012; FASB, 2017).

Contudo, um negócio não precisa incluir todos os insumos ou processos utilizados pela vendedora, na operação daquele negócio, se os participantes do mercado forem capazes de adquirir o negócio e continuar a gerar produção, como, por exemplo, integrando o negócio à sua própria produção e processos (IASB, 2012).

Normalmente a adquirente diz respeito à entidade combinante cujo porte relativo (mensurado, por exemplo, em ativos, receitas ou resultado) é significativamente maior que o da outra entidade ou entidades combinantes. (IASB, 2012). O *IASB*, e o *FASB* concluíram que a maioria das fusões resulta em aquisições de controle (CPC, 2014).

O controle da adquirida pode ser obtido de várias formas como, por exemplo: através de transferência de ativos, assunção de passivos, emissão de participações patrimoniais, por meio de obrigação contratual, ou ainda, de várias formas combinadas (IASB, 2012). Define-se controle como o direito da adquirente que lhe assegure, de modo permanente a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores, 50% das ações mais uma ação com direito a voto da adquirida (ADRIANO, 2018).

A Lei 6.404/1976 (BRASIL, 1976) conceitua como acionista controlador a pessoa ou conjunto de pessoas, físicas ou jurídicas, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e que tenham e exerçam o poder de dirigir as atividades sociais e orienta o funcionamento dos órgãos da companhia

O CPC 15 estabelece os padrões de contabilização e divulgação nacionais das combinações de negócios. Esta norma define que o adquirente deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliarem a natureza e os efeitos financeiros de combinação de negócios que ocorra entre o período de reporte corrente e a autorização da emissão das demonstrações contábeis (CPC, 2011).

A operação pode ser divulgada inicialmente com valores provisórios, se não houver tempo adequado para cálculo dos efeitos financeiros definitivos. A companhia poderá pelo período de mensuração, período que se segue à data da aquisição e se estende até no máximo um ano, ajustar os valores provisórios (ADRIANO, 2018).

Precisarão ser identificados e mensurados a valor justo, na data da aquisição: os ativos adquiridos identificáveis, os passivos assumidos e a participação de não controladores na adquirida; a contraprestação transferida pelo controle da adquirida ou outro valor utilizado na mensuração do *goodwill* ou o ganho por compra vantajosa (ADRIANO, 2018).

Apesar do CPC 15 estabelecer a obrigatoriedade da divulgação de informações detalhadas sobre as operações de F&A, bem como esse *disclosure* ter a função de diminuir a assimetria de informações entre as empresas e seus acionistas, as organizações avaliam os custos e benefícios da divulgação das informações ainda que estas sejam exigidas. Os custos mais relevantes nesta análise incluem aqueles suportados pela empresa na divulgação de informações estratégicas, que podem ser utilizadas pelos concorrentes em seu prejuízo, ou seja, o custo proprietário (NAKAYAMA; SALOTTI, 2014).

As mudanças implementadas com a IFRS 3 incluem a abolição do método de *pooling*, a abolição da amortização do *goodwill* e a adoção de uma abordagem apenas por redução ao valor recuperável, o que gerou grandes efeitos sobre os relatórios financeiros das empresas europeias em sua adoção. Com a eliminação da amortização periódica do *goodwill*, os *impairments* discricionários tornaram-se o único mecanismo através do qual os benefícios criados pelo *goodwill* são transferidos ao resultado, além da dificuldade em verificar as estimativas do valor justo do ágio. Pode-se afirmar que é possível que a administração use essa nova discricionariedade de forma oportunista (HAMBERG; BEISLAND, 2014).

A Lei 11.638/2007 (BRASIL, 2007) também define o que venha a ser aquisição ou incorporação, quando uma ou mais sociedades são absorvidas por outra. Já fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova. Em ambos os casos as novas companhias sucederão às antigas em todos os direitos e obrigações (BRASIL, 2007).

Marion e Vieira (2010) conceituam a fusão de empresas, como um instituto complexo que se apresenta com três elementos fundamentais e básicos:

- (i) a transmissão patrimonial integral e englobada, com sucessão universal;
- (ii) a extinção sem liquidação de uma das empresas; e
- (iii) ingresso dos sócios das sociedades extintas na nova sociedade criada.

A fusão é uma das formas de uma empresa adquirir outra empresa e estruturar a negociação por meio de uma permuta de ações (CAMARGOS; BARBOSA, 2005).

Silva e colaboradores (2004) ao avaliarem o regramento jurídico e as possibilidades de planejamento tributário nas reestruturações societárias citam a Medida Provisória (MP) (403/MF) de 1995 e o parágrafo segundo do artigo 156 da Constituição Federal de 1988 e o artigo 514 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR).

A referida MP permite a amortização do ágio decorrente da diferença entre o valor pelo qual houver sido adquirida a participação societária na instituição incorporada e seu valor

patrimonial. A Constituição Federal isenta do Imposto sobre Transmissão Inter Vivos a transmissão de bens e/ou direitos incorporados ao patrimônio da pessoa jurídica em realização de capital, ou ainda nas operações de fusão, incorporação, cisão ou extinção da empresa (SILVA *et al.*, 2004).

Portanto, diante deste arcabouço legal encontram-se incentivos às práticas de reestruturação societária ainda que o valor pago pelas adquirentes pelas adquiridas sejam superiores aos seus respectivos patrimônios líquidos ou ainda valor justo.

No artigo 514 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR) é definido que a empresa sucessora (leia-se adquirente) por incorporação, fusão ou cisão não pode compensar prejuízos fiscais da empresa sucedida (leia-se adquirida). Esta regra molda as operações nacionais, incentiva que as empresas Brasileiras optem mais pelos institutos da incorporação e da cisão do que o da fusão (SILVA *et al.*, 2004). No caso da fusão a empresa sucessora será uma nova empresa e nunca terá prejuízos fiscais a compensar, já no caso da incorporação e cisão as empresas adquirentes poderão continuar a compensar seus próprios prejuízos fiscais. Torna-se oportuno relatar que a empresa cindida somente poderá se compensar dos prejuízos fiscais na proporção da parcela remanescente do patrimônio líquido (SILVA *et al.*, 2004).

Outro aspecto jurídico e tributário que contribui para a escolha do instituto da incorporação, consiste na tributação em 15% de Imposto de renda sobre o ganho de capital apurado com a venda da empresa, que pode ser reduzido ou até mesmo eliminado a partir do mecanismo de realizar-se a Incorporação, seguido de uma cisão parcial, na qual ocorre a saída dos sócios da empresa anteriormente incorporada para uma nova empresa, constituída por ativos líquidos (SILVA *et al.*, 2004).

Além das normas contábeis e tributárias, em 1962 foi criada no país uma legislação antitruste com base na *Sherman Act* (vigente nos EUA) e o órgão Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), ambos com o propósito de inibir as consequências indesejadas das F&A e seus potenciais efeitos negativos sobre o bem-estar econômico como: a concentração de poder de mercado, aumento excessivo dos preços, queda na qualidade, pequena diferenciação dos produtos e redução dos investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) (MARION; VIEIRA, 2010).

O CADE é vinculado à Presidência da República e segundo Marion e Vieira (2010), desempenha três papéis principais:

- o preventivo, no qual o objetivo é analisar as alterações estruturais do mercado que afetem negativamente a concorrência;

- o repressivo, reprimindo os negócios considerados prejudiciais à livre concorrência através de alienação total ou parcial dos ativos envolvidos na operação, ou até mesmo determinar a desconstituição total da operação;
- e o papel educativo com a difusão do ideal de livre concorrência

1.1.2 Classificações/Estratégias

As transações de F&A podem ser classificadas quanto a origem do capital investido, estas são domésticas quando envolvem apenas empresas com capital de um mesmo país ou transfronteiriças, *cross-border*, quando envolvem empresas com capital de países diferentes. As F&A transfronteiriças ocorrem quando uma empresa estrangeira realiza um investimento em um país hospedeiro por meio de IDE adquirindo ou fundindo-se com uma empresa local (MARION; VIEIRA, 2010).

Nunes e Vieira (2008) descrevem cinco modalidades de F&A, conforme classificação elaborada pelo *American Federal Trade Commission* (FTC). São elas:

- a) horizontal: ocorre entre duas empresas que pertencem a um mesmo ramo de atividade e concorrem entre si, cuja finalidade consiste no aumento da produtividade e da capacidade organizacional, por meio de economias de escala e escopo;
- b) vertical: consiste na extensão de propriedade que uma organização tem da cadeia produtiva da qual faz parte, podendo expandir-se para o lado do fornecimento da rede (retroativa) e/ou para o lado dos clientes (progressiva), com o propósito de proporcionar melhorias de qualidade, agilidade, confiabilidade, flexibilidade e redução de custos;
- c) conglomerado ou cosseguro: ocorre quando empresas de ramos diferentes se unem para aproveitar oportunidades, diversificar e reduzir riscos;
- d) expansão geográfica: situação em que uma empresa adquire unidades de produção em lugares distantes, em especial no exterior, a fim de aproximar-se dos novos mercados ou das fontes de matéria-prima; espera-se reduzir custos de transporte, distribuição e provisionamento; e
- e) congênere ou concêntrica: trata-se do relacionamento entre empresas do mesmo setor, porém proprietárias de linhas de negócios diferentes, não existindo prévia relação entre elas, ou seja, relação de cliente e/ou fornecedor.

O quadro 1 é exibido uma estrutura sistemática que descreve as tipologias de F&A:

Quadro 1 – Tipos de F&A em função do mercado e do produto

Relação do produto	Relação de mercado	
	Igual	Diferente
Igual	F&A Horizontal	F&A para extensão de mercado (Tecnologia concêntrica)
Mesma cadeia produtiva	F&A Vertical retroativa	F&A Vertical progressiva
	Da perspectiva da organização focal	
Não relacionada	F&A para extensão do Produto (Mercado concêntrico)	F&A Conglomerado

Fonte: Adaptado de Risberg (2003).

Lubatkin (1983) avaliou de forma combinada os tipos de fusão concêntrica horizontal (F&A Horizontal) e de produto (F&A para extensão de produto), por considerar haver pouca distinção entre as duas modalidades. No entanto, diferente de Lubatkin (1983), neste estudo ambas serão tratadas em separado, pois optou-se pela sintetização da classificação da amostra com a junção da F&A Horizontal com a F&A para extensão de mercado, uma vez que com a globalização, em alguns setores, o mercado mundial passou a ser um único mercado.

Uma vez analisadas as estratégias de F&A nesta subseção, a próxima descreverá quais os motivadores por trás dessas operações.

1.1.3 Fatores motivadores

Os principais motivos apresentados na literatura para as operações de F&A são os fatores da agência, da arrogância e da sinergia. Os motivos da agência e arrogância geralmente explicam operações malsucedidas. O motivo da agência é revelado quando os administradores das empresas adquirentes o fazem em seu próprio bem-estar (promovido em detrimento ao benefício dos acionistas). Já o motivo da arrogância é percebido quando os administradores permanecem envolvidos em aquisições, mesmo cometendo erros na avaliação das empresas alvo, desta forma, quando da apresentação da operação nos Demonstrativos Financeiros, evidenciasse elevadíssimo valor de ágio de expectativa futura (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993).

Como exemplo de aquisições motivadas pela agência tem-se que administradores "especializados" podem adquirir empresas em suas próprias linhas de negócios, de modo que o sucesso da entidade combinada dependerá ainda mais de suas habilidades específicas. A

administração pode explorar essa dependência para aumentar o consumo de gratificações ou derrotar rivais que são melhores do que ela na condução de algumas das operações da empresa. Tais ações de gestão resultam em custos de agência que reduzem o valor de mercado da empresa combinada disponível para os acionistas (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993). O motivo que normalmente é ressaltado nos anúncios de F&A como justificativa as operações é o da sinergia, a busca de ganhos econômicos, a maximização das riquezas dos acionistas da empresa alvo e da adquirente (ainda que o ganho do acionista da empresa adquirente possa ser contraposto pelo poder de barganha do acionista da empresa alvo) (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993).

É consenso que o sucesso de uma operação de F&A ocorre quando a transação cria valor para os acionistas, ou seja, após sua realização a empresa obtém aumento de receita, redução dos custos, melhoria das instalações e/ou aumento do retorno sobre o investimento (MORAES, 2008).

Agyei-Boapeah (2013) ressaltou importantes fontes de sinergia associados a uma F&A, tais como: criação de poder de mercado, que as permitam arbitrar seus preços; evitar falências de empresas que estão perto do seu ponto de insolvência por meio de suas aquisições; substituição de gestores ineficientes por gestores mais eficientes e capazes de gerar melhores cotações das ações; transferência de recursos de empresa com tecnologia inferior para empresas com tecnologia superior; aumento de capacidade de financiamento através da fusão com empresas com boas condições financeiras; exploração dos benefícios de dívida não utilizada na empresa a ser adquirida e das oportunidades de aquisições com preços inferiores ao valor da adquirida. Embora Meeks (1977) tenha concluído que durante o período de sete anos após a fusão, os lucros da combinação fossem menores do que aqueles os quais os participantes teriam obtido se não tivessem feito a operação, o autor reconhece que estas operações ocorrem quando as expectativas de lucratividade futura do comprador são superiores ao do vendedor. Entende que quando essas expectativas mais elevadas são atendidas após a venda e a maior lucratividade privada está associada a ganhos sociais, tais como menor custo de recursos por unidade de produção, cria-se assim um argumento poderoso contra as políticas intervencionistas.

Ainda em defesa dessas operações há argumentos que, onde existe excesso de capacidade em uma indústria, a produção pode ser concentrada em uma planta de menor custo existente e, que a redução da incerteza do mercado sobre a fusão de duas rivais pode atuar como um estímulo para investir em um novo equipamento de menor custo (MEEKS, 1977).

Ulen (1977), em sua revisão do estudo de Meeks (1977), contrapõe os achados deste, ao sinalizar que foram desconsiderados os resultados de estudos realizados desde a década de 1930, de que a variação na lucratividade é inversamente relacionada ao tamanho da empresa; bem como que muitos estudos encontraram que a redução de riscos é a razão central para o crescimento das empresas estadunidenses e, por fim, ressalta que os achados poderiam ser mais ricos e diferentes se houvesse desagregação das operações em fusões horizontais, verticais e conglomerados.

Fluck e Lynch (1999) sinalizam como motivação para a fusão a incapacidade das *start-ups* de obter financiamento como entidade autônoma ainda que apresente Valor Presente Líquido (VPL) positivo e que seja marginalmente lucrativa,

A fusão pode ser efetuada de modo a resolver dificuldades financeiras quando forem atípicas para o setor. A aquisição de uma empresa em dificuldades por uma organização do mesmo setor pode produzir ganhos semelhantes a uma fusão não relacionada, mas com custos de coordenação mais baixos (FLUCK; LYNCH, 1999).

Grupos conglomerados tendem a pagar menos impostos do que seus segmentos pagariam separadamente em razão do tratamento assimétrico dos Lucros e Prejuízos das legislações tributárias. Os conglomerados possuem vantagens sobre os bancos na redistribuição eficiente dos ativos que apresentavam desempenho insatisfatório sob a gestão anterior, uma vez que sua administração possui participação nos lucros como incentivo de monitoramento, que são elevados à medida que eles obtêm mais ganhos com o monitoramento (FLUCK; LYNCH, 1999).

A junção de duas ou mais empresas, cujos fluxos de lucros sejam menos do que perfeitamente correlacionados, reduz o risco de inadimplência das empresas fusionadas, o que se denomina “efeito do cosseguro” e, assim, eleva a “Capacidade de endividamento” das organizações combinadas. O aumento da capacidade total de endividamento da empresa resultante da combinação, aliado ao efeito de pagamentos de juros dedutíveis de impostos, fornecem incentivos econômicos para empresas que maximizam a riqueza dos acionistas.

Por outro lado, empresas que já possuem dívidas anteriores à FA e com a operação reduzem seu respectivo risco, estão transferindo riquezas dos acionistas aos credores, ao passo que uma alternativa consiste em aumentar o uso de alavancagem financeira, até o ponto em que o risco de inadimplência pós-fusão da dívida anteriormente pendente seja elevado o suficiente para negar o efeito de cosseguro (KIM; MC CONNELL, 1977).

Por fim, o conglomerado usualmente reduz a volatilidade do fluxo de caixa, logo a empresa resultante da fusão pode obter financiamento de capital, mesmo que uma ou ambas as partes sejam incapazes de levantar fundos isoladamente (FLUCK; LYNCH, 1999).

1.1.4 Etapas da F&A

Calipha, Tarba e Brock (2010) em sua revisão de literatura listam estudos que subdividem as etapas em que ocorrem as F&A em duas fases, denominadas de *premerger*, (que ora se traduz em pré-fusão) e *postmerger* (que ora se traduz em pós-fusão), em até sete fases descritas com nomenclaturas as mais diversas possíveis.

O estudo no qual os autores mais se fundamentaram diz respeito ao estudo seminal de Vance e colaboradores (1969) que subdivide as operações de F&A em 4 etapas com nomes subjetivos a saber:

- a) *The courtship*, namoro em português, que seria a fase em que se convence a empresa adquirida das vantagens que ambas as companhias terão com a união na qual são discutidas questões gerenciais como filosofias e política;
- b) *The marriage ceremony*, cerimônia de casamento em português, é a fase legal quando se anuncia a aquisição aos empregados de ambas as empresas;
- c) *The honeymoon*, lua-de-mel em português, quando acontece o início da integração, e
- d) *After the honeymoon*, após a lua-de-mel, na qual ocorreria os ajustes finais.

Por sua vez, Farias, Costa e Figueiredo (2015), subdividem os processos de F&A em 3 etapas:

- a) *Due Diligence*, na qual avaliações sobre as empresas envolvidas são feitos;
- b) Negociação, ocasião em que os dados recolhidos anteriormente são analisados e selecionados como estratégia da empresa, e
- c) Integração, que poderá ocorrer conforme modelo da definição *a priori*, ou com base em modelo construído sob medida.

Da mesma maneira, Marks e Mirvis (2015) descrevem a operação de F&A em 3 etapas:

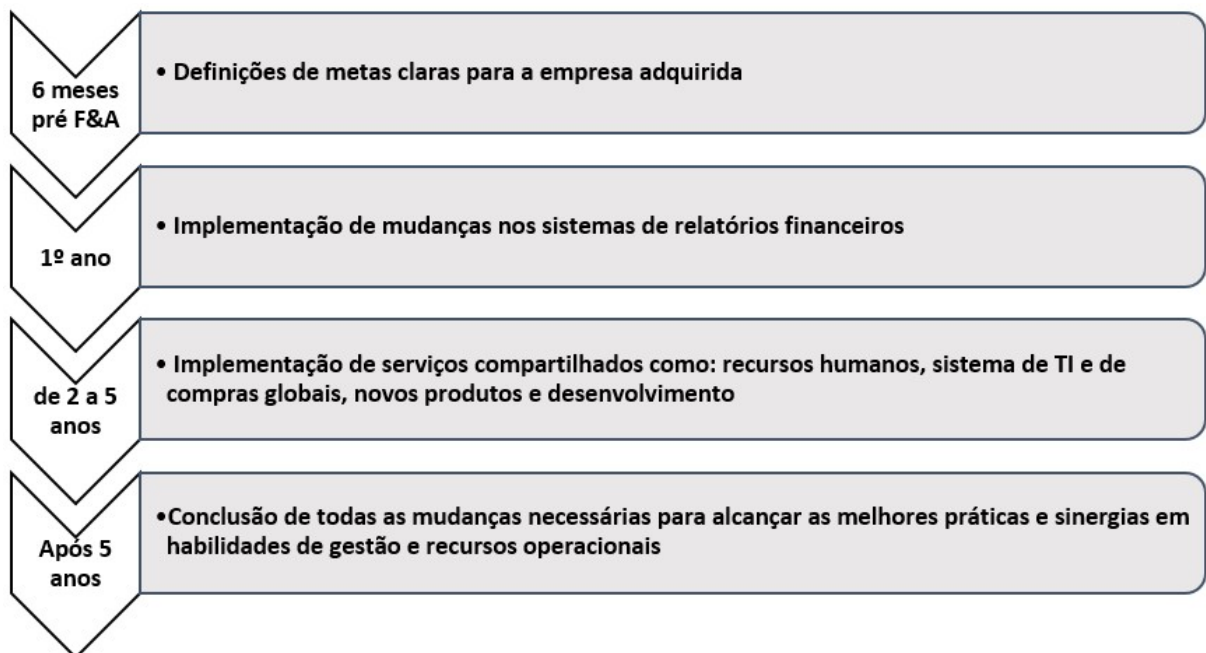
- a) pré-combinação, quando um negócio é concebido e negociado por executivos e, em seguida, aprovado legalmente pelos acionistas e reguladores, cujo foco principal representa estratégia financeira;
- b) combinação, quando ocorre o planejamento combinado da empresa e as decisões de integração são tomadas, cujo foco principal recai sobre questões políticas e o plano de transição;
- e

c) pós-combinação, ocasião em que ocorre a implementação e as pessoas se acomodam nas novas funções, cujo foco principal é o controle de danos e a criação de valor.

Na pós-aquisição acontecem as mudanças no gerenciamento, dentre as quais a substituição do *Chief Executive Officer (CEO)* ou presidente; implantação de controles financeiros mais robustos; esforços intensivos para reduzir custos de produção; maior importância dada ao marketing, em especial no relacionamento com o cliente e um novo foco de mercado de produto; e redução da dívida (QUAH; YOUNG, 2005).

Os processos realizados na fase de pós-aquisição, conforme expresso por Quah e Young (2005), são detalhados no fluxograma 1:

Fluxograma 1 – Gerenciamento da pós-aquisição



Fonte: Elaborado pelo autor.

O quadro 2 revela uma diversidade de subdivisões e nomenclaturas das fases das operações de F&A presentes na literatura.

Quadro 2 – Fases da F&A

Fases da F&A	Citações
A fase do namoro, a cerimônia de casamento, a lua-de-mel, e depois da lua-de-mel	Vance e colaboradores (1969)
Pré-fusão e pós-fusão	Boland (1970)
Planejamento, ansiedade, a própria fusão, e a fase de avaliação.	Graves (1981)
Integração com o plano estratégico, rastreo inteligente, avaliação dos alvos através da criatividade e análise, compreensão do valor e preço, antecipação da fase pós-aquisição, e implementação eficiente	Farley e Schwallie (1982)
Pré-combinação, combinação e pós-combinação.	Marks (1982); Marks e Mirvis (2015)
Pré-fusão e implementação	Schweiger e Weber (1989)
Pré-fusão, fusão, pós-fusão	Salus (1989)
Avaliação, planejamento conjunto, análise de problemas, seleção da estrutura, obtenção de aprovações, planejamento final, e implantação	Kazemek e Grauman (1989)
Pré-combinação, planejamento de combinação, combinação anunciada, combinação inicial, combinação formal, combinação pós-combinação e combinação psicológica.	Buono e Bowditch (1989)
Ideia, justificação (incluindo <i>due diligence</i> e negociação), integração da aquisição, e resultados	Haspeslagh e Jemison (1991) Carpenter e Sanders (2007)
Pré-fusão, durante e após a fusão	Appelbaum e colaboradores (2000a, 200b)
Planejamento estratégico, seleção de candidatos, <i>due diligence</i> e execução de negócios, e a fase final de integração	Parenteau e Weston (2003)
<i>Due diligence</i> , negociação, Integração	Farias, Costa e Figueiredo (2015)

Fonte: Elaborado com base em Calipha, Tarba e Brock (2010) e em Risberg (2003).

Dividir em fases as operações de F&A não representa uma tarefa simples, uma vez que é difícil identificar quando cada fase termina e quando a próxima começa, ou quando termina a fase pós-fusão posto que a aquisição é um processo contínuo e aberto que ainda afeta a organização anos e anos depois do procedimento legal ocorrer (RISBERG, 2003).

Uma outra dificuldade diz respeito ao fato de que as fases não precisam corresponder ao tempo, consequentemente, dois eventos que ocorrem ao mesmo tempo podem ser chamados de fases diferentes. Diferentes partes da organização e diferentes indivíduos em diferentes países podem passar por diferentes fases ao mesmo tempo (RISBERG, 2003).

Além disso, pode-se questionar se as fases são realmente sequenciais. Algumas partes da organização vivenciam uma sequência de fases diferentes daquelas descritas pelos pesquisadores; alguns podem pular uma fase ou entrar em uma fase posterior antes de uma fase inicial (RISBERG, 2003).

Em suma, embora existam diferentes fases durante uma F&A, elas são ao mesmo tempo interativas, e os problemas que surgem durante as diferentes fases precisam ser considerados em conjunto (RISBERG, 2003).

1.2 SITUAÇÃO FINANCEIRA

As companhias ao tomarem suas decisões financeiras o fazem sob um contexto de otimização de recursos. No período de longo prazo, as decisões estão relacionadas à alocação de recursos e à estrutura financeira, no curto prazo, as decisões estão principalmente associadas à gestão do capital de giro, ou seja, à otimização de estoques, caixa, contas a receber e dívidas de curto prazo (ZOPOUNIDIS, 1999).

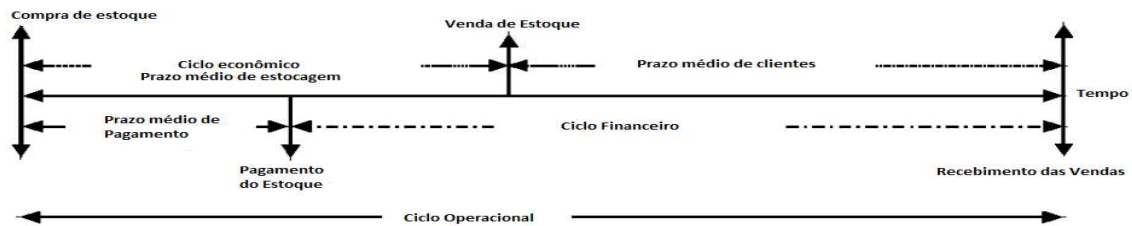
A administração do Capital de Giro pode ser conceituada como o gerenciamento dos ativos e passivos circulantes e é essencial no controle da situação financeira (SF) do negócio, posto que afeta diretamente a liquidez e a rentabilidade, inclusive a taxa de retorno do investimento. Um elevado investimento em ativos circulantes pode reduzir o retorno, por isso o seu objetivo é gerenciar as contas do circulante obtendo o equilíbrio entre risco e lucratividade (MATHUVA, 2010).

A SF pode ser impactada pelas políticas de curto prazo e pelo gerenciamento dos ciclos e prazos médios: Ciclo Operacional (CO), Ciclo Econômico (CE) e Ciclo Financeiro (CF), Prazo Médio de Estocagem (PME), Prazo Médio de Cobrança (PMC) e Prazo Médio de Pagamento aos fornecedores (PMP) (SILVA *et al.*, 2012).

O CO corresponde ao intervalo de tempo compreendido desde a recepção dos materiais de produção (ou das mercadorias para revenda) até a cobrança das vendas correspondentes. O CE ou PME inicia com a recepção dos materiais de produção (ou das mercadorias para revenda) e termina com a saída dos produtos. O PME é expresso em indicador. O CF compreende o prazo entre as saídas de caixa relativas aos pagamentos dos fornecedores e as entradas de caixa provenientes dos recebimentos das vendas (BRAGA, 1991). O PMC é o tempo médio necessário para coletar o dinheiro dos clientes, é um índice de medição da política de recebimento. Já o PMP é o tempo médio necessário para liquidar as dívidas com fornecedores, consiste num índice de medição da política de pagamento (MATHUVA, 2010).

As inter-relações entre esses componentes, segundo Mathuva, 2010, são exibidas no fluxograma 2:

Fluxograma 2 – Inter-relações do Gerenciamento de Capital de Giro



Fonte: Mathuva (2010).

As relações algébricas entre os componentes do CO seguem descritas nas fórmulas de 1 a 4:

Fórmula 1: $PMC = \text{Contas a Receber} / \text{Vendas líquidas} \times 365$

Fórmula 2: $PME = \text{Estoque} / \text{Custo das Vendas} \times 365$

Fórmula 3: $PMP = \text{Duplicatas a Pagar} / \text{Compras} \times 365$

Fórmula 4: $CF = PMC + PME - PMP$

O gerenciamento do capital de giro afeta diretamente a Estrutura e a SF das empresas as quais são explicados com base no Modelo de Fleuriet (1978). Esse modelo foi introduzido no Brasil pelo professor francês Michel Fleuriet, conhecido também como Análise dinâmica do Capital de Giro (AD), o qual possui nível informacional equivalente em relação aos indicadores de liquidez clássicos (SILVA *et al.*, 2012). Entretanto, significa um passo adiante em relação ao esquema tradicional de análise de balanços feita através de índices econômico-financeiros (BRAGA, 1991).

A AD analisa se a organização consegue saldar seus compromissos, mantendo-se em funcionamento, inserida num ambiente em constante mudança, revelando os motivos da necessidade ou da falta de recursos e possui uma tendência mais apropriada para analisar dados futuros (SILVA *et al.*, 2012), fornecendo indicativos antecipados de deterioração ou recuperação financeira da empresa (MARQUES; BRAGA, 1995).

A AD auxilia o analista financeiro na avaliação da liquidez e solvência da entidade, e na identificação do tipo de estrutura financeira utilizada e/ou característica do segmento de interesse, bem como a verificação de suas tendências relativas (MARQUES; BRAGA, 1995).

Na AD, as contas do ativo e passivo são observadas de maneira integrada e são classificadas conforme o tempo que levam para se realizar uma rotação. Esta classificação considera o dinamismo das operações das organizações considerando que, em geral, há certas contas do

ativo e passivo circulantes que se renovam constantemente à medida em que as atividades das empresas são desenvolvidas (SILVA *et al.*, 2012).

O foco da AD diz respeito a avaliar a utilização dos recursos financeiros aplicados nos Ativos Circulantes (AC) das empresas, auxiliando em suas administrações e evitando que falhas, nesta área de atuação, comprometam a capacidade de solvência das empresas e/ou prejudiquem as suas rentabilidades (BRAGA, 1991).

O AC é desmembrado em dois subgrupos. O ativo circulante cíclico (ACC), inclui as contas associadas à atividade operacional, as quais tendem a se renovar com o nível de atividade. Logo, essas contas são cíclicas e previsíveis. Por outro lado, ativo circulante financeiro (ACF), abrange contas que não possuem comportamento cíclico ao nível de atividade, mas sim comportamentos erráticos (MARQUES; BRAGA, 1995).

No lado do passivo circulante (PC) identificam-se o passivo circulante cíclico (PCC) que abarca contas decorrentes das atividades operacionais espontâneas, enquanto o passivo circulante oneroso (PCO), contas que constituem uma origem financeira de recursos (MARQUES; BRAGA, 1995).

O Ativo não circulante (ANC) e o Passivo não circulante (PNC) não são reclassificados nesta estrutura. Cabe salientar que o PNC, para fins do modelo, representa as fontes de financiamento de longo prazo, ou seja, o total do Passivo Exigível a Longo Prazo e PL, ao passo que o ANC significa os itens de investimento de longo prazo. O Quadro 3 exhibe as subclassificações propostas por Fleuriet (1978) e as compara à estrutura legal do Balanço Patrimonial (BP), bem como, exemplifica algumas de suas contas.

Quadro 3 – Classificação do BP.

Estrutura do Balanço Patrimonial			Rubricas Analíticas
Ativo	AC	ACC	Duplicatas a Receber Provenientes das Vendas Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa Adiantamentos a Fornecedores e a Empregados Estoques de Matérias-Primas, Produtos em Processo ou Acabados, Peças para Reparos de Ativos Fixos, Material Administrativo Provisão para ajuste a Valor De Mercado Impostos Sobre Valor Agregado a Compensar Seguros e Aluguéis Antecipados
		ACF	Fundo Fixo de Caixa Bancos Conta Movimento ou Vinculada (Incluindo Depósitos Judiciais) Aplicações Financeiras de Curtíssimo Prazo Títulos E Valores Mobiliários (Prazo inferior a um ano) Imposto de Renda Restituível Créditos Contra Empresas Coligadas (Empréstimos ou Dividendos) Ativos não Circulantes Disponíveis para Venda
	ANC		Realizável a Longo Prazo
Passivo	PC	PCC	Duplicatas a Pagar Oriundas da Compra de Matérias-Primas e/ou Mercadorias Impostos Sobre Valor Agregado a Recolher Adiantamentos de Clientes Salários, Encargos Sociais e Participação de Empregados a Pagar
		PCO	Empréstimos e Financiamentos Bancários de Curto Prazo Imposto de Renda e Contribuição Social a Recolher Dividendos a Pagar a Acionistas Dívidas Frente a Coligadas Participações Estatutárias Adiantamentos de Câmbio e Duplicatas Descontadas.
	PNC		Exigível a Longo Prazo

Fonte: Elaborado pelo autor.

As classificações reveladas no quadro 3 são semelhantes às classificações expostas nos trabalhos de Orestes da Silva e colaboradores (2012), Marques e Braga (1995), Francisco e colaboradores (2013) e Braga (1991), no entanto divergiram em parte com a classificação de Montoto (2013), no tocante aos seguintes itens:

- Impostos a Recuperar não foram segregados em ACC e ACF, Montoto (2013) classificou todo o grupo como ACC, neste estudo há a segregação, sendo assim apenas créditos tributários ligados a operação constam como ACC; e
- Impostos a Recolher não foram segregados em PCC e PCO, Montoto (2013) classifica todo o grupo como PCC, neste estudo há a segregação, sendo assim apenas créditos tributários ligados a operação constam como PCC.

Com base em sua classificação, Fleuriot (1978) relacionou os componentes: Capital Circulante Líquido (CCL), Investimento Operacional em Giro (IOG) ou necessidade de capital de giro (NCG) e o saldo de tesouraria (T) (MARQUES; BRAGA, 1995).

As fórmulas referentes a esses componentes seguem apresentadas no quadro 4, e podem ser verificadas tanto na posição horizontal quanto na posição vertical.

Quadro 4 – Fórmula dos componentes

$AC = ACC + ACF$
(-) $PC = PCC + PCO$
$CCL = IOG + T$

Fonte: Marques e Braga (1995).

A partir dos indicadores IOG, T e CCL foram elaboradas as fórmulas Termômetro de Liquidez (ILD), dada por $ILD = T/[IOG]$ e Relação das Origens e Aplicações de Recursos nas atividades operacionais, dada por CCL/IOG (FRANCISCO *et al.*, 2013).

O quadro 5 sintetiza a descrição dos indicadores de Fleury e de suas variações:

Quadro 5 – Descrição dos Indicadores de Fleury

Índice	Descrição
IOG (NCG)	Mede a defasagem de tempo e valor entre as operações que as contas representam, ou seja, encontra-se intimamente relacionada ao ciclo financeiro.
CCL	É um conceito econômico-financeiro representando uma fonte de fundos permanente utilizada para financiar a necessidade de capital de giro da empresa.
T	Trata-se de uma variável decorrente de decisões financeiras.
ILD	É calculado pela divisão do Saldo de Tesouraria pelo módulo da variável Necessidade de Capital de Giro.
CCL/IOG	Mede a interposição entre o recurso destinado a aplicações das atividades da empresa e a necessidade de recursos financeiros para gerar as atividades operacionais. Salienta-se que é uma medida de identificação do Efeito Tesoura.

Fonte: Francisco e colaboradores (2013).

A combinação dos sinais do CCL, IOG e T, elementos que compõem a posição de curto prazo da organização, determina sua estrutura financeira em dado momento. Os tipos de estrutura e SF (ratings) são relatados no quadro 6:

Quadro 6 – Tipos de Estrutura e SF

Tipo\Item	CCL	IOG	T	Situação
I	+	-	+	Excelente
II	+	+	+	Sólida
III	+	+	-	Insatisfatória
IV	-	+	-	Péssima
V	-	-	-	Muito ruim
VI	-	-	+	Alto Risco

Fonte: Marques e Braga (1995).

A relação CCL/IOG pode ser utilizada para diagnosticar se a companhia está sob o efeito tesoura (ou *Overtrade*) que ocorre quando uma empresa expande significativamente o nível de operações e vendas sem o adequado suporte de recursos de longo prazo para financiar o decorrente crescimento das necessidades de capital de giro. Logo ocorre um crescimento acentuado e positivo do IOG, que supera em um período curto o CCL, por insuficiência de recursos provenientes de autofinanciamento. O Efeito Tesoura evidencia o comprometimento da liquidez e da rentabilidade o que dificulta a obtenção de créditos bancários (BRAGA, 1991). Entender a necessidade de capital de giro é essencial para a administração financeira de um negócio (SILVA *et al.*, 2012). Qualquer falha na administração do capital de giro poderá comprometer a capacidade de solvência da empresa e/ou prejudicar a sua rentabilidade (BRAGA, 1991).

1.3 RELAÇÃO ENTRE F&A E SF

Das pesquisas analisaram o impacto econômico-financeiro das operações de F&A nas empresas envolvidas na combinação, tanto do ponto de vista das adquirentes, quanto no ponto de vista das adquiridas, as quais contribuíram para a formação do modelo estatístico a ser utilizado, ou ainda, auxiliaram na explicação dos resultados desse estudo.

Por meio da análise do impacto que as operações de F&A acarretam ao valor dos títulos de dívida e das ações ordinárias das empresas incorporadas, Kim e Mc Connel (1977) examinaram o efeito de “cosseguro” para a dívida corporativa e as transferências de riquezas, dos acionistas para os credores, examinando a ocorrência de diminuição das cotações das ações e do aumento das cotações dos títulos de dívidas (debêntures), geradas nas empresas que realizaram estas operações listadas no *FTC Statistical Reports*, no período compreendido entre janeiro de 1960 e dezembro de 1973.

Kim e Mc Connel (1977) realizaram uma avaliação teórica e empírica que foi conduzida através de três testes quantitativos sendo dois de comparação de médias e uma regressão de Série Temporal onde se utilizaram três medidas diferentes de alavancagem financeira.

Os autores não encontraram evidências estatisticamente significativas que comprovassem suas hipóteses e justificam o seu resultado na possibilidade dos administradores se envolverem apenas em operações que gerariam pouco cosseguro ou ainda que estes tomem outras medidas para contornar a transferência de riqueza. Revelaram que as empresas incorporadas fazem mais uso da alavancagem financeira após a fusão do que a combinação de empresas independentes antes da fusão. Concluíram que existia um efeito de cosseguro e que os administradores agem no melhor interesse dos acionistas quando surge um conflito entre acionistas e detentores de títulos (KIM; MC CONNELL, 1977).

Lubatkin (1983) através de sua revisão bibliográfica buscou responder à pergunta: Operações de F&A trazem benefícios as companhias adquirentes? Em seu estudo evidência que os possíveis ganhos em uma F&A, descritos nas literaturas que foram base para sua revisão bibliográfica, são classificáveis em três benefícios e os escalona conforme a possibilidade de ocorrência, conforme apresentado na tabela 1.

Tabela 1 – Resumo de predições de benefícios sinérgicos

	Vertical	Conglomerado	Horizontal/ Extensão de Produto	Extensão de Mercado
A. Benefícios técnicos				
1 Marketing	1	0	3	4
2. Produção	1	0	3	4
3. Experiência	1	1	4	4
4. Logística	4	0	2	2
5. Relacionamento Bancário	4	4	4	4
6. Compensação	4	4	4	4
B. Benefícios Monetários	2	0	2	4
C. Benefícios de Diversificação				
1. Gerenciamento de Portifólio	1	4	0	3
2. Redução de Riscos	-2	4	0	2
Total	16	17	22	31

Fonte: Lubatkin (1983).

Os benefícios técnicos provêm das junções das experiências do adquirente e adquirida, bem como tange as atividades operacionais/ gerenciais do grupo. Benefícios monetários são entendidos pela habilidade das empresas ditarem os preços exercendo poder de mercado, atuando em monopólio e exercendo monopsonio. Por fim benefícios de diversificação de riscos são alcançados melhorando o gerenciamento da firma nos riscos a ela atribuídos, bem como a redução de riscos.

Os benefícios são escalonados de forma que quanto maior a pontuação maior é a possibilidade do atributo gerar sinergia em uma operação de F&A, sendo que 4 remete a grandes possibilidades e -2 remete a possibilidade negativa.

Conforme escalonamento apresentado na tabela 1 temos que:

- economia de escala obtida nos gastos com Marketing, meios de produção, tecnologia são mais associadas as estratégias de F&A Horizontal, F&A de extensão de mercado e F&A de extensão de produtos;
- economia de escala obtida nos gastos com logística são associados nas estratégias de F&A Vertical;
- economia de escala com gastos bancários são possíveis em todas as estratégias de F&A;
- benefícios monetários são mais associados com a estratégia F&A Horizontal e vertical do que com as F&A de extensão de mercado e de produto; e
- benefícios de diversificação são mais relacionados com conglomerados do que extensão de produto

Berkovitch e Narayanan (1993) buscaram identificar qual o principal motivador das F&A de empresas listadas na *New York Stock Exchange* e na *American Stock Exchange* ocorridas no período compreendido entre 1963 e 1988, definindo os como busca pela Sinergia, Agência ou Arrogância. É assumido no estudo que em operações motivadas pela busca de sinergia estão positivamente correlacionados ao ganho da empresa adquirida, ao ganho do adquirente e aos ganhos totais. Quando a F&A é motivada pela Agência esta correlação é negativa, quando é motivada pela Arrogância não há correlação.

O ganho das adquiridas foi calculado multiplicando os seus Retornos Anormais Acumulados pelo valor de mercado do patrimônio das empresas no final de seis pregões anteriores ao primeiro anúncio da F&A, menos o valor das ações da adquirida detidas pelo adquirente. O ganho das adquirentes foi calculado multiplicando-se os seus Retornos Anormais Acumulados pelo valor de mercado da empresa adquirente no final dos seis pregões anteriores ao primeiro

anúncio da F&A feito pela empresa adquirente. O ganho total é a soma dos ganhos do alvo e do adquirente (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993).

Concluiu-se, com a análise de regressão em dados de painel, que três quartos das operações da amostra estudada foram motivados por busca de sinergia e que nas operações com resultados negativos a Agência é o principal motivador da operação. Também foi verificado que em aquisições com ganhos totais positivos, o ganho total aumenta com a competição pelo alvo. Nas aquisições com ganhos totais negativos, os ganhos totais diminuem com a concorrência. Isso implica que, na amostra estudada, a competição é motivada pela agência e não pela verdadeira sinergia e que a competição não eliminará os problemas da agência quando eles existirem, mas apenas os agravará (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993).

Ghosh (2001), averiguou se o desempenho operacional melhora na sequência de F&A corporativas. Utilizou uma amostra de operações de F&A ocorridas entre os anos de 1981 à 1995 nos Estados Unidos e realizou uma Regressão de Dados em Painel dos fluxos de caixa operacional das empresas adquirentes e de empresas com o mesmo desempenho e dimensão como referência. Não encontrou provas de que o desempenho operacional melhore após as F&A. Ghosh (2001) também analisou se o desempenho é superior em F&A liquidada em dinheiro e os resultados indicaram que os fluxos de caixa aumentam significativamente nestas operações, mas diminuem para aquisições realizadas com ações.

Camargos e Barbosa (2005) com o objetivo de analisar o desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em empresas brasileiras que passaram por processos de F&A entre 1995 e 1999, compararam os valores médios de índices de desempenho econômico-financeiro (Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Perfil da Dívida, Grau de Endividamento Financeiro, Participação de Capital de Terceiros, Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o PL, Lucro por Ação e Margem Bruta) no triênio anterior e posterior dos processos e constataram a piora na SF, porém uma melhora na situação econômica, concluindo que tais processos criaram sinergias operacionais e gerenciais.

Camargos e Barbosa (2005) reconhecem como limitações da pesquisa, que possam ter causado viés nos resultados: a dificuldade de identificar a data exata em que os processos de F&A foram divulgados; o pequeno número de séries de observações da amostra (30 séries de observações de 24 firmas) e por fim a utilização apenas de ações preferenciais que possuem maior liquidez. Rousseau (2006) com o objetivo de explicar por que empresas adquirem outras ao invés de reinvestir o capital nelas mesmas, utilizou-se da *Q-theory*. A *Q-theory*, é uma teoria que define

que a taxa de investimento de uma empresa deve aumentar conforme a razão de seu valor de mercado pelo custo de reposição de capital e apresenta o índice Q de Tobin.

Rousseau (2006) sob um contexto de operações transnacionais que contemplava empresas estadunidenses, austríacas, belgas, francesas, alemãs, italianas, holandesas e suíças utilizando o índice Q de Tobin através de análise do Método dos Mínimos Quadrados concluiu que:

- a) as empresas preferem F&A ao investimento padrão ao fazer grandes ajustes em seus Capitais Sociais (CS);
- b) grandes ajustes por meio de F&A são mais prováveis de ocorrer para empresas com alto Q;
- c) empresas com excesso de caixa em seus balanços parecem mais propensas a se tornarem adquirentes;
- d) os valores Q do adquirente excedem os dos alvos com mais frequência do que não; e
- e) esses resultados vão além do mercado doméstico de F&A nos Estados Unidos, aplicando-se também às fusões nacionais e internacionais entre um conjunto de sete países europeus.

Bortoluzzo e colaboradores (2014) a fim de investigar se companhias envolvidas em F&A transfronteiriças melhoram seu desempenho financeiro, coletaram informações de operações realizadas por empresas brasileiras na condição de adquirentes no período de 1994 e 2008. Utilizaram-se de metodologia quantitativa através da abordagem de Regressão de Dados em painel, bem como, regressão linear múltipla.

Os resultados indicaram que as investidas das companhias melhoram o desempenho quando a distância cultural entre os países da adquirida com o Brasil é baixa ou média e quando o ambiente institucional no qual a empresa-alvo se encontra é desenvolvido, foi relevante considerar também a experiência com fusões e aquisições da empresa adquirente e características institucionais dos seus países-alvo.

Bortoluzzo e colaboradores (2014) reconhecem como limitação do trabalho a falta de dados disponíveis a respeito de algumas das variáveis utilizadas no modelo, o fato de que boa parte da amostra se caracterizava por empresas brasileiras de capital fechado e, por fim, eles não consideraram todos os fatores citados na literatura sobre o tema, somente as altamente relevantes no contexto analisado.

Com o objetivo principal de identificar os efeitos provocados pelas F&A, ocorridas no período dentre os anos de 2008 a 2012, no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras de capital aberto, Bomfim e Callado (2016), aplicaram o modelo econométrico da Regressão

Linear de persistência em indicadores econômicos e financeiros das empresas envolvidas nessas operações.

Concluíram que o desempenho foi persistente após as operações, produzindo ganhos de desempenho e aumento no poder de mercado, pelas sinergias geradas e pelo aumento no tamanho das companhias. Porém o crescimento interno produziu maior retorno se comparado ao crescimento por F&A; e as operações financiadas por mais de uma modalidade de recursos reduziram o desempenho das empresas no período analisado.

Demonstraram que essas operações são estratégias viáveis para obtenção de lucros, desempenho superior, sinergias operacionais, ganhos de escala e expansão das firmas.

Vieira e colaboradores (2017) com o objetivo de analisar se haviam diferenças nos indicadores do Modelo *DuPont* e do Modelo *Fleuriet* das companhias brasileiras que efetuaram fusões e aquisições no período de 2010 a 2014, analisaram os dados obtidos nos respectivos demonstrativos financeiros, qualitativamente afim de inferir sobre as variações dos indicadores financeiros e quantitativamente através da utilização do teste de sinais *Wilcoxon*, a fim de inferir se o reflexo nos indicadores financeiros foi estatisticamente significativos na comparação das médias de quatro trimestres ex ante as médias de quatro trimestres ex post a consolidação dos indicadores.

Concluíram que no curto prazo há uma piora nos indicadores de liquidez que os autores consideraram tempestiva e recuperável, porém não apresentou diferenças para indicadores de rentabilidade e alavancagem.

Khoo, Durand e Rath (2017) avaliaram sob a lente da teoria *Trade Off*, a estrutura de capital das empresas australianas adquirentes em processos de F&A, no período de 1990 a 2013, com o objetivo de identificar determinantes da velocidade em que as empresas demandam para retornarem aos índices-padrão de suas alavancagens-alvo, uma vez em que as atividades de F&A as afastam destes.

O estudo realizado através de Dados em painel, confirma que os adquirentes australianos têm alvos de alavancagem e buscam ajustar-se a este e que as alavancagens extremas decorrentes do financiamento da F&A estão associadas a velocidade de ajuste de alavancagem elevadas. Constataram que as aquisições agem como um choque para as estruturas de capital dos adquirentes, e que a variação percentual na alavancagem é visivelmente diferente no ano de aquisição para adquirentes em dinheiro do que é para os adquirentes em ações.

Verificaram ainda que características específicas como rentabilidade e os níveis de liquidez da empresa podem fornecer provas que apoiam a hipótese de que os adquirentes se ajustam mais

rapidamente para se aproximarem dos seus alvos de alavancagem quando estes são sobre ou sub alavancados. Os autores reconhecem como possível limitação de seus estudos a excessiva confiança no modelo *Speed of Leverage Adjust (SOA)*, indicando ainda que melhores achados poderiam ser obtidos utilizando modelos como o Logit.

No quadro 7 são resumidos dados como período analisado, país estudado, tamanho da amostra, descrição das variáveis, fórmulas estatísticas e principais resultados encontrados nos estudos de natureza empírica:

Quadro 7 – Resumo dos estudos sobre a Relação de F&A e indicadores

Referência	Período	País	N	Modelo		Síntese dos Resultados
				Variáveis utilizadas	Fórmula	
Kim; Mc Connell (1977)	1960 a 1973	EUA	44	I – Comparação de pares: retorno anormal dos títulos de crédito medidos 24 meses antes e 23 meses da F&A; II – Regressão série temporal com índices de mercado: retorno do título Rit, retorno das ações S e endividamento B III - Comparação das médias de alavancagem	I – Comparação de pares $\bar{b}_k = \left[\sum_{i=1}^M (R_{ik} - R_{ik}^*) \right] / M, \quad k = -24, \dots, +23,$ $-\bar{b}_T = \sum_{k=-24}^T \bar{b}_k, \quad T = -24, \dots, +23.$ II – Regressão em série temporal com índices de mercado $\tilde{R}_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \tilde{S}_t + \beta_{2i} \tilde{B}_t + \tilde{U}_{it}$ III – Comparação dos médias de alavancagem $L_{jt}^{LM} = BLD_{jt} / S_{jt}; \quad L_{jt}^{TM} = BTD_{jt} / S_{jt}; \quad L_{jt}^B = BTD_{jt} / BTA_{jt},$ $\Delta L_j^i = (L_{j,1}^i + L_{j,2}^i) / (L_{j,-1}^i + L_{j,-2}^i), \quad \text{for } i = LM, TM, B,$	Os credores não captam retornos anormais, não há transferência de riquezas e as empresas se endividam mais a partir da fusão
Berkovitch; Narayanan (1993)	1963 a 1988	EUA	330	Retornos Anormais acumulados das empresas alvo, da adquirente e total	<u>Target Gain = $\alpha + \beta$ (Total Gain)</u> <u>Target Gain = $\alpha + \beta$ (Acquirer Gain)</u>	¾ das operações da amostra foram motivados por busca de sinergia e que nas operações com resultados negativos a Agência é o principal motivador da operação
Ghosh (2001)	1981 a 1995	EUA	315	-Método de pagamento: Caixa (Cash); Ações (Stock); Caixa e Ações (Mixed) - Classificação do tipo de aquisição: Amigável ou Agressiva (Friendly); relacionadas ou não relacionadas (Related) - Fluxo de caixa operacional anterior (Cash flow adj pre) - Fluxo de caixa operacional posterior (Cash flow adj post)	$(\text{Cash flow}_{\text{post}}^{\text{adj}} - \text{Cash flow}_{\text{pre}}^{\text{adj}})$ $= \alpha_0 \text{Cash} + \alpha_1 \text{Mixed} + \alpha_2 \text{Stock} + \alpha_3 \text{Related} + \alpha_4 \text{Friendly} + \varepsilon$	Não encontrou evidências de que a performance operacional melhora. O fluxo de caixa aumenta significativamente com F&A realizadas através de caixa e diminui com F&A realizadas com ações

Camargos, M. A.; Barbosa (2005)	1995 a 1999	BR	24	Indicadores (Ind): Liquidez Geral; Liquidez Corrente; Perfil da Dívida; Grau de Endividamento Financeiro; Retorno Sobre o Ativo; Retorno Sobre o Patrimônio Líquido; Lucro por Ação e Margem Bruta	$\sum_{t=-3}^{-1} \frac{\left(\sum_{i=1}^n Ind_{X,t} \right)}{n} \Leftrightarrow \sum_{t=1}^3 \frac{\left(\sum_{i=1}^n Ind_{X,t} \right)}{n}$	Constatou-se: a deterioração da SF; Melhora na qualidade do endividamento; Maior dependência de capital de terceiros; Melhora da situação econômica; F&A resultou em ganhos para o acionista; Obtenção de sinergia operacional e gerencial
Rousseau (2006)	1994 a 2005	EUA FR IT AT BE DE NL CH	10. 52 8	1º Modelo: Aumento de Capital x F&A Compra direta de capital (x), capital adquirido (y), taxa de investimento (i) segundo Modelo As F&A são mais influenciadas pelo Q de Tobin ou pela diferença dos Q do adquirente x adquirido	1º Modelo $i = x + y$ segundo Modelo $x_{j,t} \equiv \frac{X_{j,t}}{K_{j,t-1}} = \alpha_0^x + \alpha_1^x Q_{j,t-1} + \alpha_2^x t, \text{ and}$ $y_{j,t} \equiv \frac{Y_{j,t}}{K_{j,t-1}} = \alpha_0^y + \alpha_1^y (Q_{j,t-1} - \bar{q}_{t-1}) + \alpha_2^y t,$	- As empresas preferem F&A ao aumento do CS; - Empresas com alto Q são mais propensas a aumentar CS através de F&A - Empresas com excesso de caixa são mais propensas a se tornarem adquirentes; - Os Q dos adquirentes excedem os dos alvos com mais frequência do que não;
Bortoluzzo e colaboradores (2014)	1994 a 2008	BR	67	Variáveis dependentes: Retorno sobre o ativo, retorno sobre o PL Variáveis independentes: <i>Dummies</i> Experiência Internacional, Ambiente Institucional e Distância Cultural Variáveis de controle: crescimento de vendas; crescimento de despesas operacionais, tamanho da empresa, excesso de caixa, subsidiária de multinacional possibilidade de entrada em novos mercados por meio da aquisição e tamanho da empresa	$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \dots + \beta_k x_{itk} + a_i + \varepsilon_{it}, i = 1, \dots, n \text{ e } t = 1, \dots, T,$	Constatou-se geração de desempenho mais elevado; O nível de experiência possui uma relação de U invertido com o desempenho. O grau de desenvolvimento do ambiente institucional da empresa adquirida e a criação de valor resultante da aquisição se relacionam de forma positiva
Bomfim; Callado (2016)	2008 a 2012	BR	53	Desempenho econômico-financeiro da empresa medidos antes e pós F&A medidos pelos índices retorno dos ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o lucro operacional ou EBIT, crescimento por	$\pi_{it} = \beta_0 + \beta_1 \pi_{itpre} + \beta_2 CFA_{it} + \beta_3 CI_{it} + \beta_4 Ações_{it} + \beta_5 Caixa_{it} + \beta_6 Divid_{it} + \beta_7 Misto_{it} + \beta_8 Setor_{it} + \beta_9 Tam_{it} + \beta_{10} Endiv_{it} + \beta_{11} NFA_{it} + \beta_{12} TFA_{it} + \varepsilon_{it}(1)$	Desempenho econômico-financeiro persistente, a F&A aumentou o desempenho das empresas

				fusão (Ativo adquirido/ Ativo total), crescimento interno (aumento do ativo/lucros retidos), <i>Dummies</i> indicativas da forma de pagamento, do tipo de operação e experiência em operação, logaritmo natural do ativo e endividamento		
Vieira e colaboradores (2017)	2010 a 2014	BR	23	Médias dos indicadores IOG, CDG e T divididos pela Receita Líquida, Retorno sobre o Patrimônio Líquido,	Não é apresentado no estudo	Os resultados provenientes do Teste de <i>Wilcoxon</i> apontaram diferenças estatisticamente significativas entre os períodos ex ante e ex post às operações de F&A para as variáveis representativas da liquidez: IOG, T e T/RL. Constatou-se que o aumento da IOG acima do aumento do CDG provocou piora na SF, empresas saíram da classificação de uma SF sólida para uma SF insatisfatória. Em relação à alavancagem (AL) e à rentabilidade (ROE), não foram apresentadas diferenças estatisticamente significativas para a alavancagem e para rentabilidade
Khoo, Durand; Rath (2017)	1990 a 2013	AU	93 6	1º Modelo: Variável dependente: alavancagem contábil Variáveis independentes: Ativo tangível (PPE), lucratividade (PROFIT), tamanho da empresa (Ln (TA)), receita (REV), retorno médio das ações (AVE RETURN), lucratividade média (AVE PROFIT) e déficit financeiro (DF) segundo Modelo: Variável dependente: alavancagem contábil (BL) Variáveis Independentes: oportunidades de crescimento (M / B), depreciação (DEP) e caixa (CASH)	1º Modelo $BL_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 M/B_{i,t} + \beta_2 Ln(TA)_{i,t} + \beta_3 PROFIT_{i,t} + \beta_4 PPE_{i,t} + \beta_5 DEP_{i,t} + \beta_6 IndDummy + v_i + \delta_{i,t+1}$ segundo Modelo $BL_{i,t+1} - BL_{i,t} = \alpha + \lambda_1 BL^*_{i,t+1} + \lambda_2 BL_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$	Constatou-se que as aquisições agem como um choque para as estruturas de capital dos adquirentes, os resultados confirmam que os que adquirem com caixa utilizam-se de dívidas para financiar suas aquisições, e os que adquirem com ações pagam com capital. a variação percentual na alavancagem é visivelmente diferente no ano de aquisição

Este estudo se suportará nos achados anteriores não somente para aferir se a sinergia financeira foi obtida através de uma mudança positiva da SF, mas também para explicar como os diversos fatores se relacionam para que isto ocorra.

Lubatkin (1983) a partir da avaliação dos tipos de F&A conforme FTC fornece subsídios para justificar o encontro da sinergia financeira através de estratégia da operação; Berkovitch e Narayanan (1993) indica os possíveis motivadores de uma F&A; Ghosh (2001) apresenta a influência que o meio de pagamento exerce sobre a obtenção da sinergia financeira; Camargos e Barbosa (2005) contribuíram com a definição do indicador Perfil da Dívida e sua relação com a performance pós-fusão.

Rousseau (2006) explica a relação da eficiência em gerar riquezas que a adquirente possui e o sucesso da operação; Bortoluzzo e colaboradores (2014) validaram o impacto do tamanho da companhia no êxito das aquisições enquanto a utilização por parte de Bomfim e Callado (2016) do log do ativo forneceu a variável pela qual irá se mensurar esta característica da empresa adquirente no Modelo estatístico, por fim Vieira e colaboradores (2017) insere no contexto a avaliação de operação de F&A pela AD.

Pela influência dos estudos anteriores espera-se alcançar uma evolução no caminho da explicação dos resultados financeiros obtidos após e/ou por meio das F&A.

2 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS

2.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Trata-se a presente, de uma pesquisa descritiva que abordará o problema de forma quantitativa. A abordagem quantitativa é frequentemente aplicada nos estudos descritivos, que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis e a relação de causalidade entre fenômenos (BEUREN *et al.*, 2009).

Na pesquisa descritiva, o autor se ocupa de observar, registrar, analisar e ordenar dados, sem manipulá-los. Através desta abordagem se procura classificar, explicar e interpretar fatos que ocorrem.

Em sua forma mais simples, as pesquisas descritivas aproximam-se das exploratórias, quando proporcionam uma nova visão do problema. Em outros casos, quando ultrapassam a identificação das relações entre as variáveis, procurando estabelecer a natureza dessas relações, aproximam-se das pesquisas explicativas (PROVDANOV; FREITAS, 2013).

No que concerne aos dados, estes foram obtidos pela análise documental. Conforme Corbetta (2003), um documento é qualquer material que fornece informações sobre um fenômeno social que existe independente das ações do pesquisador, incluindo cartas, atas de reunião de diretoria, Demonstrações Contábeis de companhias, artigos de jornais, dentre outros.

Os documentos utilizados são classificados como documentos institucionais e fornecem dados secundários, que estão disponíveis e não foram coletados especificamente para este trabalho em particular. (PROVDANOV; FREITAS, 2013)

2.2 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A partir de relatório extraído da ferramenta *Bloomberg* foi obtida a relação de processos de F&A ocorridos com empresas Brasileiras e concluídos no período de 2010 a 2017. A especificação do período deu-se pela mudança na legislação contábil sobre o assunto analisado, trazidas com a convergência do IFRS 3 e mencionadas na subseção 1.1.1 e, também, pela presença da pandemia mundial de Sars Covid 19.

Uma vez que para alcançar os objetivos do modelo foi necessário analisar as Demonstrações financeiras de um período ex-ante e 2 períodos ex-post, foram obtidos demonstrativos contábeis dos períodos entre 2009 e 2019, considerando que a forma de divulgação das operações de F&A, bem como seu registro na vigência do Pronunciamento Técnico CPC 15, teve implantação retroativa a 2009, ao passo que em 2020 a pandemia mundial de SARS Covid-19

impactou significativamente a economia dos países e das empresas, motivos que poderiam distorcer os achados deste estudo.

Na busca de uma maior quantidade de dados, o relatório obtido na ferramenta *Bloomberg* foi comparado aos relatórios “Ranking de fusões e aquisições”, da ANBIMA que eram divulgados trimestralmente até outubro de 2019, obtidos no site desta instituição. As operações que constavam na ANBIMA e não constavam no Relatório da *Bloomberg* foram inseridas na listagem inicial de operações.

Durante a execução do trabalho foi possível identificar operações que não tinham sido listadas nas duas fontes de consulta mencionadas, desta forma as Demonstrações Financeiras individuais foram uma terceira base de dados, e os dados das operações foram nestas levantados e inseridos no escopo deste trabalho.

O Relatório da *Bloomberg* é construído através de pesquisas de seus analistas nas mais diversas fontes de informações já o Ranking ANBIMA é construído por informações enviadas a esta pelas companhias envolvidas nas operações e se limita a divulgar operações cujo valor seja superior a 20 milhões de reais.

Como nem a *Bloomberg* e nem a ANBIMA sejam fontes oficiais, essas se reservam o direito se não ser exaustivas, fato que possibilita que uma operação possa não estar sendo apresentado em uma das fontes, ou nas duas fontes, ou ainda ser apresentada apenas nas NE da adquirente.

A exemplo de Bomfim e Callado (2016) a amostragem desta pesquisa caracteriza-se como não probabilística intencional, pois não foram empregadas técnicas estatísticas para sua escolha, ao passo que a seleção das operações participantes se deu a partir dos dados disponíveis.

A amostra estudada nesta pesquisa é formada pelas operações que cumprem os seguintes requisitos: (1) a adquirente era uma companhia com ações negociadas na BM&F Bovespa (atual B3); (2) ter o Brasil como país sede; (3) não ter participado de combinações de negócios entre empresas de um mesmo grupo empresarial (aquisição reversa) e (4) apresentou todos os dados necessários para a formação das variáveis. Por fim a amostra foi composto por 293 operações. No quadro 8 é exposta a consolidação das origens da informação das operações e a justificativas pelas quais algumas operações foram excluídas da base de dados analisada.

Quadro 8 – Composição da amostra estudada

Justificativa	Quantidade
Listadas no Relatório Bloomberg	2.107
Operações listadas na ANBIMA e nas DF das Companhias	118
<i>Total de operações observadas no período</i>	<i>2.225</i>
Realizadas por empresas de Capital Fechado ou por Sociedades LTDA	(1.151)
Não divulgadas nas DF da empresa adquirente	(435)
Divulgada em 2010, porém realizadas em 2009, no ano anterior à vigência do IFRS/ CPC	(93)
Divulgadas em 2017, mas realizadas a partir de 2018, sendo que o segundo ano posterior a operação apresenta desempenho fortemente impactado pela COVID	(57)
Aquisição em etapas, e somente a etapa final foi realizada no período em análise	(1)
Não foi possível calcular o Ciclo Financeiro em 2009 (item necessário ao cálculo da variável explicada na subseção 2.3.4)	(24)
Cancelada	(1)
Compra de ativos ou propriedade para investimento	(7)
Não foi informado adequadamente o Valor Justo dos Ativos Adquiridos (item necessário ao cálculo da variável explicada na subseção 2.3.2)	(23)
Não foi informado o valor da operação nas DF do ano e na do ano posterior (item necessário ao cálculo da variável explicada na subseção 2.3.2)	(101)
Não possui cotação de fechamento no ano da operação (2.3.6)	(30)
Última DF enviada para CVM foi no ano da operação, ou no ano posterior	(9)
Amostra estudada	293

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir da identificação das operações de F&A ocorridas durante o período de 2010 a 2017 ,foram obtidos dados das adquirentes e das adquiridas nos seguintes portais:

- Portal da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no caso as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), consolidadas de 2010, e das Notas Explicativas de 2010 a 2017;
- Portal Economática, as Demonstrações Financeiras do período de 2010 a 2019, assim como os valores necessários a determinação das variáveis e indicadores; e
- Portal do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

2.3 DESCRIÇÃO E DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

O Quadro 9 evidencia as variáveis que serão explicadas nas subseções 2.3.1 a 2.3.10.

Quadro 9 – Variáveis do Modelo

Variável	Tipo	Descrição	Sinal Esperado	Hipótese	Fonte
Z	Dependente	Variação/permanência da SF	N/A	Hipótese 1	DFP
%Ágio	Interesse	Percentual de ágio/deságio	-	Hipótese 2	NE
Δ PerfilDívida	Interesse	Variação do Perfil da Dívida	-	Hipótese 3	Indicadores Económica ou DFP
Δ CF	Interesse	Variação percentual do Ciclo Financeiro da adquirente	-	Hipótese 4	Indicadores Económica ou DFP
DFTC ₁ a DFTC ₄	Interesse	Dummy Classificação da operação FTC	N/A	Hipótese 5	NE
MTB	Interesse	<i>Market to Book (MTB)</i> da adquirente na data da F&A	+	Hipótese 6	Bloomberg e NE
%CX	Interesse	Percentual de Caixa e equivalente a caixa no pagamento da operação	+	Hipótese 7	Bloomberg e NE
Δ PIB	Controle	Variação percentual do Produto Interno Bruto Anual	+	N/A	Site do IBGE
DAtv ₁ e DAtv ₂	Controle	Dummies Atividade Económica	N/A	N/A	NE
LogA	Controle	Tamanho	+	N/A	DFP

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.3.1 Variável Dependente

A Variável dependente (Z) foi obtida comparando-se as SF em dezembro do ano *ext-ante* ao F&A (pré-fusão) com a SF em dezembro do segundo ano *ext-post* ao F&A (pós-fusão). As SF foram calculadas conforme segue:

- as contas contábeis apresentadas nos balancetes foram classificadas conforme quadro 3;
- os saldos das contas foram agrupados segundo esta classificação;
- as fórmulas do quadro 4 foram aplicadas de maneira a se obter os sinais de cada componente do CCL; e
- a comparação destes sinais forneceu a situação financeira tipificada no quadro 6.

As situações financeiras, referentes a 2009, foram calculadas a partir do exercício anterior demonstrado nas DFP de 2010 uma vez que este demonstrativo é comparativo e já retrata o exercício de 2009 aderente as normas internacionais. As situações financeiras dos demais períodos avaliados foram calculados com base nas Demonstrações Financeiras para o período de 2010 a 2019.

As variações possíveis foram agrupadas em 3 categorias principais: piora, permanece ou melhora.

Dada a classificação do modelo Fleuriet (1978) essas três categorias foram subdivididas em subcategorias sendo estas: SF positivas ou SF negativas, as situações financeiras classificadas como positivas equivalem as classificações de Fleuriet (1978) Excelente e Sólida e as classificadas como negativas equivalem as classificações de Fleuriet (1978) para as situações Insatisfatória, Péssima, Muito Ruim e Alto Risco, conforme revelado no quadro 6.

As subcategorias criadas foram: variação de SF positiva para SF negativa, variação de SF positiva para SF positiva, Variação de SF negativa para SF negativa, variação de SF negativa para SF positiva.

As categorias foram associadas às subcategorias, gerando as classificações finais de variação/permanência de SF, definidas a seguir: piorou saindo de uma SF positiva para uma SF negativa; piorou, porém, continua em uma SF positiva; piorou de uma SF inicial negativa para uma ainda pior; permanece na mesma SF positiva; permanece na mesma SF negativa; melhorou de uma SF positiva para uma ainda melhor; melhorou de uma SF negativa, mas permanece negativa; e melhorou de uma SF negativa para uma situação positiva. Seguem no quadro 10 as referidas classificações.

Quadro 10 – Definição da Variável dependente

Z	Categoria	Subcategoria	Classificação final
0	Piorou	De positiva para negativa	Piorou saindo de uma SF positiva para uma SF negativa
1	Piorou	De positiva para pior	Piorou, porém, continua em uma SF positiva
2	Piorou	De negativa para pior	Piorou de uma SF negativa para uma ainda pior
3	Inalterado	De positiva para positiva	SF positiva inalterada
4	Inalterado	De negativa para negativa	SF negativa inalterada
5	Melhorou	De positiva para melhor	Melhorou de uma SF positiva para uma ainda melhor
6	Melhorou	De negativa para menos negativa	Melhorou de uma SF negativa, mas permanece negativa
7	Melhorou	De negativa para positiva	Melhorou de uma SF negativa para uma situação positiva

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.3.2 Variável Independente Percentual de Ágio (%Ágio)

Nas Notas Explicativas (NE) “Contexto Operacional”, “Combinação de Negócios” e/ou de “Investimentos” contidas nas DFP, foram obtidas as informações sobre o valor da operação e do Ativo Líquido a valor justo do investimento adquirido. Com esses dois dados foi construída a variável percentual de ágio (%Ágio) que consiste em subtrair o valor da operação, do Ativo

Líquido a Valor Justo da adquirida (na data da transação) e em seguida dividir este montante pelo valor da operação. Isso fornece a proporção do ágio sobre o valor da operação.

O ativo líquido a valor justo na data da operação é obtido através da multiplicação do percentual de participação sobre o resultado da subtração do ativo identificável adquirido pelo passivo assumido, podendo-se obter-se também pela subtração do ativo identificável adquirido pelo passivo assumido e da participação de não controladores. O valor da operação é a contraprestação transferida na troca do controle da adquirida em uma F&A mensurada pelo seu valor justo, também na data da operação (CPC, 2011).

O Ágio por expectativa de rentabilidade futura é definido como a subtração do valor da operação pela soma dos ativos líquidos a valor justo da adquirida quando positivo. Quando a subtração do valor da operação pela soma dos ativos líquidos a valor justo da adquirida for negativo, tem-se a figura do Ganho por compra vantajosa (ADRIANO, 2018).

Fórmula 5: Valor da Operação – Soma dos ativos líquidos a valor justo ≥ 0 Ágio

Fórmula 6: Valor da Operação – Soma dos ativos líquidos a valor justo < 0 ganho por compra vantajosa

Em operações que resultam em compra vantajosa o indicador será negativo, enquanto em operações com ágio o indicador será positivo. Espera-se que quanto maior for o %Ágio maior será a contribuição desta variável para explicar a piora na SF consolidada.

2.3.3 Variável alteração do Perfil da Dívida da adquirente (►PerfilDívida)

O índice consiste em dividir o Passivo Oneroso Circulante pelo Passivo Oneroso Total, este é composto pelo Passivo Oneroso de Curto Prazo somado ao passivo oneroso de longo prazo (CAMARGOS; BARBOSA, 2005). A variável demonstra o percentual da dívida total sujeita a remuneração de juros, como debêntures e empréstimos, que vencerão no curto prazo, ou seja, quanto maior o indicador mais negativamente ele refletirá na SF calculada conforme AD.

Os índices de Perfil da Dívida para os exercícios de 2010 a 2019 foram obtidos por meio do portal Economatica, através do indicador “Dívida CP/Dívida Tt”, que é equivalente a divisão de Passivo Oneroso Circulante por Passivo Oneroso Total. Foi necessário calculá-lo para o período de 2009, utilizando-se do ano anterior representado nas DFP de 2010.

A variável foi obtida subtraindo-se os perfis da dívida do consolidado em dezembro do segundo ano *ext-post* F&A (pós-fusão) do Perfil da Dívida da adquirente de dezembro do período *ex-ante* (pré-fusão), e em seguida dividiu-se o resultado desta operação pelo Perfil da Dívida da adquirente de dezembro do período *ex-ante*.

Alterações temporárias de liquidez podem ocorrer quando a empresa adquirente usa capital de terceiros a fim de financiar o F&A. (VIEIRA *et al.*, 2017). O alcance de créditos de melhor qualidade no que tange ao prazo e que possivelmente foi utilizado na operação, será avaliado com o emprego da variação do índice Perfil da Dívida.

Quando a adquirente aumenta a concentração de suas dívidas onerosas no curto prazo após a realização de uma F&A maior será a contribuição desta variável para explicar a piora na SF consolidada.

2.3.4 Variável alteração do ciclo financeiro da adquirente (■CF)

Espera-se que a variação do CF esteja inversamente relacionada a variação/permanência da SF da adquirente. Desta forma o aumento no CF contribuirá para uma piora da SF. A SF, particularmente o IOG, pode sofrer alterações causadas pela mudança do CF (MARQUES; BRAGA, 1995).

Os índices de CF para os exercícios de 2010 a 2019 foram obtidos através do portal Economática. Porém foi necessário calculá-lo para o período de 2009, e apenas para as empresas de varejo, utilizando-se do ano anterior rerepresentado nas DFP de 2010. A fórmula do índice que foi exposta no item 2.2.

Ainda que a variável ciclo financeiro tenha sido obtida diretamente do portal Economática, tem-se como uma possível limitação a utilização deste indicador para setores diferentes do setor de varejo.

A variável foi obtida subtraindo-se o CF consolidado em dezembro do segundo ano *ext-post* a F&A, da CF da adquirente medido em dezembro do período *ex-ante*, em seguida dividindo-se o resultado desta operação pelo ciclo financeiro da adquirente do período *ex-ante*.

Quanto mais o grupo aumentar o CF anteriormente praticado pela adquirente no pós-F&A maior será a contribuição desta variável para explicar a piora na SF consolidada.

2.3.5 Variável “*Dummy* Classificação da operação FTC” (DFTC1 a DFTC4)”

Nas Notas Explicativas (NE) de “Contexto Operacional”, “Combinação de Negócios” e/ou de “Investimentos”, das DFP, foram obtidas as informações sobre a atividade e sobre o mercado em que atuam a adquirente e a adquirida. Com essas informações as operações foram classificadas conforme Risberg (2003) e apresentado no quadro 1 do item 1.1.2, a saber:

- F&A Horizontal e de extensão de mercado - que é a *Dummy* de referência face a maior presença quantitativa na amostra;

- F&A Vertical retroativa;
- F&A Vertical progressiva;
- F&A para extensão do Produto; e
- F&A Conglomerado

2.3.6 Variável “Market to Book (MTB) da adquirente na data da F&A”

O indicador é calculado a partir da proporção: Cotação da Ação dividido pelo PL por ação no ano da operação. Será usado como uma simplificação dos modelos de Q de Tobin, construído por Lindenberg e Ross (1981), dada as dificuldades práticas de se conseguir as informações necessárias para este índice (HAYES, 2020).

Não obstante, as dificuldades práticas que requerem simplificações, como a proposta por Chung e Pruitt (1994), que se assemelha ao índice valor de mercado/valor contábil da empresa, viabilizam a construção de estimativas a partir de dados facilmente coletáveis e obtém resultados que guardam estreita correspondência aos obtidos por meio do método mais elaborado (FAMA; BARROS, 2010).

O Q de Tobin, como medida de performance, é interpretado como uma função crescente da qualidade dos projetos da empresa sob o comando da administração atual. Neste sentido, o desempenho da administração é colocado como o principal determinante do valor do q., ou seja, firmas bem administradas apresentam Q altos e firmas mal administradas possuem Q baixos (FAMA; BARROS, 2010).

Em empresas com Q baixos, os administradores tenderão, quando dispuserem de recursos suficientes, a aplicar em projetos com valor presente líquido negativo ("sobre-investimento"), destruindo, assim, riqueza de seus acionistas (FAMA; BARROS, 2010).

Espera-se que quanto maior for o MTB da adquirente na data da aquisição maior será a contribuição desta variável para explicar a melhora na SF consolidada.

2.3.7 Variável “Percentual de Caixa no pagamento da operação” (%CX)

Ghosh (2001), identificou uma melhora de Fluxo nas aquisições cujo meio de pagamento foi em caixa e/ou equivalente a caixa. O aumento do Fluxo de Caixa e, conseqüentemente, do CCL, contribui para uma melhor SF (BRAGA, 1991).

Nas DFPs, em suas NE de “Contexto Operacional”, “Combinação de Negócios” e/ou de “Investimentos”, foram obtidas as informações do valor da operação e a forma de pagamento. A variável foi calculada a partir da divisão do valor pago em caixa e equivalente, ou ainda em

promessas de pagamento em caixa e equivalente, sobre o valor total da operação (GHOSH, 2001).

Espera-se que quanto maior for o percentual de caixa no pagamento da operação maior será a contribuição desta variável para explicar a melhora na SF consolidada.

2.3.8 Variação percentual Anual do Produto Interno Bruto (PIB)

O cenário econômico causa efeitos na mudança de capital de giro sobre o risco de liquidez (VIEIRA *et al.*, 2017). O impacto do cenário econômico e das possíveis alterações ocorridas será medido por meio do Produto Interno Bruto (PIB). O PIB foi obtido no site do IBGE, ao passo que a variável de controle foi construída a partir da divisão do PIB do segundo ano *ext-post* pelo PIB do ano *ext-ante* a F&A.

Espera-se que quanto maior for a variação do percentual do Produto Interno Bruto ocorrida entre o período pré-F&A e o período pós-F&A, maior será a contribuição desta variável para explicar a melhora na SF consolidada.

2.3.9 Variação *Dummies* Atividade Econômica (DATv1 e DATv2)

Nas NE “Contexto Operacional”, “Combinação de Negócios” e/ou “Investimentos”, das DFP foram obtidas as informações das atividades das empresas. Através desta informação pode-se classificar a atividade da adquirente em Indústria, Comércio e Serviço, construindo, assim, a variável de controle *dummy*. A *dummy* de referência consiste no setor Serviço dada sua menor complexidade e estrutura.

2.3.10 Tamanho (LogA)

A exemplo de Bortoluzzo e colaboradores (2014) e Khoo e colaboradores (2017), entende-se que o tamanho da empresa pode ser um fator relevante na operação de F&A e, portanto, esta variável é inserida como uma variável de controle, a qual será representada por meio do logaritmo natural do ativo da adquirente, que é revelado nas DFPs, no período da F&A.

Espera-se que quanto maior for o porte da adquirente na data da aquisição maior será a contribuição desta variável para explicar a melhora na SF consolidada.

2.4 MODELO ESTATÍSTICO

Este estudo foi conduzido por meio de uma Regressão Logística Multinomial. A Regressão Logística Multinomial realiza previsões ou explica a ocorrência de determinados fenômenos quando a variável dependente for de natureza categórica, assim como destina-se a investigar o

efeito das variáveis pelas quais os indivíduos estão sujeitos sobre a probabilidade de ocorrência de determinado evento de interesse (FÁVERO *et al.*, 2009).

O nome "regressão logística" vem do fato de que o modelo é uma função logística. Diferencia-se de uma regressão linear pois a variável dependente desta varia entre 0 e 1. A regressão logística deixa a distribuição marginal $f(x)$ não especificada, por isso é mais não paramétrica do que análise discriminante linear (WASSERMAN, 2003).

A Regressão Logística Multinomial permite que a variável categórica dependente apresente mais de duas categorias, que podem ser de natureza nominal ou ordinal. Uma das categorias será escolhida como a referência, de forma arbitrária ou não, com a qual as outras variáveis serão comparadas (FÁVERO *et al.*, 2009).

Segundo Dias Filho e Corrar (2007) o modelo logístico requer amostras mais amplas do que os modelos lineares, por isso entendem que deve haver uma relação de pelo menos 30 observações por parâmetro estimado, porém a amostra completa é composta por 293 observações.

Foram descritas na seção 2.3 13 variáveis, o que exigiriam 390 observações para testar o modelo, desta forma, serão construídos e comparados dois modelos: um modelo completo e um modelo alternativo, no qual serão excluídas variáveis do modelo completo que não apresentam diferença de médias estatisticamente significativas, pois isto pode ser um indicativo da não existência de diferença estatisticamente significativa na probabilidade de ocorrência do evento estabelecido nas variáveis dependentes.

As variáveis serão examinadas a partir de teste de diferença de médias das variáveis quantitativas, em função da variação/permanência da SF correspondente à variável dependente. A fim de se aplicar a avaliação adequada do respectivo teste de diferença nas médias, as variáveis quantitativas terão testadas sua normalidade com a realização do teste *Shapiro Wilk*, uma vez que a amostra estudada possui mais de 30 observações e sua heterocedasticidade, com o teste de Leneve.

As variáveis qualitativas serão avaliadas através de tabela cruzada e teste Qui-quadrado, por este ser um dos mais antigos e mais usados em estatística, o qual permite testar o grau de associação existente entre variáveis qualitativas ou categóricas.

Conforme resultado obtidos nos testes de normalidade e homoscedasticidade será avaliado a aplicação do teste paramétrico, Anova, ou do teste não paramétrico, *Kruskal-Wallis*.

Dias Filho e Corrar (2007) descrevem como requisitos do modelo:

- para que este possua maior estabilidade deve incluir todas as suas variáveis preditoras;
- Quanto aos erros:

- (1) o seu valor esperado deve ser zero;
- (2) não pode existir autocorrelação entre eles; e
- (3) não pode haver correlação entre eles e as variáveis independentes.
- Não pode haver multicolinearidade perfeita entre as variáveis independentes, pois isto dificulta uma estatística precisa, amplia os intervalos de confiança, sensibiliza os estimadores de MQO e seus erros padrão. Portanto a multicolinearidade será testada através do teste de *Variance Inflation Factor (VIF)*, ou ainda Fator de Inflação da Variância que, de acordo com Gujarati e Porter (2011), definem como regra prática que se o FIVj de uma variável for maior que dez, essa variável será tida como altamente colinear.

A capacidade do modelo em estimar a probabilidade associada à ocorrência de certo evento será determinada pelo teste *Likelihood Value (-2LL)* o qual, aferindo valores mais próximos a zero, indica um maior poder preditivo do modelo como um todo (DIAS FILHO; CORRAR, 2007). O -2LL é a probabilidade logarítmica do modelo ajustado. É usado no teste Qui-Quadrado da Razão de Verossimilhança, para saber se todos os coeficientes de regressão dos preditores no modelo são simultaneamente zero, e nos testes de modelos aninhados. (UCLA, 2021)

O efeito da inclusão das variáveis independentes no modelo, no tocante à melhora ou piora de seu poder explicativo, foi medido pelo Pseudo – R – Quadrado de *McFadden* (DIAS FILHO; CORRAR, 2007).

A capacidade do modelo gerar estimativas e classificações confiáveis foi medida pelo teste Hosmer e Lemeshow (DIAS FILHO; CORRAR, 2007).

Para testar a qualidade do modelo, foi gerado um gráfico com a curva ROC que, segundo Fávero e colaboradores (2009), revela a capacidade do modelo em discriminar em categorias a variável dependente.

O modelo estatístico o qual será utilizado no estudo é definido pela equação:

$$f(Z) = \frac{1}{1 + e^{-(Z)}}$$

$$Z = \ln \left(\frac{P(\text{Resultado } 1|X)}{P(\text{Resultado } 0|X)} \right) = \alpha - \beta_1 \% \text{Ágio} - \beta_2 \Delta \text{PerfilDívida} - \beta_3 \Delta \text{CF} - \beta_4 \text{DFTC}_1 - \beta_5 \text{DFTC}_2 - \beta_6 \text{DFTC}_3 - \beta_7 \text{DFTC}_4 + \beta_8 \text{MTB} + \beta_9 \% \text{CX} + \beta_{10} \Delta \text{PIB} + \beta_{11} \text{DAtiv}_1 + \beta_{12} \text{DAtiv}_2 + \beta_{13} \text{LogA}$$

$$Z = \ln \left(\frac{P(\text{Resultado } 1|X)}{P(\text{Resultado } 0|X)} \right) = \alpha - \beta_1 \% \text{Ágio} - \beta_2 \Delta \text{PerfilDívida} - \beta_3 \Delta \text{CF} - \beta_4 \text{DFTC}_1 - \beta_5 \text{DFTC}_2 - \beta_6 \text{DFTC}_3 - \beta_7 \text{DFTC}_4 + \beta_8 \text{MTB} + \beta_9 \% \text{CX} + \beta_{10} \Delta \text{PIB} + \beta_{11} \text{DAtiv}_1 + \beta_{12} \text{DAtiv}_2 + \beta_{13} \text{LogA}$$

++ ε

$$Z = \ln \left(\frac{P(\text{Resultado } n|X)}{P(\text{Resultado } 0|X)} \right) = \alpha - \beta_1 \% \text{Ágio} - \beta_2 \Delta \text{PerfilDívida} - \beta_3 \Delta \text{CF} - \beta_4 \text{DFTC}_1 - \beta_5 \text{DFTC}_2 - \beta_6 \text{DFTC}_3 - \beta_7 \text{DFTC}_4 + \beta_8 \text{MTB} + \beta_9 \% \text{CX} + \beta_{10} \Delta \text{PIB} + \beta_{11} \text{DAtiv}_1 + \beta_{12} \text{DAtiv}_2 + \beta_{13} \text{LogA}$$

$$Z = \ln \left(\frac{P(\text{Resultado } n|X)}{P(\text{Resultado } 0|X)} \right) = \alpha - \beta_1 \% \text{Ágio} - \beta_2 \Delta \text{PerfilDívida} - \beta_3 \Delta \text{CF} - \beta_4 \text{DFTC}_1 - \beta_5 \text{DFTC}_2 - \beta_6 \text{DFTC}_3 - \beta_7 \text{DFTC}_4 + \beta_8 \text{MTB} + \beta_9 \% \text{CX} + \beta_{10} \Delta \text{PIB} + \beta_{11} \text{DAtiv}_1 + \beta_{12} \text{DAtiv}_2 + \beta_{13} \text{LogA}$$

++ ε

Para a estimação dos coeficientes do modelo, a categoria de variável dependente utilizada como referência será a “SF positiva inalterada”, e o intervalo de confiança do modelo será de 90%. Sob os mesmos parâmetros será estimado o Razão Relativa de Risco (RRR).

O RRR corresponde ao Coeficiente exponenciado fornece uma estimativa do risco relativo, ou ainda são comumente interpretados como razões de chance. A interpretação padrão das razões de risco relativo é para uma mudança de unidade na variável preditora, espera-se que a razão de risco relativo do resultado m em relação ao grupo de referência mude por um fator da estimativa do respectivo parâmetro, dado que as variáveis no modelo são mantidas constantes (UCLA, 2021).

2.5 HIPÓTESES

Com a construção das variáveis e aplicação do Modelo descrito, será testada a veracidade das seguintes hipóteses de pesquisa:

Primeira hipótese (H1) – Operações de F&A afetam a SF das empresas adquirentes no pós-fusão quando consolidada.

Vieira e colaboradores (2017), verificaram que a SF pós-fusão das companhias piorou. A fim de confirmar ou não este achado, neste estudo a SF será analisada, diferente de Vieira e colaboradores (2017), neste estudo, será utilizado demonstrações financeiras anuais e não trimestrais para comparar a SF das adquiridas em dezembro do ano imediatamente anterior à operação, com a SF em dezembro do segundo ano após sua realização. Desta forma aqui pretende-se diminuir o efeito da sazonalidade apresentada nos relatórios trimestrais, uma vez que serão comparados períodos iguais em anos diferentes.

Outra diferença que se aplicará neste estudo é que o período *ex-post* não será o ano imediatamente após a consolidação, pois conforme defendido por Quah e Young (2005), os processos de integração sinérgica começam a ser estabelecidos a partir do segundo ano, no período de pós-fusão.

Nesta pesquisa o período analisado será superior ao de Vieira e colaboradores (2017), e abrangerá mais operações se utilizando de modelo estatístico mais robusto e informativo.

Segunda hipótese (H2) – Operações com ágio são mais propensas em afetar negativamente a SF consolidada em dezembro do segundo ano *ex-post* à operação

Berkovitch e Narayanan (1993), explicam, através da análise das variáveis de Retornos Anormais, o motivo pelo qual uma F&A foi originada, sendo bem-sucedida Sinergia Financeira e sendo malsucedida Arrogância ou Agência. Segundo os autores, o motivador de F&A arrogância não gera sinergia financeira, pois tais operações decorrem de uma avaliação superestimada do gestor dos ganhos dessas operações.

Devido a própria definição do ágio, caracterizado pelo excedente da contrapartida exercida pela aquisição do valor justo apurado, por ser bastante subjetiva e não divulgada sua composição, o ágio pode conter uma avaliação superestimada da adquirida, daí em operações que não melhoram a SF é um indicador dos motivadores Arrogância e Agência.

Terceira hipótese (H3) - As operações realizadas por adquirentes que aumentaram o indicador Perfil da Dívida, no período compreendido entre dezembro do exercício *ext-ante* à F&A (pré-fusão) e até dezembro do segundo ano *ex-post* (pós-fusão), são menos propensas em afetar positivamente a SF das companhias consolidadas.

Kim e Mcconell, 1977, entenderam que as empresas resultantes de F&A endividam-se mais do que a soma delas em separado. Resta saber se o perfil deste endividamento resulta em uma melhor SF e é fruto/provedor de uma sinergia financeira;

A variação do perfil da dívida está negativamente relacionada à SF, uma vez que as empresas combinadas poderão dispor de mais recursos de longo prazo em consequência direta das F&A, bem como pelo favorecimento obtido pelo maior porte da empresa combinada que resulta em um maior poder de barganha e alavancagem (CAMARGOS; BARBOSA, 2005).

Quarta hipótese (H4) – As operações realizadas por adquirentes que aumentaram seu Ciclo Financeiro, no período compreendido entre dezembro do exercício *ext-ante* à F&A até dezembro do segundo ano *ex-post*, estão mais propensas em afetar negativamente a SF das companhias consolidadas.

Com o aumento do poder de mercado, oriundo da combinação das empresas, as negociações de prazos com clientes e fornecedores podem ser estabelecidas em condições mais favoráveis (PORTER, 1947). As empresas com ciclo financeiro reduzido possuem SF excelente (MARQUES; BRAGA, 1995).

Quinta hipótese (H5) – O objetivo de F&A, conforme classificação FTC, Horizontal e de extensão de mercado, está mais propensa em melhorar a SF consolidada do que em outras classificações.

Quanto melhor o ajuste estratégico entre a empresa adquirente e a adquirida, ou seja, quanto mais os respectivos ambientes das duas empresas têm características uniformes - maior deve ser o ganho de desempenho para a empresa adquirida (LUBATKIN, 1983).

Sexta hipótese (H6) – Operações em que a adquirente possui maior MTB, estão mais propensas em melhorar a SF do consolidado no período de dois anos *ext-post* à operação.

Segundo Rousseau (2006), empresas que apresentam Q de Tobin elevado são mais propensas a aumentar seu Capital Social com F&A, ao passo que organizações com elevados valores de Q de Tobin possuem maior capacidade de aumentar o valor dos ativos das empresas adquiridas, sendo que aquelas com as melhores tecnologias, buscam crescimentos proporcionais em seus Capitais Sociais que sejam suficientes para superar os custos de transação associados às fusões (ROUSSEAU, 2006).

Fama e Barros (2010), defendem que empresas com Q de Tobin baixo são mais propensas a realizarem sobre-investimento destruindo recursos do acionista.

Cabe a este estudo confirmar se as companhias eficientes em gerar valor de mercado ao adquirir novos investimentos melhoram a SF consolidada;

Sétima hipótese (H7) – As operações financiadas com caixa estão mais propensas a contribuir para uma melhora da SF consolidada até dezembro do segundo ano *ext-post* operação, na comparação com as operações realizadas com ações ou de forma mista.

Ghosh (2001) evidencia em seu estudo que o meio de pagamento utilizado na F&A se relaciona com a variação do Fluxo de Caixa Operacional. Segundo o autor o fluxo de caixa operacional cresce significativamente após as aquisições em dinheiro. As aquisições em caixa apresentam maior sucesso no gerenciamento dos ativos das empresas combinadas. Resta saber se o meio de pagamento utilizado se relaciona com a obtenção ou não da sinergia financeira;

Em síntese, a confirmação ou não das hipóteses revelará se a variação na SF está relacionada aos seguintes fatores da operação de F&A:

- A motivação da operação, quando esta não é a busca pela sinergia financeira;
- A modificação dos prazos no gerenciamento do capital de giro, em razão de uma estrutura organizacional melhor e que eleve a capacidade em obter dívidas com menores taxas de juros e períodos mais longos;
- A estratégia definida pela adquirente, conforme classificação FTC, para sua expansão;
- A capacidade da adquirente em criar valor para a investida, dado seu maior domínio tecnológico, definida pelo seu MTB; e
- O meio de pagamento utilizado na F&A.

Expondo desta forma como a operação afetou a SF consolidada no período de análise.

3 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

3.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A tabela 2 relata os resultados da análise descritiva das variáveis quantitativas do modelo.

Tabela 2 – Estatística Descritiva

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
%Ágio	-42546%	4200%	-83%	2503%	-3018%
Δ PerfilDívida	-100%	63445%	281%	3717%	1325%
Δ CF	-3729%	6476%	-49%	533%	-1092%
MTB	-12	13	3	2	92%
%CX	0%	100%	92%	26%	28%
Δ PIB	-284%	2000%	129%	643%	498%
LogA	4,39101	8,77753	6,63342	0,68689	10%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A operação em que a variável %Ágio foi a menor, deságio de 42.546%, foi a aquisição da *Atkore International* Industria e Comércio de Aço pela Panatlântica S.A realizada em agosto de 2013. A Atkore antes da operação já possuía uma SF sólida e assim permaneceu a SF do grupo, não tendo melhorado, por mais que tenha sido a operação com a maior proporção do valor de ganho por compra vantajosa sobre o valor da operação.

A operação em que o %Ágio foi o maior de 4.200%, foi a aquisição da Ktorres Beneficiamento de Plásticos Ltda pela Cremer S.A., realizada em julho de 2012. A Ktorres possuía SF sólida antes da operação e assim se manteve a SF do grupo, ainda que nesta operação tenha apresentado a maior proporção de ágio sobre o valor da operação.

A adquirente Brasil Brokers, apresentou o menor percentual para a variável Δ Perfil Da dívida, na comparação entre dezembro de 2010 e dezembro de 2013, período no qual, ocorreram as aquisições dos investimentos: Imóveis no Morumbi Administração e Serviços, *Socied, Unnamed Target*, VB Assessoria Imobiliária Ltda, *Home Hunters* e Galvão Venda de Imóveis Ltda. Em 2010, 100% de sua dívida onerosa se concentrava no curto prazo, já em 2013 não possuía mais dívida onerosa e a SF do consolidado permaneceu sólida.

Drogasil S.A. revelou o maior percentual de variação para esta variável na comparação dos períodos de 2014 e 2017, ocasião em que adquiriu a 4Bio Medicamentos S.A., cujo percentual passou de 0,05% para 32,12%. O aumento da dívida onerosa de curto prazo da adquirente pode ter refletido na variação de sua SF que era sólida e que quando consolidada com a adquirida piorou, tornando-se insatisfatória.

A adquirente *Aliansce Shopping Center S.A* reduziu seu ciclo financeiro, (-3729%), durante o período de dezembro de 2014 (antes da aquisição do *Shopping da Bahia*) e dezembro do segundo ano *ex-post*, em 2017. A redução do prazo entre o pagamento aos fornecedores e o recebimento de clientes, não acarretou a alteração na SF do consolidado, que permaneceu sólida, assim como era a da adquirente.

A Petrório elevou seu ciclo financeiro (6476%), entre o período de dezembro de 2010 (antes da aquisição da *UNX Energy Corp.* UNX) e dezembro do segundo ano após, em 2013. O aumento do prazo entre o pagamento aos fornecedores e o recebimento de clientes, não acarretou alteração na SF do consolidado, que permaneceu excelente, assim como era a da adquirente.

A companhia com menor MTB, -12%, a efetuar aquisições foi a Bombril S.A., que adquiriu em 2011 a *Brand Portfolio/Brazil - Brill Cosméticos*, a qual já estava com uma SF insatisfatória antes da aquisição e se tornou péssima em dezembro do segundo ano *ex-post*. Essa performance era esperada, uma vez que a Companhia, à época da F&A, tinha a menor capacidade de gerar riqueza com seus investimentos dentro da amostra.

A adquirente com maior MTB (13%) foi a *International Meal Co Alimentação S.A.*, que adquiriu em 2012 as empresas: Marcas Comestíveis Ltda, *Orange Fantasy* Lanchonetes Ltda, Squadro Lanchonetes Ltda (Batata Inglesa), Rede J&C Delícias, Solidar Convivência Loja de Conveniência Ltda, Auto Posto Eco Brasil Ltda e *Wraps & Go Fresh brands*. A SF, que era de alto risco antes das aquisições, tornou-se um pouco melhor, porém ainda classificada como insatisfatória, no período pós-aquisição. Ser a Companhia que possui a maior capacidade de gerar riquezas com seus investimentos pode ter contribuído para esta melhora.

A duração de três anos em que aconteceram aquisições e que ocorreu a variação negativa do PIB mais expressiva, foi o período econômico mais desafiador, em especial de 2012 a 2015. Nesse período a variação foi de 284% negativa, mudando de 1,9% para -3,5%. As operações ocorridas em 2013 se acham listadas no quadro 11. Embora a expectativa fosse que essas operações piorassem na SF consolidada, apenas a SF da Aliansce Shopping Center S.A. piorou. Em contrapartida, o período de variação do PIB mais positiva ocorreu entre 2009 e 2012, alterando de -0,1% para 1,9%, ou seja, variação positiva de 2000%, logo um período economicamente melhor. As aquisições realizadas em 2010 encontram-se expostas no quadro 12. O excelente momento econômico pode ter contribuído para a melhora da SF apenas da Brasken S. A. e da PDG Realty SA Empreendimentos e Participações.

Quadro 11 – Aquisições realizadas em 2013

Adquirente	Adquirida	SF ex-ante	SF ex-post
Aliance Shopping Center AS	Shopping Parangaba	Sólida	Péssima
Anima Holding AS	HSM do Brasil Ltda,HSM Educacional AS	Péssima	Sólida
Duratex AS	ThermoSystem Industria Eletro Eletronica Ltda	Sólida	Sólida
Estacio Participações AS	Faculdade de Ciências Sociais e Tecnológicas	Sólida	Sólida
	Associação de Ensino de Santa Catarina		
International Meal Co Alimentacao AS	Rede de restaurantes Gino's	Péssima	Sólida
	Auto Posto Mirante Benetton Ltda		
JBS AS	Agrovêneto S.A. Indústria de Alimentos	Insatisfa tória	Insatisfa tória
	Capital Joy Holding		
	Grupo Zenda		
	Seara Brasil assets		
	Frigorífico Independência		
	XL Foods		
	Agil Armazéns Gerais Imbituba Ltda		
Linx AS	LZT Solucoes em Informatica Ltda	Sólida	Sólida
	Direção Processamento de Dados Ltda. (“DIREÇÃO”)		
Localiza Rent a Car AS	Localiza JF Aluguel de Carros Ltda	Excelent e	Excelent e
Magazine Luiza AS	Campos Floridos Comercio de Cosmeticos Ltda	Insatisfa tória	Sólida
Magnesita Refratários AS	Reframec Manutencao e Montagens de Refratarios LTD	Sólida	Sólida
	Dalian Mayerton Refractories Co. Limited		
Minerva AS	Mato Grosso Bovinos AS	Sólida	Sólida
Panatlântica AS	Atkore International Industria e Comercio de Aco e	Sólida	Sólida
São Carlos Empreendimentos e Participações AS	Tower A at EZ Towers complex	Sólida	Sólida
Saraiva SA - Livreiros e Editores	Editora Erica Ltda	Insatisfa tória	Insatisfa tória
Ser Educacional AS	Uniao de Ensino Superior do Para	Péssima	Sólida
Sinqia AS	Drive Consultoria e Informatica Ltda	Sólida	Sólida
Totvs AS	Ciashop	Sólida	Sólida
	Seventeen Tecnologia da Informacao em Informatica		
	Solucoes em Software e Servicos TTS Ltda,Webstrategie Software Ltda		
	PRX Solucoes em Gestao Agroindustrial Ltda,P2RX Solucoes em Software AS		
	W&D Participacoes AS		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quadro 12 – Aquisições realizadas em 2010

Adquirente	Adquirida	SF ex-ante	SF ex-post
Amil Participações AS	Excelsior Med AS	Muito ruim	Muito ruim
	Assistencia a Saude Ltd		
	Empresa de Servicos Hospitalares Ltda		
	Hospital Samaritano		
Anhanguera Educacional Participações AS	Sociedade Educacional Plinio Leite S/S Ltda	Sólida	Sólida
BHG SA - Brazil Hospitality Group	2 Hotels/Belem	Excelente	Péssima
	Hotel Odara		
Braskem AS	Braskem Qpar AS	Alto Risco	Excelente
	Braskem PP Americas		
	Unipar Comercial e Distribuidora AS		
Diagnósticos da América AS	Instituto de Endocrinologia e Medicina Nuclear de	Sólida	Sólida
Eneva AS	Nova - Sistemas de Energia Ltda	Sólida	Péssima
Eternit AS	Monier Tegula Solucoes para Telhados Ltda	Sólida	Sólida
Fleury AS	DI Servicos Medicos Ltda,DI Medicos Associados Ltda	Sólida	Sólida
Gerdau AS	Cleary Holdings Corp	Sólida	Insatisfatória
	Gerdau Ameristeel Corporation		
	Tamco		
	Aços Villares AS e Prontooffer Ltda		
Karsten AS	Romaria Empreendimentos Ltda	Insatisfatória	Insatisfatória
Mangels Industrial AS	Superficie Ltda	Sólida	Sólida
	Koga & Cia Ltda		
Marfrig Global Foods AS	Grupo SEARA	Sólida	Insatisfatória
	Gideny S.A. (Grupo Zenda		
	Keystone Foods		
	Poultry plant		
MMX Mineração e Metálicos AS	GVA Mineracao Ltda	Péssima	Muito ruim
PDG Realty SA Empreendimentos e Participações	Agre Empreendimentos Imobiliarios AS	Insatisfatória	Sólida
Terra Santa Agro AS	Maeda SA Agroindustrial	Sólida	Insatisfatória
Ultrapar Participações AS	Distribuidora Nacional de Petroleo Ltda	Sólida	Sólida
Vale AS	Vale Fertilizantes AS	Sólida	Sólida

Fonte: Elaborado pelo autor.

No que diz respeito à variável %CX, cerca de 89% do universo estudado, (equivalente a 261 observações), apresenta valores para a variável igual a 100%, o que demonstra o perfil destas operações quando a adquirente é brasileira.

A adquirente que exibiu menor LogA, portanto a menor empresa do universo estudado, foi a KOL Soluções em Gestão do Conhecimento Ltda. Esta organização adquiriu, em 01/09/2016, a DTCOM *Direct to Co S.A*, ao passo que sua SF consolidada se manteve muito ruim, como antes da F&A. Por outro lado, a adquirente que revelou maior LogA foi a Petróleo Brasileiro

S/A, maior empresa do universo estudado, que adquiriu, em 29/07/2011, a Gás Brasileiro Distribuidora S/A. A SF consolidada manteve-se sólida como antes da F&A.

De maneira geral, percebe-se que no conjunto das operações há em média deságio de 83%. Além disso, em média o Perfil da Dívida aumentou cerca de 281% e o ciclo financeiro diminuiu 49%, entre o período anterior à F&A e dois anos após a operação.

Quanto à dispersão das variáveis, observa-se na tabela 2 que as variáveis Δ PerfilDívida, Δ PIB, MTB, Δ CF e %Ágio, apresentaram dados heterogêneos, uma vez que expressaram coeficiente de variação maior que 30% (FÁVERO *et al.*, 2009). Já o %CX e LogA expuseram dados mais homogêneos.

3.2 QUALIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Conforme estabelecido na subseção 2.3, na busca de um modelo alternativo será avaliado se há diferença nas médias das variáveis independentes quantitativas e qualitativas, com base na variação/ permanência da SF correspondente a variável dependente. Esta análise contribui para a formação de um modelo com menos variáveis independentes, bem como poderá contribuir para a robustez dos achados do modelo logit.

O pressuposto de não multicolinearidade perfeita entre as variáveis será testado por meio do teste *VIF*.

3.2.1 Variáveis quantitativas

A fim de estabelecer o teste de média aplicável as variáveis, estas serão examinadas no tocante a suas principais características.

a) Teste de normalidade

A tabela 3 relata os resultados obtidos a partir do programa STATA, do teste *Shapiro Wilk*, assim como revela que a hipótese nula de que a distribuição é normal deve ser rejeitada, a um nível de significância de 10%, para todas as variáveis, uma vez que todos os Prob>z (p-valor) apresentados foram inferiores a 0,10.

Tabela 3 – Resultado do teste Shapiro Wilk

Variável	Obs	W	V	Z	Prob>z
%Ágio	293	0.05424	197.322	12.391	0.00000
Δ PerfilDívida	293	0.05008	198.189	12.402	0.00000
Δ CF	293	0.30497	145.010	11.669	0.00000
MTB	293	0.79771	42.206	8.775	0.00000
%CX	293	0.85186	30.908	8.045	0.00000
Δ %PIB	293	0.53155	97.737	10.744	0.00000
LogA	293	0.98407	3.324	2.817	0.00243

Fonte: Elaborada pelo autor.

b) Teste de Variância

Ainda a tabela 3 demonstre não tenha sido constatado normalidade em nenhuma das variáveis do modelo, para fins de ratificação do tipo de teste de média a ser utilizado, segue na tabela 4 os resultados do teste Levene, ao nível de significância de 10%, para a verificação da homogeneidade das variâncias, pressuposto para comparação de duas ou mais amostras. Observa-se que apenas a variável %Ágio possui homoscedasticidade.

Tabela 4 – Teste Levene

Variável	W0	Pr > F
%Ágio	0.42002437	0.8895271
Δ PerfilDívida	3.6025712	0.00097909
Δ CF	6.9742241	0.00000011
MTB	12.106709	0.00000000
%CX	13.8951414	0.00000000
Δ %PIB	12.2799161	0.00000000
LogA	4.4638727	0.00009876

Fonte: Elaborado pelo autor.

c) Teste de Kruskal Wallis

Conforme exposto na Tabela 3, nenhuma das variáveis quantitativas possui distribuição normal, ao passo que a Tabela 4 revela que apenas o %Ágio possui homoscedasticidade. Isso significa que não é possível realizar um teste paramétrico para identificação da igualdade das médias. As variáveis foram distribuídas segundo a variação/permanência da SF em amostras diferentes e, assim, foi verificado se suas distribuições são iguais. O resultado é exposto na tabela 5.

Tabela 5 – Resultado do teste Kruskal-Wallis

Variável	<i>chi-squared</i>	<i>Probability</i>
%Ágio	38.133	0.0001
Δ PerfilDívida	42.575	0.0001
Δ CF	36.455	0.0001
MTB	35.279	0.0001
%CX	7.470	0.3808
Δ %PIB	13.454	0.0618
LogA	62.201	0.0001

Fonte: Elaborada pelo autor.

A partir dos resultados, cabe ressaltar que não houve empates entre nenhum dos postos e a estatística não precisou ser corrigida. A hipótese nula de que as distribuições são iguais pode ser descartada, a um nível de significância de 5% para todas as variáveis, exceto para %CX e Δ %PIB. Isso mostra que praticamente todas as variáveis dependentes são relevantes para a discriminação do impacto das F&A sobre a SF das adquirentes.

3.2.2 Variáveis qualitativas

Nas tabelas 6 e 7, observa-se que do universo estudado, 189 empresas permanecem na mesma SF, 53 empresas pioram sua SF e a minoria de 51 melhoram a SF, conforme a classificação AD.

Nas tabelas 6 e 7 são relatados os resultados obtidos para as variáveis categóricas do modelo, permitindo identificar que se rejeita a hipótese nula, de que as *Dummies* de classificação FTC e Atividade Econômica possuem distribuição igual, portanto estas *dummies* possuem relação com as categorias de SF.

Tabela 6 – Tabulação cruzada e Qui-Quadrado Classificação FTC

Variação/permanência da SF	Classificação FTC					
	Horizontal	Extensão de Produto	Vertical Progressiva	Vertical Retroativa	Conglomerado	Total
Piorou saindo de uma SF positiva para uma SF negativa	26 66.67	3 7.69	2 5.13	7 17.95	1 2.56	39 100.00
Piorou, porém, continua em uma SF positiva	2 40.00	0 0.00	0 0.00	3 60.00	0 0.00	5 100.00
Piorou de uma SF negativa para uma ainda pior	3 33.33	2 22.22	3 33.33	1 11.11	0 0.00	9 100.00
Permanece na mesma SF positiva	111 73.03	9 5.92	12 7.89	17 11.18	3 1.97	152 100.00
Permanece na mesma SF negativa	15 40.54	4 10.81	8 21.62	9 24.32	1 2.70	37 100.00
Melhorou de uma SF positiva para uma ainda melhor	3 37.50	2 25.00	0 0.00	3 37.50	0 0.00	8 100.00
Melhorou de uma SF negativa, mas permanece negativa	7 77.78	2 22.22	0 0.00	0 0.00	0 0.00	9 100.00
Melhorou de uma SF negativa para uma situação positiva	23 67.65	1 2.94	2 5.88	8 23.53	0 0.00	34 100.00
Total	190 64.85	23 7.85	27 9.22	48 16.38	5 1.71	293 100.00

Pearson chi2(28) = 49.8251 Pr = 0.007

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 7 – Tabulação cruzada e Qui-Quadrado Atividade econômica

Variação/permanência da SF	Atividade Econômica			Total
	Comércio	Indústria	Serviço	
Piorou saindo de uma SF positiva para uma SF negativa	10 25.64	16 41.03	13 33.33	39 100.00
Piorou, porém, continua em uma SF positiva	3 60.00	1 20.00	1 20.00	5 100.00
Piorou de uma SF negativa para uma ainda pior	0 0.00	6 66.67	3 33.33	9 100.00
Permanece na mesma SF positiva	8 5.26	47 30.92	97 63.82	152 100.00
Permanece na mesma SF negativa	3 8.11	28 75.68	6 16.22	37 100.00
Melhorou de uma SF positiva para uma ainda melhor	4 50.00	1 12.50	3 37.50	8 100.00
Melhorou de uma SF negativa, mas permanece negativa	4 44.44	2 22.22	3 33.33	9 100.00
Melhorou de uma SF negativa para uma situação positiva	10 29.41	9 26.47	15 44.12	34 100.00
Total	42 14.33	110 37.54	141 48.12	293 100.00
Pearson chi2(14) = 80.9559 Pr = 0.000				

Fonte: Elaborada pelo autor.

3.2.3 Multicolinearidade entre as Variáveis

A tabela 8 demonstra se há multicolinearidade entre as variáveis e evidência que não há variável que a apresente.

Tabela 8 – Teste VIF de multicolinearidade entre as variáveis

Variável	VIF	1/VIF
%Ágio	1.05	0.948659
△PerfilDívida	1.04	0.957814
△CF	1.18	0.847627
D FTC1 - F&A para extensão do Produto;	1.10	0.911513
D FTC2 - F&A Vertical progressiva;	1.19	0.839117
D FTC3 - F&A Vertical retroativa;	1.31	0.760919
D FTC4 - F&A Conglomerado;	1.06	0.942926
MTB	1.25	0.800227
%CX	1.14	0.873535
△%PIB	1.05	0.954452
D ATIV1 – Comércio	1.55	0.645609
D ATIV2 – Indústria	1.72	0.581992
LogA	1.33	0.752895
Mean VIF 1.23		

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3 RESULTADOS DOS MODELOS

Após as análises descritivas e da qualificação das variáveis foram realizadas análises com os modelos logit multinomial, a fim de verificar o impacto das variáveis descritas no quadro 10

sobre a variação/permanência da SF. Inicialmente foram aplicadas todas as 14 variáveis e, em seguida, foi desenvolvido um modelo alternativo composto apenas pelas variáveis que possuem distribuição distintas, conforme teste Kruskal Wallis reportado na tabela 5, assim como das Tabelas Cruzadas e testes Quiquadrados apresentados nas tabelas 6 e 7.

A tabela 9 mostra a comparação dos principais testes de conformidade dos modelos.

3.3.1 Comparação do modelo completo com o modelo alternativo

Para uso da regressão logística, relaxou-se o pressuposto da normalidade, conforme sugestão de Brooks (2002). Isto é possível em virtude da quantidade de observações.

Os resultados dos testes realizados nos modelos completo versus alternativo encontram-se na tabela 9.

Tabela 9 – Comparativo entre os modelos

Descrição	Modelo Completo	Modelo Alternativo
Significância dos coeficientes dos Modelos		
Log likelihood =	-277.3466	-312.634
chi-squared statistic	325.40	254.829
degrees of freedom =	90	77
Prob > chi-squared =	0.0000	0.000
Pseudo R2 (McFadden's R2)	0.3697	0.2895
McFadden's Adj R2:	0.115	0.071
Hosmer and Lemeshow		
chi-squared statistic	39.486	69.148
degrees of freedom =	56	56
Prob > chi-squared =	0.954	0.112
Área sob a curva ROC	0,873292	0,786758

Fonte: Elaborada pelo autor.

No que concerne à capacidade do modelo em estimar a probabilidade da variação/permanência da SF e ajuste do modelo, medido pelo Log Likelihood (-2LL), tem-se que o modelo completo possui um maior potencial, bem como ambos os modelos possuem variáveis com significância estatística.

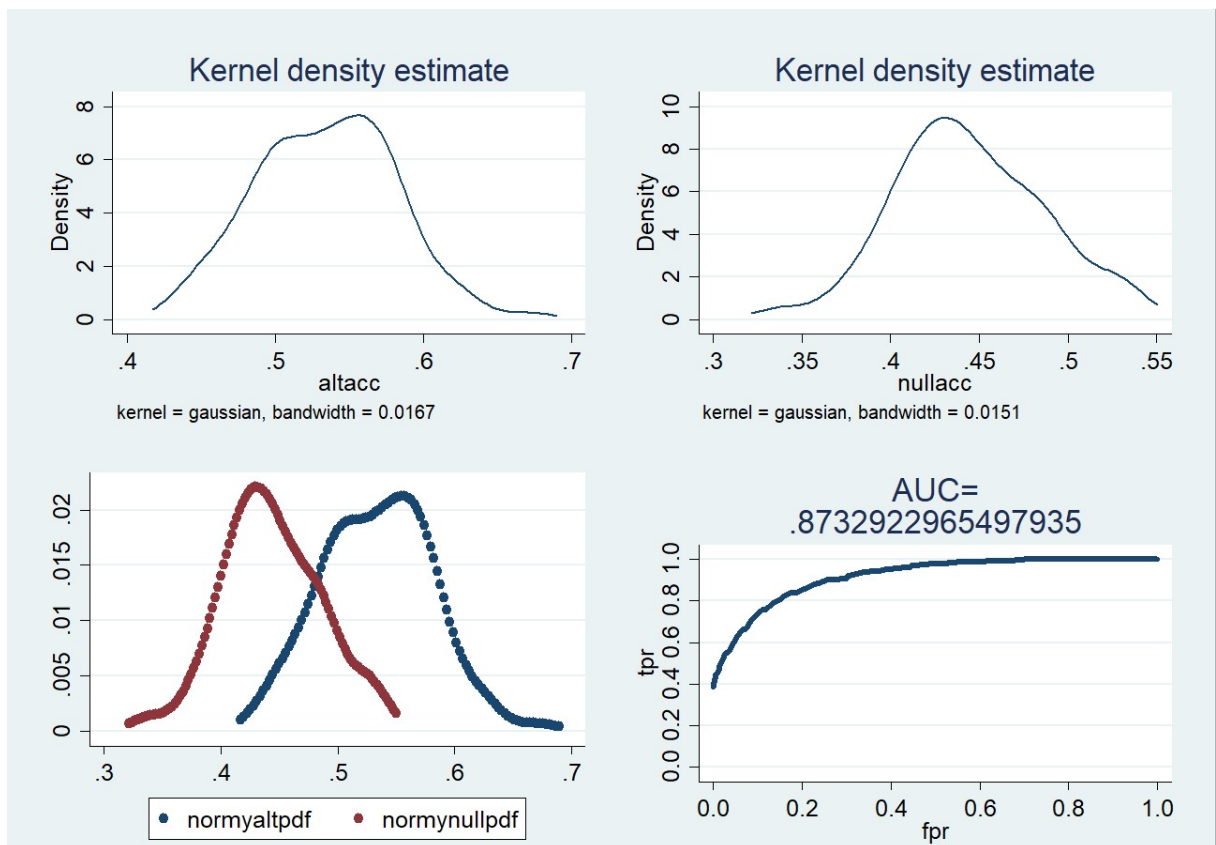
O coeficiente (Pseudo R2), que expressa a variação de percentual do -2LL do modelo que considera apenas a constante e o -2LL que incorpora as variáveis explicativas, comprova que o modelo completo apresenta um Pseudo R2 maior que o modelo alternativo, o que significa que o modelo completo apresenta uma melhor qualidade das predições e maior poder explicativo. O McFadden's Adj R2 dos dois modelos são ligeiramente menores.

A significância do teste, que realiza a comparação das frequências preditas com as observadas, (Hosmer e Lemeshow), suporta que ao nível de significância de 10%, e com 56 graus de

liberdade, nos dois modelos não se rejeita a hipótese nula de que as frequências observadas e esperadas são iguais.

Segue o gráfico 1 e o gráfico 2 onde são exibidas a área sob a curva ROC. do modelo completo que é de 0,8733. Já no gráfico 2 é exposta a área sob a curva ROC do modelo alternativo, que é de 0,7868. Isso indica que os modelos têm bons poderes explicativos e que o do modelo completo é melhor que o modelo alternativo.

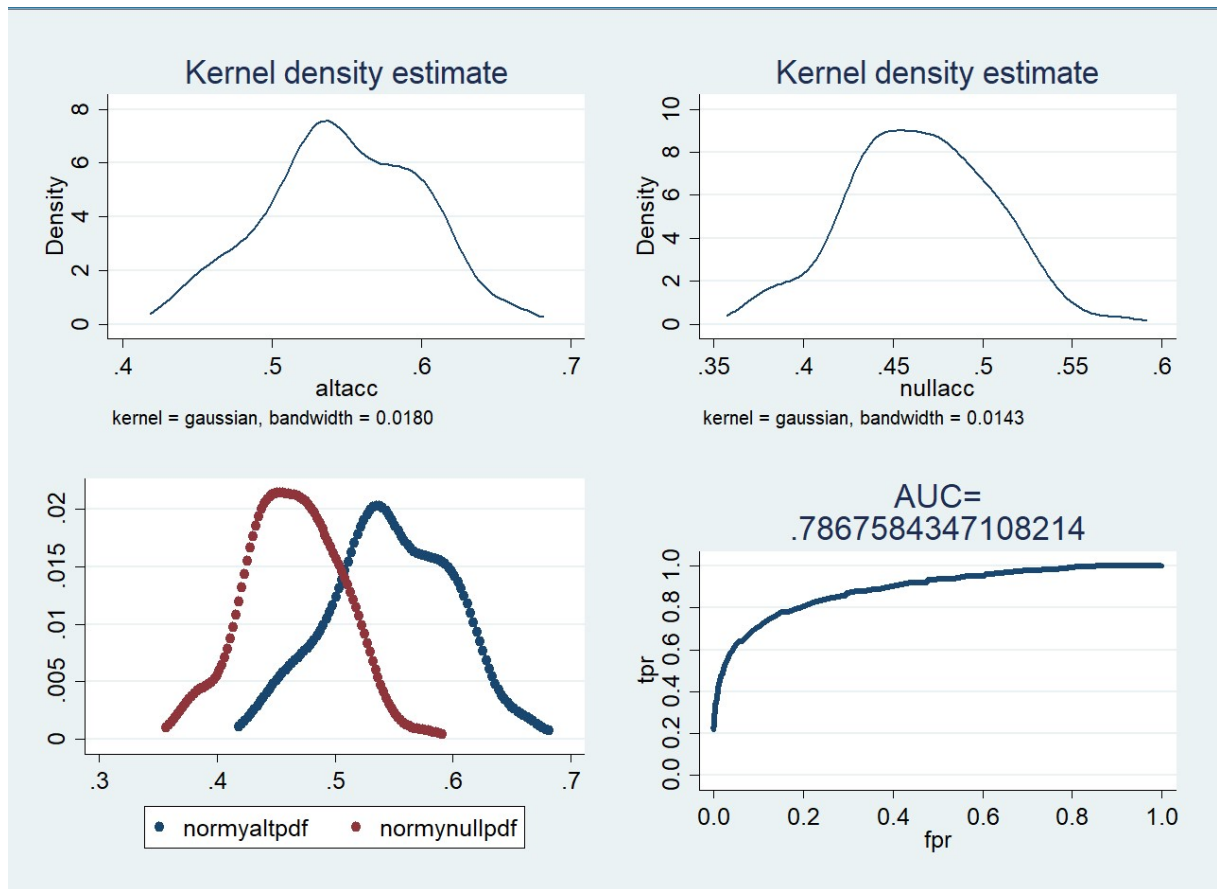
Gráfico 1 – Curva ROC do modelo completo



Fonte: Elaborado pelo autor por meio do STATA.

A área sob a curva ROC. do modelo completo é de 0,8733 o que indica que o modelo tem um bom poder explicativo.

Gráfico 2 – Curva ROC do modelo alternativo



Fonte: Elaborado pelo autor por meio do Stata.

A curva ROC. do modelo alternativo é de 0,7868, isso também indica que este tem um bom poder explicativo, porém seu poder explicativo é inferior ao do modelo completo.

Apesar de o teste de média *Kruskal Wallis* reportar que as variáveis %CX e $\Delta\%$ PIB, não apresentam diferenças de médias estatisticamente significativas, a extração destas variáveis do modelo completo implica na perda do poder explicativo e da qualidade das predições deste. Em razão disso segue a análise do modelo completo.

3.3.2 Análise do Modelo Completo

Nas tabelas de 10 a 16 são reportados os resultados da análise de regressão logística para a identificação das características associadas à variação/permanência da SF da adquirente pré-fusão quando no pós-fusão consolidada, onde a variação/permanência da SF “continuou em uma SF positiva”, foi escolhida como parâmetro para a comparação do modelo, uma vez que esta apresenta maior quantidade de observações.

Tabela 10 – Parâmetros do Modelo - Piorou saindo de uma SF positiva para uma SF negativa

Variável	Coefficiente	RRR	Std.Err.	z	P> z	[90% Conf.Interval]
%Agió	(0,001426)	0,998575	0,026921	(0,05)	0,958	(0,04571) 0,04285
ΔPerfilDívida	0,011432	1,011498	0,038401	0,30	0,766	(0,05173) 0,07460
ΔCF	(0,028614)	0,971791	0,040945	(0,70)	0,485	(0,09596) 0,03873
D FTC3 - F&A Conglomerado	(0,377102)	0,685846	1,300597	(0,29)	0,772	(2,51639) 1,76219
D FTC1 - F&A para extensão do Produto	(0,153304)	0,857869	0,850063	(0,18)	0,857	(1,55153) 1,24493
D FTC2 - F&A Vertical progressiva	(1,064329)	0,344959	0,983768	(1,08)	0,279	(2,68248) 0,55383
D FTC3 - F&A Vertical retroativa	(0,329032)	0,719620	0,640939	(0,51)	0,608	(1,38328) 0,72522
MTB	(0,188316)	0,828353	0,118890	(1,58)	0,113	(0,38387) 0,00724
%CX	(2,368897)	0,093584	0,801796	(2,95)	0,003	(3,68774) (1,05006)
Δ%PIB	0,117113	1,124246	0,028341	4,13	0,000	0,07050 0,16373
D ATIV1 – Comércio	2,235835	9,354289	0,739243	3,02	0,002	1,01989 3,45178
D ATIV2 – Indústria	(1,055410)	0,348050	0,653308	(1,62)	0,106	(2,13001) 0,01919
LogA	1,822350	6,186382	0,463625	3,93	0,000	1,05976 2,58495
_cons	(11,007770)	0,000017	3,063457	(3,59)	0,000	(16,04671) (5,96883)

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados apresentados na tabela 10, que compara as probabilidades entre a SF da adquirente no pré-fusão boa permanecer uma SF consolidada no pós-fusão ao mesmo nível versus a probabilidade de que a SF da adquirente no pré-fusão positiva se torne uma SF consolidada no pós-fusão negativa demonstram que:

- Quando a contrapartida é representada com um alto percentual de caixa e equivalente de caixa é menor a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão positiva pior para uma SF consolidada pós-fusão negativa;
- Quanto maior o aumento do PIB ocorrido no período compreendido entre a pré-fusão e pós-fusão, maior é a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão positiva pior para uma SF consolidada pós-fusão negativa;
- As companhias adquirentes que exercem a atividade de comércio na comparação com as companhias que exploram a atividade de serviços, têm maior probabilidade de que a SF da adquirente no pré-fusão positiva pior para uma SF consolidada pós-fusão negativa;
- Quanto maior a empresa adquirente, maior é a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão positiva pior para uma SF consolidada pós-fusão negativa no pós-fusão;

Tabela 11 – Parâmetros do Modelo – Piorou, porém, continua em uma SF positiva

Variável	Coefficient e	RRR	Std.Err.	z	P> z	[90% Conf.Interval]	
%Ágio	(1,332031)	0,263941	0,856371	(1,56)	0,120	(2,740637)	0,076574
ΔPerfilDívida	(0,023368)	0,976903	0,181145	(0,13)	0,897	(0,321325)	0,274590
ΔCF	(0,524076)	0,592102	0,347789	(1,51)	0,132	(1,096138)	0,047987
D FTC3 - F&A Conglomerado	(14,148660)	0,000001	41.579,050	0,00	1,000	(68.405,590)	68.377,30000
D FTC1 - F&A para extensão do Produto;	(12,835030)	0,000003	4.001,1400	0,00	0,997	(6.594,1240)	6.568,454000
D FTC2 - F&A Vertical progressiva;	(580,48360)	0,000000	2.142,4120	(0,27)	0,786	(4.104,4380)	2.943,471000
D FTC3 - F&A Vertical retroativa;	1,785794	5,964316	1,476468	1,21	0,226	(0,642779)	4,214368
MTB	(0,364561)	0,694501	0,382679	(0,95)	0,341	(0,994012)	0,264889
%CX	64,629220	1,17E+28	13.275,000	0,00	0,996	(21.771,300)	21.900,5600
Δ%PIB	(0,266171)	0,766308	0,492453	(0,54)	0,589	(1,076183)	0,543842
D ATIV1 – Comércio	2,347712	10,46161	2,525971	0,93	0,353	(1,807141)	6,502566
D ATIV2 – Indústria	0,761740	2,142000	1,886292	0,40	0,686	(2,340934)	3,864414
LogA	(3,344803)	0,035267	1,416677	(2,36)	0,018	(5,675029)	(1,014577)
_cons	(48,160680)	0,000000	13.275,310	0,00	0,997	(21.884,100)	21.787,780

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados apresentados na tabela 11, que compara as probabilidades entre a SF da adquirente no pré-fusão boa permanecer uma SF consolidada no pós-fusão ao mesmo nível versus a probabilidade de que a SF da adquirente no pré-fusão excelente tornar-se uma SF consolidada no pós-fusão sólida demonstra que quanto maior a empresa adquirente menor e a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão excelente piorar para uma SF consolidada no pós-fusão Sólida.

Tabela 12 – Parâmetros do Modelo – Piorou de uma SF negativa para uma ainda pior

Variável	Coefficiente	RRR	Std.Err.	z	P> z	[90% Conf.Interval]	
%Ágio	0,015186	1,015301	0,035404	0,43	0,668	(0,043049)	0,073420
ΔPerfilDívida	(1,776358)	0,169254	2,014413	(0,88)	0,378	(5,089772)	1,537057
ΔCF	4,331804	76,081420	1,849642	2,34	0,019	1,289414	7,374194
D FTC3 - F&A Conglomerado	(1,081749)	0,339002	30.297,2	0,00	1,000	(49.835,6)	49.833,44
D FTC1 - F&A para extensão do Produto	15,408800	4,92E+06	9,208387	1,67	0,094	0,262349	30,555250
D FTC2 - F&A Vertical progressiva	17,898560	5,93E+07	9,779355	1,83	0,067	1,812956	33,984170
D FTC3 - F&A Vertical retroativa	14,891040	2,93E+06	9,396423	1,58	0,113	(0,564702)	30,346780
MTB	(1,974003)	0,138900	1,251673	(1,58)	0,115	(4,032822)	0,084815
%CX	280,961600	1,00E+122	8.717,44	0,03	0,974	(14.057,95)	14.619,87
Δ%PIB	0,110146	1,116441	0,084512	1,30	0,192	(0,028864)	0,249156
D ATIV1 – Comércio	(11,659730)	0,000009	9.034,68	0,00	0,999	(14.872,38)	14.849,06
D ATIV2 – Indústria	5,058357	157,331900	5,570928	0,91	0,364	(4,105003)	14,221720
LogA	(0,580223)	0,559774	0,903264	(0,64)	0,521	(2,065960)	0,905515
_cons	(297,804100)	0,000000	8.717,6	(0,03)	0,973	(14.636,91)	14.041,300

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados apresentados na tabela 12, que compara as probabilidades entre a SF da adquirente no pré-fusão boa permanecer uma SF consolidada no pós-fusão ao mesmo nível versus a probabilidade de que a SF da adquirente no pré-fusão negativa se tornar uma SF consolidada no pós-fusão ainda pior demonstra que:

- O acréscimo do ciclo financeiro aumenta a probabilidade de que a SF da adquirente pré-fusão negativa se torne uma SF consolidada no pós-fusão ainda pior;
- A estratégia da operação Extensão de produto, se comparada com a estratégia Horizontal e de extensão de mercado, tem uma probabilidade maior de que a SF da adquirente no pré-fusão negativa se torne uma SF consolidada no pós-fusão ainda pior;
- A estratégia Vertical Progressiva, se comparada com a estratégia Horizontal e de extensão de mercado apresenta uma probabilidade maior para que a SF da adquirente no pré-fusão negativa se torna ainda pior que a SF consolidada no pós-fusão;

Tabela 13 – Parâmetros do Modelo – Permanece em uma SF negativa

Variável	Coeficiente	RRR	Std.Err.	z	P> z	[90% Conf.Interval]	
%Ágio	0,005384	1,005398	0,014083	0,38	0,702	(0,017780)	0,028548
△PerfilDívida	(0,294664)	0,744782	0,231927	(1,27)	0,204	(0,676150)	0,086822
△CF	(0,044727)	0,956258	0,049336	(0,91)	0,365	(0,125878)	0,036424
D FTC3 - F&A Conglomerado	(0,909600)	0,402685	1,309751	(0,69)	0,487	(3,063950)	1,244749
D FTC1 - F&A para extensão do Produto;	0,298300	1,347566	0,734179	0,41	0,685	(0,909316)	1,505916
D FTC2 - F&A Vertical progressiva;	0,602771	1,827174	0,655035	0,92	0,357	(0,474666)	1,680207
D FTC3 - F&A Vertical retroativa;	0,469344	1,598945	0,575811	0,82	0,415	(0,477780)	1,416468
MTB	(0,194714)	0,823070	0,118047	(1,65)	0,099	(0,388884)	(0,000545)
%CX	(1,484842)	0,226538	0,765991	(1,94)	0,053	(2,744784)	(0,224899)
△%PIB	0,016039	1,016169	0,032836	0,49	0,625	(0,037971)	0,070049
D ATIV1 – Comércio	1,990147	7,316609	0,923797	2,15	0,031	0,470637	3,509657
D ATIV2 – Indústria	1,091662	2,979220	0,591716	1,84	0,065	0,118376	2,064947
LogA	1,059042	2,883608	0,363001	2,92	0,004	0,461958	1,656126
_cons	(7,547356)	0,000528	2,385801	(3,16)	0,002	(11,471650)	(3,623063)

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados apresentados na tabela 13, que compara as probabilidades entre a SF da adquirente no pré-fusão boa permanecer uma SF consolidada no pós-fusão ao mesmo nível versus a probabilidade de que a SF da adquirente pré-fusão negativa permanecer uma SF consolidada pós-fusão de mesmo nível têm-se que:

- As adquirentes com alto MTB estão menos propensas a que a SF da adquirente do pré-fusão negativa permanecer uma SF consolidada no pós-fusão de mesmo nível;
- Quando a contrapartida é representada com um alto percentual de caixa e equivalente de caixa é menor a probabilidade da SF da adquirente pré-fusão negativa permaneça uma SF Consolidada pós-fusão de mesmo nível;
- As companhias adquirentes que exercem a atividade de indústria na comparação com as companhias que exploram a atividade de serviços, têm maior probabilidade de que a SF da adquirente no pré-fusão negativa permaneça uma SF consolidada no pós-fusão de mesmo nível;

- As companhias adquirentes que exercem a atividade de comércio na comparação com as companhias que exploram a atividade de serviços, têm maior probabilidade de que a SF da adquirente pré-fusão negativa se mantenha uma SF consolidada pós-fusão de mesmo nível;
- Quanto maior a empresa adquirente, maior a probabilidade de a SF da adquirente no pré-fusão negativa permaneça uma SF consolidada no pós-fusão de mesmo nível;

Tabela 14 – Parâmetros do Modelo – Melhorou de uma SF positiva para uma ainda melhor

Variável	Coeficiente	RRR	Std.Err.	z	P> z	[90% Conf.Interval]	
%Ágio	(1,182506)	0,306510	0,889798	(1,33)	0,184	(2,646093)	0,281081
ΔPerfilDívida	(0,252357)	0,776967	0,492767	(0,51)	0,609	(1,062887)	0,558172
ΔCF	(0,764628)	0,465507	0,305479	(2,50)	0,012	(1,267096)	(0,262159)
D FTC3 - F&A Conglomerado	(18,674480)	0,000000	33.665,5	0,00	1,000	(55.393,57)	55.356,22
D FTC1 - F&A para extensão do Produto;	2,781062	16,136150	1,488756	1,87	0,062	0,332277	5,229847
D FTC2 - F&A Vertical progressiva;	(515,746900)	0,000000	63.702,2	(0,01)	0,994	(105.296,6)	104.265,1
D FTC3 - F&A Vertical retroativa;	(2,574529)	0,076190	2,674193	(0,96)	0,336	(6,973184)	1,824127
MTB	(1,142232)	0,319106	0,583771	(1,96)	0,050	(2,102450)	(0,182014)
%CX	89,465210	7,15E+38	9,515470	9,40	0,000	73,813650	105,11680
Δ%PIB	(0,736864)	0,478613	0,706830	(1,04)	0,297	(1,899496)	0,425768
D ATIV1 – Comércio	3,587233	36,133940	2,197030	1,63	0,103	(0,026560)	7,201025
D ATIV2 – Indústria	(5,678573)	0,003418	2,364184	(2,40)	0,016	(9,567310)	(1,789836)
LogA	3,336039	28,107580	1,378294	2,42	0,016	1,068947	5,603131
_cons	(113,856400)	0,000000	.	.	.	.	.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados apresentados na tabela 14, que compara as probabilidades entre a SF da adquirente no pré-fusão boa permanecer uma SF consolidada no pós-fusão ao mesmo nível versus a probabilidade de que a SF da adquirente pré-fusão sólida de torne uma SF consolidada no pós-fusão excelente, demonstram que:

- O acréscimo do ciclo financeiro diminui a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão sólida tornar-se uma SF consolidada no pós-fusão excelente
- A estratégia da operação Extensão de produto, se comparada com a estratégia Horizontal e de extensão de mercado, tem uma probabilidade maior de a SF da adquirente no pré-fusão sólida torne-se uma SF consolidada no pós-fusão excelente;
- As adquirentes com alto MTB estão menos propensas que a SF da adquirente no pré-fusão Sólida se torne uma SF Consolidada no pós-fusão excelente; e
- Quando a contrapartida é representada com um alto percentual de caixa e equivalente de caixa maior é a probabilidade de que a SF da adquirente pré-fusão sólida se torne uma SF consolidada pós-fusão excelente
- As companhias adquirentes que exercem a atividade de indústria comparada com as companhias que exploram a atividade de serviços menor é a probabilidade que a SF da adquirente no pré-fusão sólida melhore para uma SF consolidada pós-fusão excelente;

- Quanto maior a empresa adquirente, maior é a probabilidade de a SF da adquirente no pré-fusão sólida melhora para uma SF consolidada no pós-fusão excelente;

Tabela 15 – Parâmetros do Modelo – Melhorou de uma SF negativa, mas permanece negativa

Variável	Coeficiente	RRR	Std.Err.	z	P> z	[90% Conf.Interval]	
%Ágio	(2,315260)	0,098741	0,730187	(3,17)	0,002	(3,516311)	(1,114208)
ΔPerfilDívida	(0,019997)	0,980202	0,383445	(0,05)	0,958	(0,650707)	0,610714
ΔCF	(0,637379)	0,528676	0,274976	(2,32)	0,020	(1,089674)	(0,185085)
D FTC3 - F&A Conglomerado	(15,4600)	0,000000	28.447,3	0,00	1,000	(46.807,1)	46.776,15
D FTC1 - F&A para extensão do Produto;	1,731629	5,649848	1,64694	1,05	0,293	(0,977352)	4,440609
D FTC2 - F&A Vertical progressiva;	(993,5711)	0,000000	1.025,20	(0,97)	0,332	(2.679,9)	692,7252
D FTC3 - F&A Vertical retroativa;	(15,7528)	0,000000	1.571,30	(0,01)	0,992	(2.600,3)	2.568,802
MTB	0,362875	1,437457	0,309632	1,17	0,241	(0,146424)	0,872175
%CX	71,926410	1,73E+31	7.606,79	0,01	0,992	(12.440,13)	12.583,980
Δ%PIB	(0,049264)	0,951930	0,171360	(0,29)	0,774	(0,331125)	0,232598
D ATIV1 – Comércio	(2,972735)	0,051163	4,354619	(0,68)	0,495	(10,135440)	4,189975
D ATIV2 – Indústria	(1,738726)	0,175744	1,825246	(0,95)	0,341	(4,740988)	1,263536
LogA	(0,242409)	0,784735	1,598905	(0,15)	0,879	(2,872373)	2,387555
_cons	(74,553290)	0,000000	7.606,80	(0,01)	0,992	(12.586,62)	12.437,51

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados apresentados na tabela 15, que compara as probabilidades entre a SF da adquirente no pré-fusão boa permanecer uma SF consolidada no pós-fusão ao mesmo nível versus a probabilidade de que a SF da adquirente pré-fusão negativa melhora para uma SF consolidada no pós-fusão menos negativa tem-se que:

- Quanto maior a proporção do ágio face ao valor total da operação, é menor a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão negativa melhorar para uma SF consolidada pós-fusão menos negativa;
- O acréscimo do ciclo financeiro diminui a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão negativa torne-se uma SF consolidada no pós-fusão menos ruim

Tabela 16 – Parâmetros do Modelo - Melhorou de uma SF negativa para uma situação positiva

Variável	Coefficiente	RRR	Std.Err.	z	P> z	[90% Conf.Interval]	
%Ágio	(0,000770)	0,999230	0,026593	(0,03)	0,977	(0,044512)	0,042972
ΔPerfilDívida	(0,685447)	0,503865	0,272248	(2,52)	0,012	(1,133256)	(0,237639)
ΔCF	(0,026836)	0,973521	0,065426	(0,41)	0,682	(0,134451)	0,080780
D FTC3 - F&A Conglomerado	(20,682280)	0,000000	24.613,0	0,00	0,999	(40.505,4)	40.464,0
D FTC1 - F&A para extensão do Produto;	(1,174354)	0,309018	1,150784	(1,02)	0,308	(3,067226)	0,718517
D FTC2 - F&A Vertical progressiva;	(1,143337)	0,318754	0,997863	(1,15)	0,252	(2,784674)	0,498001
D FTC3 - F&A Vertical retroativa;	(0,409627)	0,663898	0,675299	(0,61)	0,544	(1,520394)	0,701140
MTB	(0,210033)	0,810558	0,122953	(1,71)	0,088	(0,412272)	(0,007794)
%CX	(1,295366)	0,273798	0,968323	(1,34)	0,181	(2,888116)	0,297383
Δ%PIB	0,057793	1,059495	0,033447	1,73	0,084	0,002777	0,112808
D ATIV1 – Comércio	2,527863	12,526700	0,777261	3,25	0,001	1,249382	3,806343
D ATIV2 – Indústria	(1,471915)	0,229486	0,686723	(2,14)	0,032	(2,601474)	(0,342357)
LogA	2,140277	8,501789	0,481581	4,44	0,000	1,348146	2,932407
_cons	(13,610280)	0,000001	3,304169	(4,12)	0,000	(19,045150)	(8,175405)

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados apresentados na tabela 16, que compara as probabilidades entre a SF da adquirente no pré-fusão boa permanecer uma SF consolidada no pós-fusão ao mesmo nível versus a probabilidade de que a SF da adquirente pré-fusão negativa se torne uma SF consolidada no pós-fusão positiva tem-se que:

- O aumento do indicador perfil da dívida diminui a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão negativa melhorar para sua SF consolidada pós-fusão positiva;
- As adquirentes com alto MTB estão menos propensas que a SF da adquirente no pré-fusão negativa, torna-se uma SF consolidada no pós-fusão positiva;
- Quanto maior o aumento do PIB ocorrido no período compreendido entre a pré-fusão e pós-fusão, maior é a probabilidade da SF da adquirente no pré-fusão negativa melhorar para uma SF consolidada pós-fusão positiva.
- As companhias adquirentes que exercem a atividade de comércio na comparação com as companhias que exploram a atividade de serviços, têm maior probabilidade que a SF da adquirente no pré-fusão negativa melhorar para uma SF consolidada no pós-fusão positiva.
- As companhias adquirentes que exercem a atividade de indústria comparada com as companhias que exploram a atividade de serviços, têm menor probabilidade que a SF da adquirente pré-fusão negativa melhorar para uma SF consolidada no pós-fusão positiva.
- Quanto maior a empresa adquirente, maior a probabilidade de a SF da adquirente no pré-fusão negativa melhorar para uma SF consolidada no pós-fusão positiva.

Os achados obtidos no resultado do modelo permitem que, ao nível das variáveis, afirme-se que quanto a:

- **Proporção do Ágio**

Os resultados apresentados na tabela 15 demonstram que aquisições feitas por valor superavaliado possuem menor probabilidade de melhorar a SF gerando sinergia financeira, alinhando-se assim a hipótese 2.

Segundo Berkovitch e Narayanan (1993) operações efetuadas a valores superavaliados são indícios de que os administradores realizaram a operação sob o propósito/ motivo de arrogância;

- **Perfil da Dívida**

Os resultados apresentados na tabela 16 alinham-se com a indicação de Camargos e Barbosa (2005) de que a piora deste indicador no pós-fusão gerou deterioração da SF e liquidez, assim como, confirmam a hipótese 3.

Na amostra o exemplo da adquirente Drogasil, já mencionado no tópico 4.1, apresentou a maior variação desta variável e consequente piora de sua performance financeira, pois no período pré-F&A a SF era classificada como sólida e tornou-se insatisfatória no período pós-F&A;

- **Ciclo Financeiro**

Os resultados apresentados nas tabelas 12, 14 e 15, evidenciam que o aumento do ciclo financeiro aumenta a probabilidade da SF da adquirente tornar-se pior e diminuí a probabilidade da SF da adquirente tornar-se melhor, o que se alinha a hipótese 4 e a afirmação de Marques e Braga (1995) de que variação no CF altera a SF;

- **Estratégia da operação**

Diferente de Lubatkin (1983), neste estudo a estratégia F&A Horizontal foi tratada em separado da estratégia de Extensão para produto. Os resultados apresentados nas tabelas 12 e 14 demonstram que esta diferenciação é relevante, uma vez que, foi possível verificar que na comparação das duas estratégias, as operações realizadas com a estratégia extensão para produto tem uma probabilidade maior de alteração da SF pré-fusão da adquirente para a SF pós-fusão consolidada, que está condicionada a SF inicial da adquirente.

Quanto a avaliação da variação da SF na comparação entre as estratégias horizontal e de extensão de mercado com a estratégia extensão para produtos, apesar de os resultados mostrarem-se conflitantes observa-se que através de uma análise da SF inicial que:

Nas operações onde é utilizada a estratégia FTC para extensão de produtos e a adquirente encontra-se em uma SF inicial ruim, possui uma maior probabilidade de esta situação se tornar ainda pior quando consolidada, do que a adquirente com SF boa permanecer na mesma SF quando consolidada.

Porém se a SF da adquirente no pré-fusão for positiva a probabilidade é de melhorar a SF no pós-fusão do que a adquirente com SF boa permanecer na mesma SF quando consolidada.

Adicionalmente, a hipótese 5 é confirmada pelos resultados da tabela 12, quando esta indica uma probabilidade maior para uma variação negativa da SF da adquirente que realiza a F&A com estratégia F&A vertical. O escalonamento apresentado na Tabela 1, também é confirmado, pois apresenta uma avaliação menor para a capacidade desta estratégia em gerar sinergia

- MTB

Os resultados apresentados nas tabelas 14 e 16 contrariam a hipótese 6 e as proposições de Fama e Barros (2010) que indicam que as adquirentes com altos MTB alcançam melhores desempenhos econômico-financeiros nas F&A.

Porém ainda que não seja evidenciado uma melhora na SF consolidada, há que se considerar que a situação de referência é “Permanecer em uma situação financeira positiva” de forma que ainda que a SF não melhore ainda assim a SF é positiva

Na tabela 13, nota-se que quanto maior o MTB da adquirente, maior é a probabilidade de uma adquirente ter uma SF inicial positiva e permanecer nela, do que a probabilidade de ela permanecer em uma SF negativa.

Chen e Zhao (2006) ao contrário do que foi reportado em estudos anteriores, sobre a relação negativa entre MTB e alavancagem financeira, concluíram através de sua amostra que esta relação não é robusta pois companhias com altos MTB apesar de conseguirem captar empréstimos a custos baixos captam-nos em maiores montantes, de forma que a relação para a maioria de sua amostra se mostrou positiva.

Assim como Chen e Zhao (2006), neste estudo, é reportado sinal de relação diferente da literatura, para variável de MTB com relação a indicadores de situação financeira.

Estudos aprofundados sobre este resultado, poderiam avaliar, se as Companhias com alto MTB possam estar a captar recursos onerosos, em montantes maiores e a curto prazo comprometendo seu saldo em Tesouraria e consequentemente sua SF, pelo aumento do Passivo Circulante Oneroso em detrimento do Ativo Circulante Financeiro.

- Percentual de caixa

Os resultados apresentados nas tabelas 10,13 e 14 para a variável percentual de caixa confirmam, a hipótese 7 e os resultados de Ghosh (2001), pois apresenta uma probabilidade maior de a adquirente se manter em uma SF boa ou ainda melhorar a SF, pós-fusão e consolidação, conforme o aumento desta variável.

- PIB

Os resultados apresentados nas tabelas 10 e 16 demonstram que a variação positiva do PIB aumenta a possibilidade de alteração da SF das adquirentes, tanto positivamente como negativamente.

Os resultados são justificados pela flutuação desta variável e pelos desafios apresentados no mercado brasileiro e internacional no período a que se refere o estudo e que seguem explicados:

- 2009 apresenta retração em 0,01%, como reflexo da crise financeira internacional de 2008;
- 2010 aumenta 7,5% impulsionado pela expansão do mercado de trabalho e do crédito, pelas isenções fiscais e programas de transferência de Renda;
- 2011 aumenta 4% demonstrando uma desaceleração do crescimento econômico face a diminuição do consumo das famílias e do governo e face a formação bruta de capital fixo;
- 2012 aumenta 1,9% demonstrando o agravamento da desaceleração do crescimento econômico face a queda na produção industrial;
- 2013 aumenta moderadamente 3% puxado pela recuperação da produção industrial e da agropecuária, porém foi um ano efetivamente marcado por diversos eventos que afetaram o comportamento da economia, como as manifestações populares; a possibilidade de mudanças na política monetária americana, e seus impactos sobre a taxa de câmbio; e o aperto monetário por meio da elevação gradual da taxa Selic pelo Banco Central;
- 2014 aumenta 0,5% marcado pela desaceleração econômica face a estagnação das atividades, pressões inflacionárias, déficit externo e piora das contas públicas;
- 2015 apresenta retração de 3,5% devido ao cenário político-econômico que se reflete diretamente nos diversos indicadores de confiança dos consumidores e dos empresários e no desempenho das atividades econômicas;
- 2016 apresenta retração de 3,3% face as atividades econômicas estarem impactadas pela instabilidade, pela deterioração da produção industrial, recessão e queda na demanda interna de bens;
- 2017 aumenta 1,3% impulsionado pelo aumento do consumo das famílias face a liberação de recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e avanço da indústria de transformação;
- 2018 cresce 1,8% acelerado pelo consumo das famílias face a melhora no mercado de crédito e comportamento das taxas de inflação crescimento das atividades de agropecuárias e serviços;

- 2019 cresce 1,4 pelo crescimento, ainda que lento, do mercado de trabalho, retomada do setor de construção civil, avanço da indústria extrativista, serviços ligados ao comércio e às atividades financeiras e bom desempenho da agropecuária.

- Atividade da adquirente

Os resultados apresentados nas tabelas 10, 13, 14 e 16 demonstram que de forma geral as indústrias têm menor probabilidade em melhorar sua SF com F&A do que as prestadoras de serviços, e SF do comércio, na maioria das situações, possui maior probabilidade de variar ou permanecer negativa nas operações de F&A, do que os prestadores de serviços.

- Tamanho da adquirente

Os resultados apresentados nas tabelas 10, 11, 13, 14 e 16 demonstram que de forma geral o tamanho da empresa, na maioria das situações, possui maior probabilidade de variar ou permanecer positiva a SF nas operações de F&A

CONCLUSÃO

Este trabalho teve por objetivo principal analisar o impacto das Fusões e Aquisições (F&A), realizadas no Brasil, no período de 2010 a 2017, na Situação Financeira (SF), classificadas conforme a análise dinâmica do capital de giro (AD), das empresas adquirentes. Ou seja, buscou-se identificar quais aspectos e características das operações contribuíram de forma positiva e de forma negativa para a variação da SF das empresas adquirentes.

Os dados coletados das empresas adquirentes brasileiras envolvidas nas 293 F&A mapeadas neste estudo, revelaram que do universo analisado 189 empresas permanecem na mesma SF (159 em SF positiva e 37 em SF negativa), 53 empresas pioraram sua SF e 51 melhoraram a SF conforme classificação AD. O alcance do objetivo principal permitiu identificar que a primeira hipótese, de que operações de F&A afetam a SF consolidada das empresas adquirentes, pode ser confirmada apenas para 35% do universo.

Para o levantamento das hipóteses de 2 a 7, foi levantada uma extensa revisão bibliográfica, na qual constam estudos seminais, legislações e pronunciamentos atuais, avaliação do ambiente regulatório nacional, descrição exaustiva dessas operações e vários achados de estudos internacionais.

Por meio dessa revisão foi possível construir as variáveis do modelo e as hipóteses de pesquisa. Cabe salientar que não foi encontrada multicolinearidade entre as variáveis, o que permitiu que fossem desenhados dois modelos de Logit Multinomial, um com todas as variáveis e outro alternativo, com as variáveis que apresentavam diferença entre as médias, apuradas através do teste Kruskal Wallis, ao nível de significância de 10%.

O modelo mais completo revelou melhor qualidade das previsões e maior poder explicativo que o alternativo, assim como sua capacidade em estimar a probabilidade da variação/permanência da SF e ajuste do modelo.

A partir dos resultados do modelo completo foi possível concluir que os resultados não mostram a não rejeição de todas as hipóteses em todas as categorias, percebe-se que cada hipótese se apresenta com resultado de não rejeição de pelo menos uma vez ao longo da análise da comparação das oito categorias da variável dependente Variação da Situação Financeira. Uma análise dos resultados para cada hipótese formulada no presente estudo revela que a 2ª, 3ª, 4ª e 7ª hipóteses não são rejeitadas em pelo menos uma das categorias analisadas. Ou seja, observa-se que os resultados não rejeitam:

- a segunda hipótese de que operações com ágio são mais propensas em afetar negativamente a SF consolidada ao passo que estatisticamente foi confirmado que é menor a

probabilidade de a adquirente melhorar sua SF negativa de antes da F&A para uma menos ruim no pós-fusão

- a terceira hipótese que as operações realizadas por adquirentes que diminuam o indicador Perfil da Dívida, são mais propensas em afetar positivamente a SF das companhias consolidadas pois a probabilidade da adquirente melhorar sua SF negativa antes da F&A para uma SF consolidada pós F&A positiva e menor conforme é o aumento deste indicador
- a quarta hipótese que as operações realizadas por adquirentes que aumentaram seu Ciclo Financeiro, estão mais propensas em afetar negativamente a SF das companhias consolidadas uma vez que o aumento do ciclo financeiro aumenta a probabilidade da SF tornar-se pior e diminui a probabilidade da SF tornar-se melhor
- a sétima hipótese de que as operações financiadas com caixa estão mais propensas em contribuir para uma melhora da SF consolidada pós F&A, do que as operações realizadas com ações ou de forma mista, pois uma probabilidade de que a adquirente se mantenha em uma SF boa pós-fusão e consolidação é maior do que sua SF pior.

Em relação à quinta hipótese, percebe-se uma inconsistência, pois observa-se dois resultados conflitantes. De um lado as estratégias de F&A de Extensão de Produto e Vertical Progressiva aumentam a probabilidade de piora da SF, mas de outro lado a mesma estratégia de F&A de Extensão de Produto aumenta a probabilidade de melhora da SF. O resultado esperado é que estas estratégias, em comparação com a estratégia Horizontal e de Extensão de Mercado, apresentassem menores probabilidades de melhorar a SF.

Uma análise das situações em que estes resultados acontecem revelam que a hipótese só é confirmada quando a SF inicial já é ruim e fica ainda pior. Ou seja, a estratégia Horizontal e de Extensão de Mercado realmente se revela melhor do que todas as outras quando existe uma SF inicial negativa. No espectro oposto, quando a SF inicial é boa, os resultados são contrários para a estratégia Extensão de Produto. Ou seja, esta estratégia se apresenta com melhores resultados do que a estratégia Horizontal e de Extensão de Mercado quando existe uma SF inicial positiva. Estes resultados precisam ser aprofundados em estudos futuros, pois podem revelar que o resultado depende do ponto de partida em termos de SF.

Com relação à sexta hipótese de que operações em que a adquirente possui maior MTB, estão mais propensas em melhorar a SF da consolidada no período pós-fusão o achado deste estudo é contraditório e não alinhados com o proposto por Fama e Barros (2010), que indica que as adquirentes com altos MTB alcançariam melhores desempenhos econômico-financeiros nas F&A. Por um lado, encontra-se que um maior MTB reduz a probabilidade de uma SF negativa

(que é o resultado esperado), mas por outro lado observa-se que um maior MTB reduz a probabilidade de melhoria da SF da empresa consolidada pós-F&A. Estes resultados precisam ser aprofundados em estudos futuros, que avaliem a qualidade e quantidade de captação de recursos onerosos por parte das companhias com melhores MTB, a fim de verificar se o aumento de sua alavancagem, descrito por Chen e Zhao (2006), afetam negativamente sua SF. De maneira geral, os resultados revelam, ainda, em relação às variáveis de controle, que as indústrias têm menor(maior) probabilidade em melhorar(piorar) sua SF com F&A do que as prestadoras de serviço. Além disso, em relação à variação do PIB, ao tamanho da empresa adquirente e ao setor de comércio, os resultados não são conclusivos.

Este estudo contribui para apresentar aos gestores, órgãos reguladores, e mercado a importância do monitoramento dos índices financeiros na avaliação e condução das operações de F&A. Provê subsídios na identificação de possíveis riscos à saúde financeira das empresas resultantes ao considerar aspectos como a motivação do gestor, a estratégia FTC, o meio de pagamento, o setor da economia, e o meio de pagamento da operação. Tendo em vista esses benefícios, propõe-se que órgãos reguladores contábeis se beneficiem destes achados com o fito de embasar novas normas para divulgação destas operações nas demonstrações financeiras. Adicionalmente, a academia é favorecida com uma nova perspectiva de resultados empíricos. Dada a observação de que 152 operações foram feitas por companhias que possuíam a SF positiva e que no período pós F&A a mantiveram, observa-se que em sua grande maioria as F&A foram realizadas com 100% de caixa. Futuras pesquisas poderiam se encarregar de verificar se a capacidade de geração de fluxo de caixa, bem como a origem deste fluxo são determinantes para o envolvimento das empresas em operação de F&A.

Ainda sobre o tema de F&A é interessante examinar o quanto a economia nacional e internacional contribui ou desestimulam a ocorrência dessas operações, o atendimento as normas contábeis na divulgação desses eventos, a relação da divulgação desses eventos e o valor de mercado das ações, bem como dos títulos de dívidas, das empresas adquirentes ou adquiridas no Brasil.

Embora tenha alcançado seus propósitos, como quaisquer pesquisas, esta possui limitações uma vez que o modelo pode ter sido afetado pela quantidade insuficiente de observações em razão da quantidade de variáveis e a distribuição não balanceada das observações nas categorias definidas pela variável dependente (BROOKS, 2002). Elucidamos ainda que o modelo pode ter sido afetado pelo fato de que 41 empresas adquirentes de nossa amostra realizaram mais de uma operação em um mesmo ano.

REFERÊNCIAS

- ADRIANO, S. **Manual de Pronunciamentos Contábeis Comentados: IFRS**. 3. ed. São Paulo: Editora Atlas Ltda, 2018.
- AGYEI-BOAPEAH, H. **Mergers and acquisitions and corporate financial leverage: An empirical analysis of UK firms**. 2013. 330 f. Tese (Doutorado em Filosofia) - Loughborough University, Loughborough, 2013.
- ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Ranking de fusões e aquisições - 1º semestre de 2019. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/main.jsp?lumPageId=4028B88155C6FAF60155CB2E020E559D&lumA=1&lumII=2C9B69B55FA5FCF2015FA700C5CD79D0&locale=pt_BR&doui_processActionId=setLocaleProcessAction. Acesso em: 14 jun. 2021.
- BASMAH, A. Q.; RAHATULLAH, M. K. Financial synergy in mergers and acquisitions. Evidence from Saudi Arabia. *Aestimatio*, [s.l.], v. 9, n. 1, p. 182–199. 2014.
- BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for Takeovers : An Empirical Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s.l.], v. 28, n. 3, p. 347–362. 1993.
- BEUREN, I. M. *et al.* **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. 3. ed. 4. reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.
- BOMFIM, E. T. do; CALLADO, A. L. C. Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e de aquisições. *Revista de Ciências da Administração*, [s.l.], v. 18, n. 45, p. 79–95, ago. 2016.
- BLOOMBERG: banco de dados especializado. Disponível somente para assinantes. Acesso em: 19 de maio de 2021
- BORTOLUZZO, A. B. *et al.* Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, [s.l.], v. 54, n. 6, p. 659–671. 2014.
- BRAGA, R. Análise avançada do capital de giro. *Caderno de Estudos*, [s.l.], n. 3, p. 1–20. 1991.
- BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.
- BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília, DF: Presidência da República, 2007. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm. Acesso em: 11 mar. 2023.
- BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

- CALIPHA, R.; TARBA, S.; BROCK, D. Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors. **Advances in Mergers and Acquisitions**, Bingley, v. 9, p. 1-24. dez. 2010.
- CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós Plano Real. **REGE - Revista de Gestão**, [S.l.], v. 12, n. 4, p. 33-53. 2005.
- 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 Pesquisa em Administração**, [S.l.], v. 12, n. 2, p. 99-115. 2005.
- CARDOSO, A. A. B.; CURI, M. A. O perfil das operações de fusões e aquisições no Brasil no período de 2007 a 2012. **Revista da Universidade Vale do Rio Verde**, Betim, v. 14, n. 2, p. 328-340. 2016.
- CHEN, L.; ZHAO, X. On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. **Finance Research Letters**, [s.l.], v. 3, n. 4, p. 253-266. dez. 2006.
- CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial management**, [s.l.], v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- CORBETTA, P. **Social Research Theory, Methods and Techniques**. Londres: Sage Publications, 2003.
- CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Interpretação Técnica ICPC 09 (R2)**. 2014. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Interpretacoes/Interpretacao?Id=18>. Acesso em: 12 mar. 2023.
- CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) Combinação de Negócios**. 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=46>. Acesso em: 12 mar. 2023.
- DIAS FILHO, J. M.; CORRAR, L. J. Regressão Logística. In: ATLAS (Ed.). **Análise Multivariada para Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2007. p. 280-323.
- FAMA, R.; BARROS, L. A. B. Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais. **REGE Revista de Gestão**, [s.l.], v.7, n. 4. 2010.
- FARIAS, A. T.; COSTA, K. S.; FIGUEIREDO, L. E. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Registro Contábil**, [s.l.], v. 6, n. 2, p. 110-129, ago. 2015.
- FASB - Financial Accounting Standards Board. **Statement of Financial Accounting Standards No. 141**. Norwalk: FASB, 2007.
- FASB - Financial Accounting Standards Board. **TOPIC 805 - Clarifying the Definition of a Business**. Norwalk: FASB, 2017.
- FÁVERO, L. P. *et al.* Regressão Logística e Regressão Logística Multinomial. In: ELSEVIER (Ed.). **Análise de dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 439-470.
- FLEURIET, M.; ZEIDAN, R. **O Modelo dinâmico de gestão financeira**—. Alta Books Editora.
- FLUCK, Z.; LYNCH, A. W. Why do firms merge and then divest? A theory of financial synergy. **Journal of Business**, [s.l.], v. 72, n. 3, p. 319-346. 1999.

FRANCISCO, J. *et al.* Gestão Financeira do Segmento Bancos como Processo de Tomada de Decisão: Aplicação do Modelo Dinâmico. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 55, p. 41–51, 2013.

GHOSH, A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? **Journal of Corporate Finance**, [s.l.], v. 7, n. 2, p. 151–178, 2001.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Califórnia: MC Graw Hill, 2011.

HAMBERG, M.; BEISLAND, L. A. Changes in the value relevance of goodwill accounting following the adoption of IFRS 3. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, [s.l.], v. 23, n. 2, p. 59–73. 2014.

HAYES, A. Q Ratio – Tobin's Q. **Investopedia**, 30 abr. 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>. Acesso em: 22 nov. 2020.

IASB - International Accounting Standards Board. **Business Combinations**: Disclosures, Goodwill and Impairment. Londres: IASB, 2020.

IASB - International Accounting Standards Board. **International Financial Report Standard 3**. 2012.

JOVANOVIC, B.; ROUSSEAU, P. L. The Q-Theory of Mergers. **American Economic Review**, [s.l.], v. 92, n. 2, p. 198–204, 2002.

KHOO, J.; DURAND, R. B.; RATH, S. Leverage adjustment after mergers and acquisitions. **Accounting and Finance**, [s.l.], v. 57, n. March 2014, p. 185–210, 2017.

KIM, E. H.; MC CONNELL, J. J. Corporate Mergers and the Co-Insurance of Corporate Debt: Discussion. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 32, n. 2, p. 368, 1977.

KINATEDER, H.; FABICH, M.; WAGNER, N. Domestic mergers and acquisitions in BRICS countries: Acquirers and targets. **Emerging Markets Review**, [s.l.], v. 32, p. 190–199, 2017.

KPMG. **Fusões e Aquisições**: 2019 - 2º Trimestre. São Paulo: KPMG, 2019.

LINDENBERG, E. B.; ROSS, S. A. Tobin's q ratio and industrial organization. **Journal of business**, [s.l.], p. 1-32. 1981.

LUBATKIN, M. Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. **Academy of Management Review**, [s.l.], v. 8, n. 2, p. 218–225. 1983.

MACHADO, M. A. V., MACHADO, M. R., & CALLADO, A. L. C. Análise dinâmica e o financiamento das necessidades de capital de giro das pequenas e médias empresas. CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005. **Anais [...]**. São Paulo: USP, 2005.

MARION, J. P. F.; VIEIRA, G. M. Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 3, n. 1, p. 109–130. 2010.

MARKS, M. L.; MIRVIS, P. H. Managing the precombination phase of mergers and acquisitions. **Advances in Mergers and Acquisitions**, [s.l.], v. 14, p. 1-15. jan. 2015.

MARQUES, J. A. V. da C.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, [s.l.], v. 35, n. 3, p. 49–63. 1995.

MATHUVA, D. M. The influence of working capital management components on corporate profitability: A survey on Kenyan listed firms. **Research Journal of Business Management**,

[s.l.], v. 4, n. 1, p. 1-11. 2010. Disponível em:

<https://scialert.net/abstract/?doi=rjbm.2010.1.11>. Acesso em: 11 mar. 2023.

MEEKS, G. The efficiency gains from merger. In: MEEKS, G. **Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger**. 51. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 1977. p. 9–24.

MONTOTO, E. **Liquidez Corrente e Rentabilidade**: Relação com o indicador de estrutura financeira do modelo Fleuriet através de levantamento em mais de 2.200 demonstrações financeiras de sociedades anônimas de 23 setores da economia brasileira 2009, 2010 e 2011. 2013. 362 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: <https://sapientia.pucsp.br/handle/handle/1549>. Acesso em: 11 mar. 2023.

MORAES, C. R. M. de. **Fusões e aquisições**: uma experiência de integração com sucesso. 2008. 95 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Metodista de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <http://tede.metodista.br/jspui/bitstream/tede/114/1/Carlos%20Roberto%20Menezes.pdf>. Acesso em: 19 out. 2022.

NAKAYAMA, W. K.; SALOTTI, B. M. Fatores Determinantes do Nível de Divulgação de Informações sobre Combinações de Negócios com a Entrada em Vigor do Pronunciamento Técnico CPC 15. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s.l.], v. 25, n. 66, p. 267–280, 2014.

NUNES, E. P.; VIEIRA, F. DE O. Fusões e aquisições de empresas no Brasil: Administrando o choque entre culturas organizacionais distintas. In: SIMPÓSIO DE EXCELENCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA-SEGET, 5., 2008. **Anais [...]**. 2008.

PORTER, M. E. **Vantagem Competitiva**: Criando e Sustentando um Desempenho Superior. 43. ed. São Paulo: GEN Atlas, 1947.

PROVDANOV, C. C.; FREITAS, E. C. de. **Metodologia do trabalho científico**: Métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico. Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

QUAH, P.; YOUNG, S. Post-acquisition management: A phases approach for cross-border M&As. **European Management Journal**, [s.l.], v. 23, n. 1, p. 65–75, 2005.

RISBERG, A. The Merger and Acquisition Process. **Journal of International Business Studies**, [s.l.], n. 2003, p. 1–34, 2003.

ROUSSEAU, P. L. The Q-Theory of Mergers: International and Cross-Border Evidence. DUBROVNIK ECONOMIC CONFERENCE, 15., 2009. **Anais [...]**. 2009.

SILVA, D. H. F. *et al.* As Operações de Fusão, Incorporação e Cisão e o Planejamento Tributário. CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., São Paulo, 2004. **Anais [...]**. São Paulo: USP. 2004.

SILVA, J. O. *et al.* Nível informacional entre a análise tradicional e avançada do capital de giro. **Revista Pretexto**, [s.l.], v. 13, n. 2, p. 40–56, 2012.

UCLA - STATISTICAL CONSULTING GROUP. **Multinomial Logistic Regression - Stata Annotated Output**. 2021. Disponível em: <https://stats.oarc.ucla.edu/stata/output/multinomial-logistic-regression-2/>. Acesso em: 25 mai. 2022.

ULEN, T. S. Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger. By G. Meeks. **Cambridge University Press**, [s.l.], v. 7, n. 1, p. 233–235. 1977.

VANCE, S. *et al.* The impact of mergers on management theory. **Academy of Management Journal**, [s.l.], v. 12, p. 153–167. 1969.

VIEIRA, L. B. *et al.* Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE - Revista de Gestão**, [s.l.], v. 24, n. 3, p. 235–246, ago. 2017.

WASSERMAN, L. **All of statsitics**: A Concise Course in Statistical Inference. New York: Springer, 2003.

YAGHOUBI, R. *et al.* Mergers and Acquisitions: A Review. Part 1. **Studies in Economics and Finance**, [s.l.], v. 33, n. 1, 2016.

ZOPOUNIDIS, C. Multicriteria decision aid in financial management. **European Journal of Operational Research**, [s.l.], v. 119, n. 2, p. 404–415, 1999.