

## **Fusões e Aquisições de Companhias Brasileiras: Um Estudo dos Fatores Determinantes Sob a Ótica da Empresa Adquirente**

### **Autoria**

Natália Garcia de Oliveira - [ng.consultoriacontabil@gmail.com](mailto:ng.consultoriacontabil@gmail.com)

Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Contabilidade e Controladoria - CEPCON/UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

Laura Edith Taboada Pinheiro - [Itaboada@face.ufmg.br](mailto:Itaboada@face.ufmg.br)

Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Contabilidade e Controladoria - CEPCON/UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

Juliano Lima Pinheiro - [jlj@gold.com.br](mailto:jlj@gold.com.br)

Prog de Pós-Grad em Admin – PPGA/PUC Minas - Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

Marcos Antônio de Camargos - [marcosac@face.ufmg.br](mailto:marcosac@face.ufmg.br)

Centro de Pós-Grad e Pesquisas em Admin – CEPEAD/UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais

### **Resumo**

As fusões e aquisições – F&As constituem uma importante estratégia para o crescimento das empresas. Geralmente, são realizadas com o objetivo de obtenção de ganhos financeiros, operacionais, mercadológicos e tecnológicos. Apesar de recorrentes, observa-se na literatura econômico-financeira, uma lacuna a ser preenchida no que se refere aos resultados e motivos que as permeiam. O objetivo deste trabalho é identificar os fatores determinantes para a realização de fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras adquirentes, listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2015. Para isso, foram analisados dados econômicos, contábeis e de mercado de 130 processos de F&As, para uma amostra de 75 empresas, divididas em dois grupos: Grupo A: 50 empresas que realizaram F&As e Grupo B: 25 empresas que não realizaram no período analisado. Em termos metodológicos, utilizando proxies dos motivos determinantes da realização de F&As, foram testadas 10 hipóteses através de um Modelo Logit de Efeitos Agrupados (GEE). Os resultados obtidos sinalizam que, os fatores determinantes para a realização de F&As foram: criação de valor para o acionista, política de dividendos e/ou recompra de ações, custo de reposição e valor de mercado e tamanho da empresa. Além disso, constatou-se que o tempo é um fator a ser observado quando da ocorrência de operações envolvendo F&As. A contribuição desta pesquisa está assim, na maneira como abordou a atividade de F&A, identificando empiricamente, possíveis motivos por trás dessa controversa estratégia empresarial.

## Fusões e Aquisições de Companhias Brasileiras: Um Estudo dos Fatores Determinantes Sob a Ótica da Empresa Adquirente

### Resumo

As fusões e aquisições – F&As constituem uma importante estratégia para o crescimento das empresas. Geralmente, são realizadas com o objetivo de obtenção de ganhos financeiros, operacionais, mercadológicos e tecnológicos. Apesar de recorrentes, observa-se na literatura econômico-financeira, uma lacuna a ser preenchida no que se refere aos resultados e motivos que as permeiam. O objetivo deste trabalho é identificar os fatores determinantes para a realização de fusões e aquisições envolvendo empresas brasileiras adquirentes, listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2015. Para isso, foram analisados dados econômicos, contábeis e de mercado de 130 processos de F&As, para uma amostra de 75 empresas, divididas em dois grupos: Grupo A: 50 empresas que realizaram F&As e Grupo B: 25 empresas que não realizaram no período analisado. Em termos metodológicos, utilizando *proxies* dos motivos determinantes da realização de F&As, foram testadas 10 hipóteses através de um Modelo *Logit* de Efeitos Agrupados (*GEE*). Os resultados obtidos sinalizam que, os fatores determinantes para a realização de F&As foram: criação de valor para o acionista, política de dividendos e/ou recompra de ações, custo de reposição e valor de mercado e tamanho da empresa. Além disso, constatou-se que o tempo é um fator a ser observado quando da ocorrência de operações envolvendo F&As. A contribuição desta pesquisa está assim, na maneira como abordou a atividade de F&A, identificando empiricamente, possíveis motivos por trás dessa controversa estratégia empresarial.

**Palavras-chaves:** Fusões e Aquisições; Motivos, Empresa Adquirente; Modelo *Logit* de Efeitos Agrupados; *Generalized Estimating Equation* – *GEE*.

### 1. INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições – F&As constituem operações estratégicas para o crescimento das empresas, as quais se fundamentam na promoção de maior racionalidade gerencial e operacional, dinamizando assim, a economia mundial, resultando em rearranjos concorrenciais e mercadológicos.

A literatura econômico-financeira aponta vários motivos que levam as empresas a implantar essa estratégia, dentre os quais se destacam: compra de ativos por preços favoráveis, expansão / internacionalização, crescimento rápido ou diversificação, aumento do poder de alavancagem, aquisição de capacidade gerencial ou tecnológica, aquisição de prejuízos compensáveis, aumento da liquidez dos proprietários, mecanismo de defesa contra aquisições indesejadas, ampliação do *market-share*, absorção de concorrentes, reduções de custos e obtenção de economias de escala, busca por sinergias (operacionais, financeiras e gerenciais), entre outros (Scherer & Ross, 1990; Mackinlay, 1997).

A intensidade da atividade de F&A está ligada a fatos e choques que causam algum tipo de ruptura ou inflexão na economia internacional, principalmente, no mercado de capitais. Segundo Scherer e Ross (1990), Kummer e Steger (2008) e Gaughan (2011), ocorreram cinco ondas de F&As: 1. *The Great Merger Wave* (1887-1904); 2. *The Merger Movement* (1916-1929); 3. *The 1960's Conglomerate Merger*; 4. *The Wave of the 1980's*; e 5. *The Wave of the 1990's*, cujos desdobramentos ainda se fazem presentes atualmente. Trata-se de uma atividade que vem sendo bastante estudada, principalmente a partir da terceira onda, mas a gênese do seu arcabouço teórico (ainda em construção) se fundamenta em teorias que explicam a origem, crescimento e evolução da firma, iniciadas por Berle Jr. e Means (1932), Coase (1937), além de várias escolas do pensamento econômico.

Na perspectiva da teoria de finanças, os motivos para a ocorrência de F&As seriam a obtenção de ganhos (sinergias) e a potencial criação de valor para o acionista (Jensen &

Ruback, 1983). Na teoria da economia industrial, as duas razões mais recorrentes para as F&As são os ganhos de eficiência e a racionalidade estratégica (Neary, 2004). Já a literatura de estratégia aponta que o principal motivo por trás das F&As é o crescimento empresarial (Rock, Rock & Sikora, 1994). Independente do motivo, o racional por trás da atividade de F&A, segundo a teoria econômica neoclássica é a maximização da riqueza dos proprietários ou da utilidade dos gestores (Firth, 1980).

Camargos e Barbosa (2009) destacam os riscos e incertezas inerentes às F&As, além da ausência de um consenso sobre ganhos (sinergias) e criação de valor. Achim (2015) acrescenta que se trata de uma atividade complexa, cujo sucesso depende de planejamento e execução. Entretanto, a despeito dessas características, visualiza-se na economia brasileira um volume considerável dessas transações nos últimos anos.

Os resultados e motivos que justificam a atividade de F&A, ainda são lacunas na literatura sobre o tema. Inserido nesse contexto, o objetivo deste trabalho é identificar os fatores determinantes para a realização de F&As, envolvendo empresas brasileiras, listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2015. Para atingi-lo, foi utilizado o Modelo *Logit* de Efeitos Agrupados (*GEE*) para se testar 10 hipóteses a partir de dados econômicos, contábeis e de mercado de 130 processos de F&As, de uma amostra de 75 empresas que realizaram e que não realizaram F&As neste período.

O artigo tem a seguinte estrutura, após essa introdução, a seção 2 apresenta os fatores determinantes da atividade de F&A, norteadores da pesquisa empírica. A metodologia e os resultados são apresentados nas seções 3 e 4, respectivamente. Encerra-se com as considerações finais na seção 5, seguidas das referências.

## 2. FATORES DETERMINANTES DA OCORRÊNCIA DE F&AS

Conforme assinala Firth (1980) a maioria dos motivos para as F&As está fundamentada em duas vertentes teóricas da econômica neoclássica: 1. *maximização da riqueza dos acionistas*: pressões exercidas por diferentes agentes do mercado motivam os gestores a tomarem decisões que maximizem o valor das firmas e a riqueza dos acionistas; 2. *maximização da utilidade gerencial*: a partir de um nível satisfatório de lucro, os administradores tentarão maximizar sua utilidade, em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas. Assim, o foco da F&A se desloca do aumento do lucro e da riqueza dos acionistas, para o incremento do tamanho da firma, sendo as F&As, uma forma rápida de consegui-lo. Dos vários motivos apresentados pela literatura, foram selecionados doze para servir de suporte à investigação empírica empreendida nesta pesquisa, destacados a seguir.

### • Criação de Valor

A partir dos anos 1990, observa-se que a lógica da criação de valor passou a dominar na maioria dos anúncios de F&As ao mercado, justificada, muitas vezes, pela maior facilidade de ser obtida, em detrimento do crescimento orgânico (Bender & Ward, 2005).

Trata-se de um dos motivos mais pesquisados sobre o tema, que é permeado por controvérsias entre aquelas que encontram evidências empíricas de sua existência, contra aqueles que contestam. É um tema que envolve questões críticas, como a de porque e como ocorre a criação de valor, além de dificuldades na mensuração do valor agregado, resultante das combinações empresariais (Jensen & Ruback, 1983; Seth, 1990a e 1990b).

Sobre criação de valor em processos de F&As, Copeland, Koller & Murrin (2002), argumentam que existem inúmeras respostas, transações e pontos de vista, pois a avaliação positiva ou negativa desse tipo de operação deve considerar aspectos da empresa adquirente, adquirida, bem como da economia na qual estão inseridas. Podem, por um lado, gerar resultados positivos para acionistas adquirentes, adquiridos e para a comunidade, mas ser negativa para a economia se criar uma posição de monopólio prejudicial aos consumidores.



Segundo Pinto Jr. e Iooty (2005), considerando a teoria de finanças, a criação de valor é analisada na ótica do acionista ao focar na avaliação do comportamento da cotação das ações das empresas envolvidas nos períodos anteriores e / ou posteriores à transação.

- **Obtenção de Sinergias**

No que se refere à obtenção de sinergias, Seth, Song e Pettit (2000) destacam que o valor da nova empresa é maior do que a soma dos valores das empresas em separado. Ou conforme assinalam Cigola e Modesti (2008), a sinergia é o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estavam disponíveis quando operavam de forma independente.

A literatura sobre o tema aponta três tipos principais de sinergias: 1. *operacionais*: resultantes do aumento das receitas, economias de escala e de escopo, redução dos custos operacionais e investimentos de capital, melhorias no fluxo de caixa; 2. *financeiras*: resultantes da otimização da estrutura de capital, maior capacidade de alavancagem com consequente redução do custo de capital; 3. *gerenciais*: resultantes de melhorias na eficiência gerencial, devido à eliminação de departamentos e funcionários com funções, processos ou atividades redundantes (Cigola & Modesti, 2008; Uddin & Boateng, 2009; Depamphilis, 2014; Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, 2015).

- **Benefícios Tributários**

Conforme Ross *et al.* (2015) os benefícios fiscais podem servir como incentivo para a realização de F&As. Estes podem ser advindos de economias fiscais, mediante a utilização de isenções e compensações autorizadas pela lei, como é o caso do uso de resultados fiscais decorrentes de prejuízos operacionais, além do planejamento tributário ou da eliminação de bitributação. Sobre isso, Kloeckner (1994) complementa que os créditos de imposto de renda relativos a prejuízos acumulados podem constituir incentivo às F&As, na medida em que os prejuízos de uma das empresas podem ser compensados no lucro da outra.

Conforme Auerbach e Reishus (1987), em uma minoria dos casos, esses benefícios são significativos, quando comparados com o valor da empresa adquirida, nos demais, não há evidências consistentes de que eles foram fatores determinantes nas aquisições.

- **Alavancagem Empresarial**

Malmendier e Tate (2008) discorrem sobre a existência de uma forte relação positiva entre a autoconfiança e a probabilidade de se conduzir uma aquisição em empresas com abundância de recursos próprios e, por consequência, com capacidade disponível de alavancagem. Lang, Ofek e Stulz (1996), afirmam que o volume de endividamento e o nível de investimentos de uma empresa apresentam uma relação inversa, ou seja, quanto maior a alavancagem, menor a probabilidade de uma empresa investir. Segundo eles, isso decorre do fato de que companhias com boas oportunidades de investimentos optam, geralmente por utilizar menor volume de capital de terceiros, visto que, um alto índice de endividamento tende a reduzir seu nível de investimento. Dessa forma, empresas com baixo nível de endividamento poderiam vir a ser alvo de aquisições.

- **Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações**

A realização de F&As como uma alternativa a dividendos e recompra de ações foi discutida originalmente por Benston (1980) e está baseada nas seguintes premissas: 1. o valor da empresa é independente do seu dividendo (Miller & Modigliani, 1961); 2. os investidores não pretendem utilizar os dividendos para consumo imediato; 3. os dividendos recebidos serão reinvestidos na empresa ou em outra dentro da mesma faixa de risco.

Segundo Jagannathan, Sthephens e Weisbach (2000), os dividendos geralmente são pagos por empresas com fluxo de caixa operacionais mais elevados, ao passo que as recompras de ações são usadas por empresas com fluxos de caixa não operacionais temporários mais elevados. Conforme Jensen (1986), fluxos de caixas livres nas empresas



resultam na criação de conflitos de agência. Isso ocorre devido ao aumento da autonomia gerencial faz com que aumenta a propensão gerencial de tomar decisões que expropriam os acionistas visando benefícios próprios, sendo as F&As a ser uma alternativa para isso.

- **Efeitos Anticompetitivos e Poder de Monopólio**

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

- **Orgulho Gerencial Excessivo – *Hubris Hypothesis***

Segundo Roll (1986), na perspectiva do orgulho gerencial ou *hubris hypothesis* a decisão de implantar uma aquisição estaria relacionada ao orgulho dos gestores, que prosseguirão com operações de F&As, mesmo tendo evidências suficientes de que os retornos anormais seriam difíceis de serem alcançados. Ou seja, os gestores das empresas adquirentes, podem se engajar em uma F&A com base em avaliação equivocada do real valor da empresa alvo, devido a equívocos nas estimativas e projeções potenciais de criação de valor e possíveis fontes de sinergias, cuja concretização poderá causar a destruição de valor para os acionistas das empresas adquirentes (Ross *et al.*, 2015). Dessa forma, o preço das ações da empresa adquirente deveria cair assim que o evento fosse divulgado ao mercado.

- **Custo de Reposição e Valor de Mercado**

Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969) definiram pela primeira vez o quociente ou  $q$  de Tobin, como é ficou conhecido. Trata-se de uma métrica de performance empresarial bastante utilizada nos estudos sobre F&As. Ele mostra a relação entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos, ou de maneira mais específica, ele compara o valor de mercado da empresa com o custo de reposição dos seus ativos. Quando essa relação for maior do que a unidade ( $q > 1$ ), a empresa terá incentivos para investir, uma vez que o valor do novo capital investido excederá o seu custo. Em contrapartida, quando  $q < 1$ , a firma não terá qualquer incentivo para aplicar em novos projetos, além de poder vir a ser alvo de propostas de aquisição (Lindenberg & Ross, 1981).

Andrade e Stafford (2004) encontraram evidências de que empresas classificadas como alto  $q$  são significativamente mais propensas a assumir projetos de fusões e investimentos não relacionados a elas do que empresas de baixo  $q$ .

- **Tamanho da Empresa**

De acordo com Higson e Elliott (1998), o tamanho da empresa é um importante discriminador entre empresas adquirentes e alvos. No entanto, a importância do tamanho para determinar a probabilidade de aquisição pode ser atribuída ao fato de que ele serve como aproximador para a baixa suscetibilidade da tomada de controle das empresas de grande porte.

Gorton, Kahl e Rosen (2009) destacam que a empresa adquirente é normalmente maior, quando comparada com a adquirida, raramente haverá a aquisição de empresas rivais maiores. Isto ocorre em virtude da dificuldade de financiamentos, sendo mais difícil o levantamento de fundos através da emissão de dívidas, para a aquisição de uma empresa maior. Optar pelo endividamento não seria o ideal, visto que este pode trazer dificuldades financeiras e, conseqüentemente, maiores chances dos gerentes perderem seus empregos.

- **Controle Familiar**

Para Astrachan (2010) pouco se sabe sobre as estratégias de crescimento das empresas familiares, visto que estas são estereotipadas por seu planejamento conservador e crescimento orgânico, o que poderia de certa forma, limitar seu crescimento em comparação com as

empresas não familiares. Alguns questionamentos foram colocados por este autor, tais como: quais os feitos da propriedade familiar sobre a estratégia de crescimento das empresas? A concentração da propriedade nas mãos da família afeta a estratégia de crescimento?

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

- **Controle Capital Misto**

O estudo realizado por Miranda e Martins (2000) mostra a importância das privatizações para os processos de F&As ocorridos no Brasil nos anos 90, indicando que, em se tratando de empresas alvos, aquelas que possuem controle misto, são as que menos participam de operações envolvendo F&As. Por se tratar de uma modalidade societária, cujo estado é o principal controlador, havendo regras para a participação em outras sociedades, acredita-se que a ocorrência de F&As em empresas de economia mista é menor em relação às empresas com controle privado.

- **Segmento de Indústria**

Outra hipótese testada foi a de que o segmento de indústria pode influenciar a realização de F&As. O grau de dificuldade de integração das empresas envolvidas no processo de F&A, bem como a intensidade do uso de capital nas atividades varia (de maneira crescente) se a empresa for do setor de serviços, do setor comercial ou do setor industrial.

### 3. METODOLOGIA

Esta pesquisa é do tipo descritiva, tendo em vista seu enfoque de observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, sem que haja a interferência dos pesquisadores (Andrade, 2002). Quanto aos procedimentos, é classificada como documental, pois foram utilizados documentos como fonte de dados, informações e evidências. No que se refere à abordagem do problema, trata-se de uma pesquisa quantitativa, baseada em dados secundários, cujo objetivo é identificar os fatores determinantes para a realização de F&As envolvendo empresas brasileiras adquirentes, listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2015 (Cooper & Schindler, 2003).

Os dados e informações utilizados nesta pesquisa (demonstrações financeiras, notas explicativas, fatos relevantes, indicadores e cotação das ações) foram extraídos da base de dados Economática®. As variáveis estão defasadas em um ano, ou seja,  $t-1$ , calculadas e/ou identificadas, considerando as demonstrações contábeis individuais de cada empresa.

A amostra analisada é não probabilística, uma vez que resultou da escolha deliberada das empresas, considerando, acessibilidade e disponibilidade dos dados. Foram analisados dados de empresas brasileiras, listadas da BM&FBOVESPA que realizaram e não realizaram processos de F&As. A amostra é não balanceada, composta por 130 processos de F&As e está dividida em dois grupos: 1. Grupo A: empresas adquirentes, que realizaram pelo menos uma operação de F&As no período entre 2010 e 2015; 2. Grupo B: empresas que não realizaram nenhuma operação F&As entre 2008 e 2015. A maior amplitude de consulta para o Grupo B, foi necessária, em virtude de manter na amostra, somente aquelas empresas que não possuíam seus indicadores econômico-financeiros alterados pela realização de F&As nos dois anos que antecedem ao período em estudo. Os critérios para a seleção da amostra foram: 1. ser empresa brasileira não financeira, listada na BM&FBOVESPA; 2. ter realizado pelo menos uma operação de F&As no período de 2010 a 2015 (grupo A) e não ter realizado nenhuma operação de F&As entre 2008 e 2015 (grupo B); 3. possuir valor de mercado e liquidez acionária entre 2009 a 2015; e 4. ser similar ao Grupo A em relação à classificação setorial definida pela BM&FBOVESPA ou logaritmo neperiano do ativo total. A escolha do período



2010 a 2015 ocorreu em virtude do acentuado número de transações ocorridas e no intuito de amenizar possíveis efeitos da recessão mundial de 2008. Segundo dados da ANBIMA (2015), ocorreram 634 processos de F&As que movimentaram \$684,2 bilhões de Reais.

### 3.1 Hipóteses Teóricas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**H<sub>12</sub>:** a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao segmento de indústria (serviço, comércio e indústria).

### 3.2 Variáveis da Pesquisa

Palepu (1986) e Powell (1997) consideram ser mais interessante, do ponto de vista econômico, selecionar as variáveis não em função de sua relevância estatística, mas sim com base nas teorias de F&As que normalmente constam na literatura financeira e econômica. Por este motivo, as variáveis desta pesquisa utilizadas para testar as 12 hipóteses acima foram definidas a partir da análise da literatura nacional e internacional, destacados na seção 2.

Para se testar a hipótese do Orgulho Gerencial Excessivo foi utilizada uma *dummy*, na operacionalização da qual, foram considerados os cinco retornos diários acumulados anteriores e os quatro acumulados posteriores ao anúncio da F&A. Para as empresas que não realizaram nenhum processo de F&As entre 2008 e 2015 (Grupo B), foi observada a data da F&As da empresa par (Grupo A). O retorno acumulado foi obtido conforme abaixo:

$$RA = \frac{PA_{it} - PA_{it-n}}{PA_{it-n}} \quad (1)$$

Sendo:  $PA_{it}$  = Preço atual da ação (hoje);  $PA_{it-n}$  = Preço anterior da ação (ontem).

Considerando o argumento de Roll (1986), se o retorno acionário for “pior”, após a realização de F&As, considerou-se, presença de Orgulho Gerencial Excessivo. Em contrapartida, se o retorno acionário for “melhor”, após a realização de F&As, considerou-se a ausência de Orgulho Gerencial Excessivo.



Hipóteses	Determinantes	Variável	Sigla	Sinal Esperado	Fonte Operacional
H <sub>1</sub>	Criação de Valor	$EVA = NOPAT - (CI * CMPC)$	EVA	+	Stewart III (2005); Camargos (2008); Santos (2013); Oliveira <i>et al.</i> (2015)
H <sub>2</sub>	Obtenção de Sinergias	$MEBIT = \frac{LAIJR}{RL}$	MEBIT	+	Camargos e Barbosa (2009); Castro (2010)
H <sub>3</sub>	Benefícios Tributários	1 = Existência de benefícios tributários 0 = Caso contrário	D_BT	+	Auerbach e Reishus (1987); Kloeckner (1994); Andrade Filho (2005) e Ross <i>et al.</i> (2015).
H <sub>4</sub>	Alavancagem Financeira	$ALAV = \frac{\text{Divida Bruta Total}}{\text{Ativo Total}}$	ALAV	+ ou -	Rocha (2012); Santos (2015)
H <sub>5</sub>	Distribuição de Dividendos e/ou Reconpra de Ações	$PAYOUT = \frac{\text{Dividendos Distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}}$	PAY	-	Camargos (2008); Camargos e Barbosa (2009)
H <sub>6</sub>	Efeitos Anticompetitivos e Poder de Monopólio	1 = Concentrações horizontais 0 = Caso contrário	D_PM	+	Camargos e Coutinho (2008); Bhattacharya e Nain (2010); Dargaud e Reggiani (2015)
H <sub>7</sub>	Orgulho Gerencial Excessivo	1 = F&As com presença de orgulho gerencial 0 = Caso contrário	D.OG	+	Roll (1986); Shleifer e Vishny (1988); Nardi e Silva (2012) e Depamphilis (2014)
H <sub>8</sub>	Custo de Reposição e Valor de Mercado	$q \text{ de TOBIN} = \frac{VMON + VMPN + DIVT}{\text{Ativo Total}}$	QT	+	Chung e Pruitt (1994); Famá e Barros (2000); Andrade e Stafford (2004)
H <sub>9</sub>	Tamanho da Empresa	$TAM = Ln (\text{Ativo Total})$	TAM	+	Camargos e Barbosa (2009); Rocha (2012); Santos (2013); Oliveira <i>et al.</i> (2015)
H <sub>10</sub>	Estrutura de Controle Familiar	1 = Existência de membros familiares 0 = Caso contrário	D_CONTRF	-	Rocha (2012) e Shim e Okamuro (2011)
H <sub>11</sub>	Estrutura de Controle Capital Misto	1 = Empresa de Capital Misto; 0 caso contrário	D_CONTRCM	-	Miranda e Martins (2000)
H <sub>12</sub>	Segmento de Indústria	1 = Empresa Industrial; 0 caso contrário (serviços e comércio)	D_SI	+	Santos (2013)

**Nota:** EVA = Economic Value Added; NOPAT = LAJIR - (IR + CSLL). LAJIR = Lucro antes dos juros e imposto de renda. IR = Imposto de Renda e CSLL = Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido; CI = Capital Investido = Imobilizado + Intangível + (Ativo Circulante - Passivo Circulante) + (Disponível \* 65%); CMPC = Custo Médio Ponderado de Capital; RL = Receita Líquida; VMON = valor de mercado das ações ordinárias; VMPN = valor de mercado das ações preferenciais; DIVT = valor contábil da dívida total; DIVT = VCPNC - VCAC + VCE + VCPNC; VCPNC = valor contábil dos passivos circulantes; VCAC = valor contábil dos ativos circulantes; VCE = valor contábil dos estoques; VCPNC = valor contábil do passivo não circulante.

**FIGURA 1: Síntese das Variáveis e Hipóteses Teóricas**  
Fonte - Elaborado pelos autores.

### 3.3 Modelo Econométrico

Para identificar os fatores determinantes para a realização de F&As foi necessário trabalhar com modelo no qual a variável dependente fosse binária. Dessa forma, nos anos em que foi identificada a realização de F&As para as empresas do grupo A, foi atribuído à variável dependente o valor igual a 1 (um), em contrapartida, para os demais anos e para as empresas do grupo B foi atribuído valor igual a 0 (zero). Optou-se por trabalhar com o modelo de regressão logística – Modelo *Logit* com dados em painel. Segundo Gujarati (2011) este modelo permite estimar a probabilidade de ocorrência de um evento e identificar as variáveis independentes que contribuem para a sua predição, não exigindo a suposição da normalidade das variáveis independentes.

Foram testados três de modelos: 1. Modelo *Logit* de Efeitos Fixos – Condicional e Não Condicional; 2. Modelo *Logit* de Efeitos Agrupados; e 3. Modelo *Logit* de Efeitos Aleatórios. Visando manter as variáveis explicativas que não variam ao longo do tempo (*dummies*), foram considerados adequados ao problema em estudo, somente os Modelos *Logit* de Efeitos Agrupados e o Modelo de Efeitos Aleatórios. O Modelo de Efeitos Agrupados foi estimado utilizando a metodologia *GEE* - *Generalized Estimating Equation* (Liang & Zeger, 1986), visando alcançar estimadores consistentes e eficientes para  $\beta$ . O Modelo de Efeitos Agrupados usando o estimador *GEE*, diferente do estimador de Máxima Verossimilhança – ML é um caminho para contabilizar a correlação existente na mesma empresa ao longo do tempo. Já, o Modelo de Efeitos Aleatórios possui a suposição de que não pode existir correlação entre o efeito aleatório  $\mu_i$  e as variáveis explicativas que estão armazenadas na matriz  $X$  (Greene, 2012). Para testar essa suposição foi realizado o teste de Hausman, cujo *p-value* = 0,000 indicou haver violação da suposição de que as variáveis explicativas não possuem correlação com os efeitos aleatórios. Sendo assim, excluiu-se a possibilidade de trabalhar com Modelo de Efeitos Aleatórios, dando sequência à análise de dados, a partir do Modelo *Logit* de Efeitos Agrupados (*GEE*).

O Modelo *Logit* de Efeitos Agrupados estimado pelo método *GEE* é da classe dos modelos marginais e pode ser considerado uma extensão dos modelos lineares generalizados (McCullagh e Nelder, 1989). As regressões marginais por sua facilidade na interpretação e ausência de suposições distribucionais têm sido preferidas como extensão dos Modelos Lineares Generalizados para dados longitudinais (Fitzmaurice, Laird & Ware, 2011).

A equação básica do modelo de efeitos agrupados seria:

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{\exp(\alpha + X\beta)}{1 + \exp(\alpha + X\beta)} \quad (2)$$

Na qual:  $Y_{it}$  assume 1 se a empresa  $i$  no tempo  $t$  realizou uma F&As e 0 caso contrário.

O parâmetro  $\alpha$  é um termo constante que é o mesmo para todas as empresas. A equação final do modelo para se testar as hipóteses de pesquisa levantadas foi:

$$X\beta = \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 MEBIT_{it} + \beta_3 D\_BT_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 PAY_{it} + \beta_6 QT_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 D\_CONTRF_{it} + \beta_9 D\_CONTRCM_{it} + \beta_{10} D\_SI_{it} \quad (3)$$

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

Ao final, duas variáveis foram desconsideradas da análise do modelo de regressão: 1. a variável Orgulho Gerencial Excessivo devido ao elevado número de dados ausentes, sendo

consequência de sua própria definição e operacionalização; 2. Poder de Monopólio, que apresentou uma relação determinística, ou seja, todas as empresas que apresentaram Poder de Monopólio realizaram F&As. O *software* utilizado nas análises foi o R (versão 3.2.1).

#### 4. RESULTADOS

Para seleção das variáveis, foi utilizado o método *Backward* (Efroymson, 1960). Para isso foi adotado um nível de significância  $< 0,05$ . A Tabela 1 apresenta o Modelo *Logit* de Efeitos Agrupados (*GEE*), após a aplicação do método *Backward*, restando apenas aquelas que se mostram significativas nesta pesquisa.

**Tabela 1 - Modelo Logit de Efeitos Agrupados (*GEE*) – Após *Backward***

Variável Dependente	Variáveis Explanatórias	Hipótese	Sinal Esperado	$\beta$	EP. ( $\beta$ )	<i>p-value</i>	O.R
F&As	Intercepto	-	NA	-0,525	0,212	0,013	-
	Tempo	-	+/-	-0,225	0,061	0,000*	0,80
	<i>EVA</i>	$H_1$ ✓	+/-	0,110	0,064	0,085***	1,12
	<i>PAY</i>	$H_5$ ✓	-	0,029	0,012	0,020*	1,03
	<i>QT</i>	$H_8$ ✓	+	0,144	0,068	0,035**	1,15
	<i>TAM</i>	$H_9$ ✓	+	0,261	0,083	0,002*	1,30
	Pseudo R <sup>2</sup>					12,40%	
Nº Observações					4.950		
Legenda	NA = não se aplica. *, **, *** = significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente. x = hipótese rejeitada; ✓ = hipótese não rejeitada.						

**FONTE** - Elaborada pelos autores.

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

$$P(Y_{it} = 1) = \frac{\exp(-0,525 - 0,225 (TEMPO_{it}) + 0,110 (EVA_{it}) - 0,029 (PAY_{it}) + 0,144 (QT_{it}) + 0,261 (TAM_{it}))}{1 + \exp(-0,525 - 0,225 (TEMPO_{it}) + 0,110 (EVA_{it}) - 0,029 (PAY_{it}) + 0,144 (QT_{it}) + 0,261 (TAM_{it}))} \quad (4)$$

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

- Houve um efeito com significância (*p-value* = 0,000), da variável Tempo sobre as operações de F&As, sendo que, a chance de realizar operações F&As, diminui em 0,80 vezes por ano.
- Houve um efeito com significância (*p-value* = 0,085), da variável *EVA* sobre as operações de F&As, sendo que em média, a cada unidade que se aumenta nessa variável, a chance de realizar F&As, aumenta 1,12 vezes.
- Houve um efeito com significância, (*p-value* = 0,020), da variável *Payout* sobre as operações de F&As, sendo que em média, a cada unidade que se aumenta nessa variável, a chance de realizar F&As, aumenta 1,03 vezes. Ressalta-se que, essa variável, apresentou sinal contrário ao esperado, não sendo encontrada na literatura, nenhuma explicação sobre tal ocorrência.
- Houve um efeito com significância, (*p-value* = 0,035), da variável *q* de Tobin sobre as operações de F&As, sendo que em média, a cada unidade que se aumenta nessa variável, a chance de realizar F&As, aumenta 1,15 vezes.
- Houve um efeito com significância, (*p-value* = 0,002), da variável Tamanho da empresa sobre as operações de F&As, sendo que, em média, a cada unidade que se aumenta nessa variável, a chance de realizar F&As, aumenta 1,30 vezes.



Para esta pesquisa foram propostas, inicialmente, 12 hipóteses, das quais, duas necessitaram ser excluídas para fins de análise de regressão, sendo Orgulho Gerencial Excessivo e Poder de Monopólio, restando 10 hipóteses para análise a partir de modelo de regressão. O resultado final está sintetizado na figura 2.

Hipóteses Testadas		Resultado
H <sub>1</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à criação de valor aos seus acionistas;	Não rejeitada
H <sub>2</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à obtenção de sinergias;	Rejeitada
H <sub>3</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada existência de benefícios tributários;	Rejeitada
H <sub>4</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu poder de alavancagem;	Rejeitada
H <sub>5</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à política de distribuição de dividendos e/ou recompra de ações;	Não Rejeitada
H <sub>6</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada à obtenção de efeitos anticompetitivos e de poder de monopólio;	Excluída
H <sub>7</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao orgulho gerencial dos seus gestores;	Excluída
H <sub>8</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu custo de reposição e valor de mercado;	Não rejeitada
H <sub>9</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao seu tamanho;	Não rejeitada
H <sub>10</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao controle familiar;	Rejeitada
H <sub>11</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao controle capital misto;	Rejeitada
H <sub>12</sub>	a probabilidade de uma empresa realizar F&As está associada ao segmento de atuação, se comércio, indústria ou serviços, exceto financeiro.	Rejeitada

Obs. Embora a H<sub>5</sub> apresentou-se significativa, p-valor de 0,029, o sinal foi contrário ao esperado.

**FIGURA 2: Resultados para as hipóteses do modelo.**

FONTE - Elaborada pelos autores.

Na sequência são apresentados os comentários finais sobre as hipóteses não rejeitadas:

### H<sub>1</sub>: Criação de valor

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

Nesta pesquisa, tal hipótese foi testada mediante a utilização do *Economic Value Added – EVA*. Os resultados corroboram com a literatura estudada, ou seja, empresas com maior potencial de criação de valor, que possivelmente apresentam melhor gestão, são mais propensas a realizar F&As. Ressalta-se que tal variável também foi significativa nos trabalhos de Santos (2013) e Oliveira *et al.* (2015).

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

Conforme afirma Jensen (1986), a existência de fluxos de caixas livres nas empresas pode resultar no aumento da autonomia gerencial, de forma que os gestores fiquem propensos a tomar decisões que expropriam os acionistas em prol de benefícios próprios, passando as F&As a ser uma alternativa para isso.

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

### **H<sub>3</sub>: Custo de reposição e valor de mercado**

Para Kloeckner (1994), as firmas que apresentam  $q$  de Tobin  $< 1$  pode vir a ser alvo de propostas de aquisição. Andrade e Stafford (2004) encontraram evidências de que firmas com alto  $q$  de Tobin são mais propensas realizar investimentos e a se engajarem em F&As.

Um  $q$  de Tobin elevado pode ser um indicio de eficiência da gestão. Para Lindenberg e Ross (1981) quando esse indicador é maior do que 1, as companhias possuem incentivo para investirem. Sendo assim, a opção por estratégias de F&As pode ser uma alternativa para este investimento, de forma a aumentar o valor na empresa adquirente e transferir tecnologia de gestão para a adquirida. Nesta pesquisa, tal hipótese foi testada mediante a utilização do  $q$  de Tobin. Os resultados corroboram com a literatura estudada, ou seja, empresas com  $q$  de Tobin mais elevado, ou seja, maior do que 1 (em média) são mais propensas a realizarem F&As.

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

Para Higson e Elliott (1998), o tamanho da empresa é um importante discriminador entre empresas adquirentes e alvos. Para Gorton, Kahl e Rosen (2009) a empresa adquirente é normalmente maior, quando comparada com a adquirida, raramente haverá a aquisição de empresas rivais, maiores. Além disso, é de se esperar que empresas maiores têm à disposição uma diversidade maior de fontes de captação de recursos do que as empresas menores, até em função do nível de garantias que conseguem oferecer e, em alguns casos, de aspectos como governança, demonstrativos financeiros auditados, entre outros que qualificam o grau de maturidade da empresa. Embora não exista uma literatura consolidada sobre a influência do tamanho da empresa nos processos de F&As, vários estudos abordam essa questão.

Nesta pesquisa, tal hipótese foi testada mediante a utilização do  $LN$  do Ativo Total. Os resultados corroboram com a literatura estudada, ou seja, empresas maiores são mais propensas a realizarem F&As vão na direção dos resultados encontrados por Santos (2013) e Oliveira *et al.* (2015).

### **Tempo**

Embora não tenha sido delineada, uma hipótese específica para avaliar o comportamento do Tempo, sobre os processos de F&As, durante a realização desta pesquisa, observou-se este elemento, exerce influência significativa sobre os processos de F&As, sendo assim, optou-se por avaliar este aspecto, como uma variável explicativa do modelo econométrico. Tal variável apresentou significância estatística ( $p$ -value = 0,000). O que corrobora com a literatura pesquisada.

Apesar das constantes variações observadas na ocorrência de F&As no Brasil, observa-se que essas operações são marcadas por períodos de maior e menor intensidade. Para Gaughan (2011) as F&As são atividades que ocorrem a partir de atividades intensas, denominadas ondas, podendo ser causadas por choques econômicos, regulatórios e tecnológicos, tais choques, são fatores que impulsionam a adoção dessas estratégias em busca uma rápida expansão. Este fenômeno reforça a necessidade de um melhor entendimento dessa atividade e sua importância para as pesquisas científicas.

Com base no modelo econométrico utilizado, foi possível verificar que o Tempo; o Tamanho da Empresa; o  $q$  de Tobin; o *Payout* e o *Economic Value Added* foram capazes de explicar 12,40% da realização de F&As durante o período estudado. Sendo estes, considerados fatores, determinantes para a realização de F&As ao longo do período estudado.

Conforme Verbeek (2012), a qualidade do ajuste do modelo *Logit* de Efeitos Agrupados, pode ser avaliada tanto em termos de ajuste entre as probabilidades calculadas e as frequências observadas, quanto em termos de capacidade preditiva do modelo. O método utilizado para avaliar a qualidade do ajuste do modelo desta pesquisa foi a comparação das previsões corretas e incorretas.

A tabela de classificação ou de expectativa de predição é uma forma de averiguar a capacidade de classificação correta do modelo para os dois grupos de dados, considerando as medidas de sensibilidade, especificidade, valor preditivo positivo (VPP), valor preditivo negativo (VPN) e acurácia. De acordo com a tabela 2, constata-se que o modelo ajustado apresentou 63,60% de classificação correta para as empresas estudadas. Entre as empresas que o modelo discriminou que realizaram F&As, 41,3% realmente realizaram. Entre as empresas que o modelo discriminou que não realizaram F&As, 80,7% realmente não realizaram.

**Tabela 2 – Tabela de Classificação**

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

**Fonte:** Elaborada pelos autores

Para avaliar o poder preditivo, utilizou-se a curva *ROC* (*Receiver Operating Characteristic*) que relaciona a sensibilidade *versus* a especificidade do modelo estimado. Um modelo com nenhum poder preditivo teria a curva *ROC* como uma linha de 45 graus. Quanto maior o poder preditivo do modelo, maior a curva. A área sob a curva é utilizada como uma medida de capacidade preditiva do modelo (Greene, 2012). Neste sentido, pode-se notar, que o modelo estimado apresentou uma capacidade de predição de 0,680, semelhante à de outras pesquisas com o modelo.

Os resultados obtidos pela estimação do Modelo *Logit* para a probabilidade de realização de F&As, indica uma concentração de observações na faixa de probabilidade de realização de F&As de até 30%. A prevalência de realização de F&A foi igual a 28,9%. O teste de Hosmer-Lemeshow indica que o modelo está bem ajustado ( $p$ -value = 0,200). O teste de Razão de Verossimilhança indica que existe pelo menos uma variável explicativa cujo parâmetro possui significância estatística no modelo ( $p$ -value = 0,000).

**Tabela 3 – Medidas do Ajuste do Modelo**

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

**FONTE** - Elaborada pelos autores.



A Tabela 4 apresenta o *VIF* das variáveis do modelo selecionado.

**Tabela 4 - *VIF* das Variáveis do Modelo Analisado**

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

**FONTE** - Elaborada pelos autores.

Percebe-se a partir da avaliação da tabela 4 que os valores obtidos para o *VIF* foram baixos, o que indica, que não houve problemas de multicolinearidade entre as variáveis do modelo.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando que as F&As são estratégias adotadas com certa regularidade pelas empresas brasileiras e possuem impactos sobre a economia do país e diante da lacuna observada na literatura sobre os fatores que determinam sua realização, o objetivo desta pesquisa foi em identificar os fatores determinantes para a realização de F&As envolvendo empresas brasileiras adquirentes, listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2015. Para isso, foram analisados dados econômicos, contábeis e de mercado de 130 processos de F&As de uma amostra de 75 empresas que realizaram e não realizaram F&As neste período.

A partir desse objetivo foram delineadas 12 hipóteses teóricas e definidas suas variáveis *proxies* com base na literatura sobre o tema, fundamentado na ideia de que tais hipóteses são fatores que determinam a realização de F&As. Ao final, restaram 10 hipóteses (duas variáveis tiveram que ser excluídas), testadas com a utilização do Modelo *Logit* de Efeitos Agrupados (*GEE*), cuja capacidade preditiva de 0,68 foi aceitável para a explicação do fenômeno em estudo.

A partir deste modelo, verificou-se que, dentre as 10 hipóteses propostas, quatro delas não foram rejeitadas, sendo: Criação de Valor, Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações, Custo de Reposição e Valor de Mercado e Tamanho da Empresa. Ressalta-se que a variável *Payout*, *proxy* para a realização de F&As como Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações, apresentou sinal contrário ao esperado. Não sendo encontrado na literatura, explicações para tal fenômeno. As demais hipóteses propostas foram rejeitadas. Durante a realização desta pesquisa, observou-se que o Tempo, é um fator que exerce influência sobre os processos de F&As. O que está de acordo com a literatura pesquisada.

Em síntese, os resultados obtidos nesta pesquisa permitem concluir que os fatores determinantes para a realização de F&As, sob a ótica da empresa adquirente, são: 1. Criação de Valor ao Acionista: empresas com maior potencial para a criação de valor são mais propensas à realização de F&As; 2. Política de Distribuição de Dividendos e/ou Recompra de Ações: empresas com um alto índice de *Payout* são mais propensas a realização de F&As (sinal contrário ao esperado); 3. Custo de Reposição e Valor de Mercado: empresas com elevado *q* de Tobin, (maior do que 1), são mais propensas a realizarem F&As; e 4. Tamanho da Empresa: empresas maiores são mais propensas à realização de F&As. Adicionalmente, verificou-se que o Tempo é um fator a ser observado quando da ocorrência de tais operações.

Este trabalho se baseou na ótica da empresa adquirente, trazendo como inovação o teste de hipóteses não utilizadas anteriormente em pesquisas nacionais. Para pesquisas futuras recomenda-se: 1. a ampliação da amostra de pesquisa; 2. realização de um confronto entre fatores que determinam a realização de F&As por empresas adquirentes e adquiridas; 3. utilização de abordagem quantitativa e qualitativa, em forma de estudo múltiplo de casos, no intuito de identificar

e confrontar os resultados sobre os fatores que determinam a realização de F&As; e 4. replicação deste estudo para empresas nacionais e internacionais, no intuito de verificar se os determinantes para a realização de F&As são influenciados pelas características econômicas, sociais e culturais de cada país.

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

## REFERÊNCIAS

- Achim, S. A. (2015). Recent trends in the study of mergers and acquisitions. *Finance*, 18(1), p. 123-132.
- Anbima - Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (2015). *Fusões e aquisições*. Ano XI nº 24.
- Andrade Filho, E. O. (2005). *Imposto de renda das empresas*. (2. ed.) São Paulo: Atlas.
- Andrade, M. M. (2002). *Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas*. (5. ed.) São Paulo: Atlas.
- Andrade, G.; & Stafford, E. (2004). Investigating the economic role of mergers. *Journal of Corporate Finance*, 10(1), p. 1-36.
- Astrachan, J. H. (2010) Welcome from the Editor. *Journal of Family Business Strategy*. 1(1). Disponível: <http://www.elsevier.com/locate/jfbs>. Acesso 20/02/16.
- Auerbach, A. J.; & Reishus, D. (1987). The impact of taxation on mergers and acquisitions. *NBER Working Paper*, n. 2192.
- Bender, R.; & Ward, K. (2005). *Corporate financial strategy*. (2 ed.) USA: Butterworth Heinemann.
- Benston, G. J. (1980). *Conglomerate mergers: causes, consequences and remedies*. Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- Berle Jr., A. A.; & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Bhattacharya, S.; Naim, A. (2011). Horizontal acquisition and buying power: a product market analysis. *Journal of Financial Economics*, 99(1), p. 97-115.
- Camargos, M. A. (2008). *Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor, retorno, sinergias e risco*. Tese de Doutorado em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Camargos, M. A.; & Barbosa, F. V. (2009). *Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais*. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), p. 206-220.
- Camargos, M. A.; & Coutinho, E. S. (2008). A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *Revista de Administração Contemporânea Eletrônica - RAC*, 2(2), p. 273-295.
- Castro, D. M. F. (2010). *Criação de valor em fusões e aquisições*. Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Chung, K.; & Pruitt, S. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), p. 70-74.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), p. 386-405.
- Cigola, M., & Modesti, P. (2008). A note on mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 34(4), p. 221-238.

- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de pesquisa em administração*. (7. ed.) Porto Alegre: Bookman.
- Copeland, T.; Koller, T.; & Murrin, J. (2002). *Avaliação de empresas valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. São Paulo: Makron Books.
- Dargaud, E.; & Reggiani, C. (2015). On the price effects of horizontal mergers: a theoretical interpretation. *Bulletin of Economic Research*, 63(3).
- Depamphilis, D. M. (2014). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. (7 ed.) San Diego: Academic Press - Elsevier.
- Efroymson, M. A. (1960). *Multiple regression analysis*. Mathematical methods for digital computers. Baston A and Welf, H.S, (eds), New York: John Wiley & Sons.
- FAMÁ, R.; & BARROS, L. A. (2000). Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 7(4), p. 27-43.
- Fitzmaurice, G. M.; Laird, N. M.; & Ware, J. H. (2012). *Applied longitudinal analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. (5 ed.) New Jersey: John Wiley & Sons.
- Gorton, G.; Kahl, M.; & Rosen, R. J. (2009). Eat or be eaten: a theory of mergers and firm size. *The Journal of Finance*, 64(3), p. 1291-1344.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. (7. ed.) USA: Prentice Hall.
- Gujarati, D. (2011). *Econometria básica*. (5. ed.) Rio de Janeiro: Elsevier.
- Higson, C.; & Elliott, J. (1998). Post-takeover returns: The UK evidence. *Journal of Empirical Finance*, 5(1), p. 27-46.
- Jagannathan, M.; Stephens, C. P.; & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), p. 355-384.
- Jensen, M. (1986). Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over. *The American Economic Review*, 76(2), p. 323-329.
- Jensen, M. C.; & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- KloECKner, G. O. (1994). Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração - USP*, 29(1), p. 42-58.
- Kummer, C., & Steger, U. (2008). Why mergers and acquisition (M&A) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure. *Strategic Management Review*, 2(1), p. 44-63.
- Lang, L.; Ofek, E.; & Stulz, R. M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal Financial Economics*, 40(1), p. 3-29.
- Liang, K.Y.; & Zeger, S. L. (1986). Longitudinal data analysis using generalized linear models. *Biometrika*, 73(1), p. 13-22.
- Lindenberger, E. B.; & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *The Journal of Business*, 54(1), p. 1-32.
- Mackinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), p. 13-39.
- Malmendier, U.; & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), p. 20-43.
- McCullagh, P.; & Nelder, J. A. (1989). *Generalized linear models*. (2. ed.) Chapman & Hall: London.
- Miller, M. H.; & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), p. 411-33.
- Miranda, J. C.; & Martins, L. (2000). Fusões e aquisições de empresas no Brasil. *Economia e Sociedade*, 14(1), p. 67-88.



- Nardi, R. Y. S.; & Silva, E. S. Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado. *Anais do Encontro da Associação de Pós-Graduação em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 36.
- Neary, P. (2004). *Cross-Border mergers as instruments of comparative advantage*. Oxford: University College Dublin and CEPR.
- Oliveira, N.G.; Nadone, C. L.; Pinheiro, L. E. T.; & Lamounier, W. M. (2015). Determinantes para a realização de combinações de negócios envolvendo empresas brasileiras. *Anais do Congresso Nacional de Administração e Contabilidade*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 6.
- Palepu, K. G. (1986). Predicting takeover targets, a methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), p. 3-35.
- Pinto Jr., H. Q.; & Iooty, M. (2005). Fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. *Revista de Economia Política*, 25(4), p. 439-453.
- Powell, R. G. (1997). Modelling takeover likelihood. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(7), p. 1009-1030.
- Rocha, T. A. R. (2012). *Efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e aquisição*. Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Rock, M. L., Rock, R. H., & Sikora, M. (1994). *The mergers & acquisitions handbook*. (2. ed.) New York: McGraw-Hill.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 9(2), p. 197-216.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. F; & Lamb, R. (2015). *Administração financeira: corporate finance*. (10 ed.) Porto Alegre: Bookman.
- Santos, T. A. (2013). *Determinantes de fusões e aquisições na indústria manufatureira no Brasil*. Dissertação de Mestrado em Administração. Universidade Federal de Lavras, Lavras, MG, Brasil.
- Scherer, F. M; & Ross, D. (1990). *Industrial market structure and economic performance*. (3 ed.) Boston: Houghton Mifflin Company.
- Seth, A. (1990a). Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(4), p. 431-46.
- Seth, A. (1990b). Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), p. 99-115.
- Seth, A.; Song, K. P.; & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U. S. *Journal of International Business Studies*, 23(10), p. 921-40.
- Shim, J.; & Okamuro, H. (2011). Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), p. 193-203.
- Shleifer, A.; & Vishny, R. W. (1988). Value maximization and the acquisition process. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), p. 1-20.
- Stewart III, G. B. (2005). *Em busca do valor: o guia EVA para estrategistas*. Porto Alegre: Bookman.
- Tobin, J. (1969). General equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), p. 65-86.
- Tobin, J.; & Brainard W. (1968). Pitfalls in financial models building. *American Economic Review*, 58(2), p. 99-122.
- Uddin, M., & Boateng, A. (2009). An analysis of short-run performance of cross-border mergers and acquisitions: evidence from the UK acquiring firms. *Review of Accounting and Finance*, 8(4), p. 431-453.
- Verbeek, M. (2012). *A guide to modern econometrics*. (4. ed.) New York: John Wiley & Sons.