



**THAÍS ALVES DOS SANTOS**

**DETERMINANTES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES  
NA INDÚSTRIA MANUFATUREIRA NO  
BRASIL**

**LAVRAS – MG  
2013**

**THAÍS ALVES DOS SANTOS**

**DETERMINANTES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NA INDÚSTRIA  
MANUFATUREIRA NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Mestre.

Orientadora

Dra. Cristina Lelis Leal Calegario

Coorientador

Dr. Francisval de Melo Carvalho

**LAVRAS - MG  
2013**

**Ficha Catalográfica Preparada pela Divisão de Processos Técnicos da  
Biblioteca Central da UFLA**

Santos, Thaís Alves dos.

Determinantes de fusões e aquisições na indústria manufatureira  
no Brasil / Thaís Alves dos Santos. – Lavras : UFLA, 2013.

97 p. : il.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Lavras, 2013.

Orientador: Cristina Lelis Leal Calegario.

Bibliografia.

1. Ondas de fusão e aquisição. 2. Modelos *logit*. 3. Económica.  
I. Universidade Federal de Lavras. II. Título.

CDD – 658.16

**THAÍS ALVES DOS SANTOS**

**DETERMINANTES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NA INDÚSTRIA  
MANUFATUREIRA NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Mestre.

APROVADO em 12 de março de 2013.

Dr. Luiz Gonzaga de Castro Júnior      UFLA

Dra. Thelma Sáfyadi                      UFLA

Dr. Francisval de Melo Carvalho      UFLA

Dra. Cristina Lelis Leal Calegario

Orientadora

**LAVRAS - MG  
2013**

*A Deus, autor e criador da minha vida.  
Aos meus pais, Marice e José Divilson, pelo ensino cotidiano, exemplo de amor  
e dedicação. Aos meus irmãos, Renan e Marcelo, pela amizade e  
companheirismo.  
A minha avó, Alice, por tornar meus dias mais alegres e simples.*

**DEDICO**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradecer a todos que contribuíram de alguma maneira para a construção deste trabalho, confesso, é um pouco difícil. A caminhada até este momento, com certeza só foi possível pela existência de pessoas que caminharam ao meu lado, que me acompanharam no percurso e aquelas que mesmo distantes torciam pelo sucesso.

Escolher quem mencionar e mais, quem não mencionar é um trabalho um tanto quanto penoso e digamos injusto. Assim, para começar, agradeço primeiro a Deus, a Ele toda honra e louvor por esses dois anos e pouco de caminhada e por demonstrar nas mais simples situações seu amor e cuidado incondicional.

À professora Cristina Lelis Leal Calegario, por aceitar o desafio da orientação, pelas oportunidades oferecidas, pelo exemplo de profissionalismo e confiança. Os desafios propostos e incentivos foram de grande valia para meu crescimento pessoal e profissional. Obrigada pela amizade!

Ao meu coorientador, Francisval de Melo Carvalho, pela atenção dedicada e orientações. Aos professores Luiz Gonzaga de Castro Júnior e Thelma Sáfyadi, por me acompanharem desde a banca de qualificação e estarem sempre disponíveis para me auxiliar na construção deste trabalho. A Heloísa Rosa Carvalho pelos conselhos e dicas que fizeram este trabalho mais completo. A contribuição de vocês foi essencial!

As minhas colegas de mestrado e hoje amigas e companheiras para a vida, Christiane Lobato, Déborah Siade e Nayara Noronha, agradeço cada momento compartilhado, cada conselho recebido, pela disposição em ajudar, mesmo sendo de áreas diferentes. A Dé e Nay, pela companhia nesses momentos de escrita. Ao Alessandro pela amizade sincera. Ao Mário pela parceria dos artigos e por toda a ajuda. Ao Adriano Tonelli e Daniel Leite, “vizinhos”, pelos momentos divertidos que com certeza tornaram esta caminhada mais leve. Aos colegas de grupo de pesquisa, pelo apoio e cooperação neste tempo, principalmente ao Gabriel Pessanha e Juciara Nunes, pelas parcerias nas publicações, pelos socorros prestados na escrita deste trabalho, espero trabalhar sempre com vocês.

Aos meus colegas de classe a vontade era citar cada um, pois todos são especiais. As aulas e os congressos não seriam os mesmos sem a presença de vocês. Foram momentos de alegrias, com as “pérolas” de cada aula, os saudosos cafés no intervalo de cada aula, os divertidos almoços no RU, são lembranças queridas e para toda a vida. Cada um, a sua maneira, contribuiu para este trabalho.

Aos professores do Programa de Pós-graduação em Administração (PPGA) da Universidade Federal de Lavras (UFLA), em especial ao Gideon de Carvalho Benedicto e ao Cléber Carvalho de Castro, por demonstrarem profissionalismo e amor no que fazem.

A todos os funcionários do Departamento de Administração e Economia (DAE), em especial a Deila Pereira, por sempre nos auxiliar.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), pela bolsa de estudos.

Aos membros do PET, por tornar o ano de 2012 mais divertido e por lembrar-me que para se ter competência e responsabilidade não importa a idade.

Aos amigos não acadêmicos pela compreensão nos momentos de ausência e estresse. Principalmente a Ana Bortoni e André Ávila, por me “raptarem” de vez em quando.

A todos meus familiares que sempre torceram e acreditaram sinceramente em mim e que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste trabalho.

E, por fim, aos meus maiores incentivadores e cúmplices: meus pais, José Divilson e Marice; e meus irmãos: Renan e Marcelo. Vocês foram os primeiros a compartilhar deste sonho, a acreditar no meu potencial, muitas vezes mais que eu mesma. Não tenho palavras para descrever a importância de vocês na minha vida. Amo incondicionalmente vocês!

Muito obrigada!

*O valor das coisas não está no tempo que elas duram, mas na intensidade com que acontecem. Por isso, existem momentos inesquecíveis, coisas inexplicáveis e pessoas incomparáveis.*

*Fernando Sabino*

## RESUMO

O principal objetivo deste estudo foi investigar os fatores determinantes das operações de Fusão e Aquisição (F&A) na Indústria Manufatureira, sob a ótica das empresas adquirentes. A amostra deste trabalho foi constituída de oitenta e seis empresas de capital aberto, com papéis em negociação na BM&FBOVESPA. A amostra foi dividida em empresas que realizaram processos de F&A (adquirentes) e empresas que não realizaram esse processo. A natureza do estudo é quantitativa e a verificação dos fatores determinantes das operações de F&A aconteceu por meio dos modelos de regressão logística. O período de análise deste trabalho está compreendido entre os anos de 2001 e 2011. O trabalho buscou identificar quais características das empresas são determinantes para as operações de F&A e como o setor e um período de recessão econômica poderiam influenciar nesses acontecimentos. Dentre as várias características das empresas estudadas foi possível identificar algumas que se confirmaram determinantes para os processos de F&A. Os resultados também mostraram que o período durante e depois da crise financeira mundial influenciou positivamente as empresas adquirentes nos processos de F&A. Concluiu-se os resultados deste trabalho são relevantes, pois conseguiram mostrar alguns fatores determinantes das operações de F&A.

Palavras-chave: Ondas de fusões e aquisições. Modelos *logit*. Económica.

## **ABSTRACT**

The main objective of this study was to investigate the determinants of merger and acquisition (M&A) Manufacturing Industry in the perspective of the acquiring companies. The study sample consisted of eighty-six publicly traded companies, with roles in trading at BMF&BOVESPA. The sample was divided into companies processes performed M&A (buyers) and businesses that did not undergo this process. The nature of the study is quantitative and verification determinants of M&A transactions happened through logistic regression models. The period of analysis of this work is between the years 2001 and 2011. The study sought to identify which characteristics of businesses are crucial to the operations of M&A and how the industry and a period of economic recession could influence these events. Among the various characteristics of the studied companies it was possible to identify some that were confirmed determinants for the processes of M&A. The results also showed that the period during and after the global financial crisis has positively influenced the acquiring companies in the process of M&A. It was concluded that the results of this work are relevant since managed to show some determinants of operations of M&A.

Keywords: Waves of mergers and acquisitions. Logit models. Econometrica.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Tipos de combinações estratégicas.....	30
Figura 2	Modelo teórico e as variáveis.....	45
Figura 3	Modelo teórico final – Fatores determinantes das operações de F&A.....	79

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Teorias comuns que motivam as F&A .....	31
Quadro 2	Estudos sobre F&A .....	33
Quadro 3	Ondas de fusão e aquisição .....	39
Quadro 4	Estudos brasileiros de F&A .....	42
Quadro 5	Cálculo dos indicadores financeiros.....	58
Quadro 6	Hipóteses .....	69

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Ranking F&A América do Sul.....	25
Tabela 2	Teste de <i>HosmerLemeshow</i> – Equação (1) .....	66
Tabela 3	Equação (1) de regressão logística dos fatores que determinam as operações de F&A.....	67
Tabela 4	Teste de <i>HosmerLemeshow</i> – Equação (2) .....	70
Tabela 5	Equação (2) de regressão logística dos fatores que determinam as operações de F&A.....	72
Tabela 6	Teste de <i>HosmerLemeshow</i> –Equação (3) .....	74
Tabela 7	Equação (3) de regressão logística dos fatores que determinam as operações de F&A.....	74

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	16
<b>1.1</b>	<b>Problema de pesquisa</b> .....	18
<b>1.2</b>	<b>Objetivos</b> .....	19
<b>1.2.1</b>	<b>Objetivo geral</b> .....	19
<b>1.2.2</b>	<b>Objetivos específicos</b> .....	19
<b>1.3</b>	<b>Justificativas</b> .....	19
<b>1.3</b>	<b>Estrutura do trabalho</b> .....	21
<b>2</b>	<b>CONTEXTUALIZAÇÃO</b> .....	23
<b>3</b>	<b>FUNDAMENTOS TEÓRICOS</b> .....	27
<b>3.1</b>	<b>Fusões e aquisições: conceitos e motivações</b> .....	27
<b>3.2</b>	<b>Ondas de fusões e aquisições no mundo</b> .....	35
<b>3.2.1</b>	<b>A visão de Scherer (1970)</b> .....	35
<b>3.2.2</b>	<b>A visão de Weston, Siu e Johnson (2006)</b> .....	36
<b>3.2.3</b>	<b>A visão de Gaughan (2011)</b> .....	37
<b>3.3</b>	<b>Estudos brasileiros de operações de F&amp;A</b> .....	40
<b>3.4</b>	<b>Modelo teórico: descrição das variáveis e suas hipóteses</b> .....	43
<b>3.4.1</b>	<b>Eficiência operacional</b> .....	46
<b>3.4.2</b>	<b>Estrutura de capital</b> .....	46
<b>3.4.3</b>	<b>Liquidez</b> .....	47
<b>3.4.4</b>	<b>Rentabilidade</b> .....	47
<b>3.4.5</b>	<b>Retorno ao acionista</b> .....	48
<b>3.4.7</b>	<b>Tamanho</b> .....	49
<b>3.4.8</b>	<b>Crise econômica</b> .....	49
<b>4</b>	<b>ASPECTOS METODOLÓGICOS</b> .....	52
<b>4.1</b>	<b>Tipo de pesquisa</b> .....	52
<b>4.2</b>	<b>Natureza, fonte dos dados e amostra</b> .....	52

<b>4.3</b>	<b>Tratamento e análise dos dados .....</b>	<b>54</b>
<b>4.4</b>	<b>Descrição e operacionalização das variáveis.....</b>	<b>57</b>
<b>5</b>	<b>RESULTADOS .....</b>	<b>60</b>
<b>5.1</b>	<b>Sobre a amostra.....</b>	<b>60</b>
<b>5.2</b>	<b>Influência das características das empresas nas operações de F&amp;A .....</b>	<b>65</b>
<b>5.3</b>	<b>Influência do setor nas operações de F&amp;A .....</b>	<b>69</b>
<b>5.4</b>	<b>Influência da crise nas operações de F&amp;A.....</b>	<b>73</b>
<b>6</b>	<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>76</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>81</b>
	<b>ANEXOS .....</b>	<b>91</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As transformações econômicas globais ditam o comportamento dos diversos atores da economia. A intensidade da integração da economia proporciona reflexos instantâneos no ambiente de negócios, tanto em momentos de recessão como nos de ascensão econômica.

O Brasil, enquanto mercado emergente tem passado por diversas transformações visando conquistar crescimento sólido e lugar de destaque na economia mundial. O país atualmente é considerado um mercado atraente para os investidores estrangeiros devido a uma variedade de fatores, sobretudo, por ter conquistado relativa estabilidade econômica e política, ter controlado a inflação e consistir em um mercado consumidor em expansão.

Todas essas transformações na economia nacional auxiliaram a ampliação do número de transações de fusões e aquisições (F&A). As empresas nacionais e estrangeiras vislumbram nessas operações oportunidades de crescimento, ademais, tais operações podem ser consideradas resultado das estratégias da empresa (ÖBERG; HOLTSTRÖM, 2006).

O crescimento do número de operações de F&A no país, somente foi possível com a desregulamentação dos mercados locais, interesse de empresas estrangeiras nos mercados emergentes e a permissão de compra (dos governos) de empresas nacionais por estrangeiras. Nesse cenário, as F&A tem ocupado papel de destaque, enquanto estratégia de crescimento e sobrevivência das firmas.

Apesar dos períodos de incerteza que a economia mundial passou, dados do *Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances* – IMAA (2012) e das empresas de consultoria KPMG *Corporate Finance* - KPMG, 2012) e *Price water house Coopers* - PWC, 2012) apontam o crescimento das operações de

F&A, e reafirmam a tendência de continuidade do crescimento dessas operações, tanto no Brasil como no mercado mundial.

É importante destacar que as operações de F&A, no Brasil, em 2011, cresceram 12,5% em relação ao ano anterior. Além disso, todas as operações envolveram direta ou indiretamente empresas brasileiras (KPMG, 2012).

O número de pesquisas realizadas com o anseio de explicar e compreender as razões que levam as organizações a optarem por estratégias de F&A é considerável. As teorias da Organização Industrial apontam duas razões principais para esses eventos, os ganhos de eficiência e a racionalidade estratégica (NEARY, 2004).

As F&A são formas de atividade que proporcionam aos participantes do mercado o controle corporativo, ganho de poder de mercado, apropriação de novas tecnologias, entre outros. Esse assunto, contudo, ainda é tema de constantes discussões e divergências entre os profissionais de mercado, governos, sociedade em geral e academia.

A associação de empresas via operações de F&A também gera impactos na estrutura de mercado. Dessa forma as operações de F&A passam a ser fonte de preocupações no âmbito governamental, pois essas operações podem ocasionar concentração de mercado, prejudicando consumidores e indústria local.

As operações de F&A também alteram a estrutura interna da firma, dessa forma identificar quais são os fatores determinantes dessas operações, auxilia a empresa a se decidir pela estratégia de F&A e possivelmente evitar operações que não terão como resultado o sucesso (CAMERLYNCK; OOGHE; LANGHE, 2005; KUPFER; HASENCLEVER, 2002).

No anseio de identificar as causas e benefícios das operações de F&A, diversos estudos observam as características financeiras e do mercado acionário antes e depois da efetivação dos processos (BARNES, 1998; CAMERLYNCK;

OOGHE; LANGHE, 2005; CLEMETS; SING, 2011; DENČIĆ-MIHAJLOV; RADOVIĆ, 2006; PALEPU, 1986).

A literatura também ressalta que esses processos, normalmente, podem ser concentrados em ondas e é dentro de uma dessas ondas em que pode acontecer uma aglomeração significativa de determinado setor. Portanto, a possibilidade de identificar o que determina as ocorrências de F&A também se torna relevante por esse fato.

Diante disso, este trabalho tem como objeto de estudo as operações de F&A, especificamente, as ocorridas nas empresas da Indústria Manufatureira, listadas na BM&FBOVESPA (2013).

### **1.1 Problema de pesquisa**

Diante do exposto, sabe-se que as operações de F&A alteram a concentração do mercado em que as empresas adquirentes e alvos estão inseridos. O mercado se adapta ao ambiente por meio das mudanças nas populações de empresas. A entrada e saída de empresas e o crescimento dessas no mercado, constituem processos dinâmicos de seleção e que afetam a resistência da eficiência, da concorrência e da estrutura do mercado ao longo do tempo (ESTEVE-PÉREZ, 2012).

Como as operações de F&A trazem ao mercado um novo arranjo, com a junção de uma ou mais empresas, esse pode impactar as estratégias das empresas, inclusive no que diz respeito à possibilidade de aquisição de outra firma visando não se tornar uma empresa-alvo (CAMERLYNCK; OOGHE; LANGHE, 2005).

Assim, entender quais características determinam a ocorrência dessas operações torna-se relevante para monitoramento dos arranjos do mercado e/ou indústria e como forma de planejamento estratégico das empresas. Para tanto,

este estudo intenta responder: quais os fatores determinantes para a realização de operações de fusões e aquisições em empresas da Indústria Manufatureira, listadas na BM&FBOVESPA?

## **1.2 Objetivos**

Nesta sessão, apresenta-se os objetivos geral e específicos.

### **1.2.1 Objetivo geral**

Verificar os fatores determinantes das operações de fusões e aquisições nas empresas da Indústria Manufatureira, listadas na BM&FBOVESPA (2013).

### **1.2.2 Objetivos específicos**

- a) Identificar as características das empresas nas operações de fusões e aquisições.
- b) Averiguar se o setor influencia as operações de fusões e aquisições;
- c) Verificar a influência do período pós-crise do *subprime* nas operações de fusões e aquisições.

## **1.3 Justificativas**

O número de operações de F&A tem crescido significativamente, nas últimas décadas, entretanto, apesar da pujança dos números de efetivações de operações de F&A, Cartwright e Schoenberg (2006), afirmam que as taxas das falhas dessas operações também têm se mantido elevadas ao longo do tempo, sinalizando ainda haver controvérsias em relação ao efeito de tais operações sobre o desempenho das firmas (SETH, 1990).

As atividades de F&A no Brasil têm apresentado números crescentes, motivadas por ganhos de escala, sinergia e poder de mercado, o que mantém o mercado nacional aquecido dessas operações. A consolidação da economia dos países emergentes os coloca como alvo de investimentos, como mercado consumidor em potencial e também favorece o aumento dessas operações (GUGLER; MUELLER; WEICHBAUMER, 2012; KPMG, 2012; SILVA, 2011).

As operações de F&A podem ser consideradas uma estratégia de rápido crescimento, porém os processos pós-fusão e aquisição normalmente são demorados (PARK; JANG, 2011).

No Brasil, a maioria dos estudos sobre as operações de F&A analisa as motivações, estratégias de setores ou firmas específicas, como pode ser visto nos estudos de Barbosa, Zilber e Lex (2011), Camargos e Barbosa (2003, 2005, 2010), Feitosa, Silva e Firmo (2011), Franco e Camargos (2011), Pereira e Dornelas (2010), Pessanha et al. (2012a), Silva (2011) dentre outros. De modo semelhante ocorre na literatura internacional em que há diversos estudos sobre as motivações das operações de F&A como Alcade e Espitia (2003), Berkovitch e Narayanan (1993), Changqi e Ningling (2010), Chanterjee (2007), Dhawan (2009) e Trimbath, Frydman e Frydman (2001).

Ademais, são encontradas pesquisas que se atêm a previsões de operações de F&A, ou vislumbram tais operações sob o foco da internacionalização (CLEMETS; SING, 2011; DENČIĆ-MIHAJLOV; RADOVIĆ, 2006; PALEPU, 1986). Assim, este trabalho se justifica, inicialmente, por preencher uma lacuna da literatura sobre os determinantes dessas operações, haja vista, tem como foco a investigação dos fatores que determinam a existência de F&A, ou seja, quais as características das empresas e do mercado que influenciam a ocorrência dessas operações.

Espera-se ainda contribuir com os gestores de empresas, investidores e governo, uma vez que, conhecendo quais características da empresa favorecem as operações de F&A, a opção por essa estratégia poderá ser melhor avaliada, evitando possíveis insucessos, e problemas de agência.

Além disso, Kupfer e Hasenclever (2002) afirmam que as operações de F&A são uma das causas geradoras da concentração de mercado dos setores nos quais esses processos se dão, logo o monitoramento dessas operações poderá então acontecer de forma mais eficiente, oferecendo ao governo conhecimento sobre os mecanismos envolvidos nessas operações e subsidiando para que o mesmo possa legislar com mais eficiência e evitar consequências nocivas ao mercado local.

Como as ondas de fusões e aquisições na indústria sugerem que as concentrações resultantes desses processos podem gerar choques inesperados à estrutura e regulamentação de determinadas indústrias, esses fatores podem explicar o porquê do número de trabalhos que estudam as operações de F&A. Esses abordam desde a previsão das operações de F&A até a investigação sobre a geração de sinergias e eficiência dessas operações. Cabe ressaltar que alguns destes trabalhos apresentam resultados distintos e/ou inconclusivos (BRITO; BATISTELLA; FAMÁ, 2005; LING; PETROVA, 2011; MOELLER; SCHLINGEMANN; STULZ, 2005; WOOD JÚNIOR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004).

### **1.3 Estrutura do trabalho**

Nesse capítulo introdutório apresentou-se o problema de pesquisa, objetivos e as justificativas deste trabalho. No capítulo 2 apresenta-se um breve panorama do movimento de fusões e aquisições. No capítulo 3 apresenta-se os fundamentos teóricos. O capítulo 4 descreve a metodologia utilizada e o

tratamento das variáveis. Os resultados deste estudo são apresentados no quinto capítulo.

## 2 CONTEXTUALIZAÇÃO

Historicamente os processos de F&A são mais acentuados em economias consolidadas como a dos Estados Unidos e Europa. Todavia as operações de F&A apresentam números crescentes no ambiente de negócios do Brasil (MIRANDA; MARTINS, 2000; WOOD JÚNIOR; VASCONCELOS; CALDAS, 2004). Prova disso é que o número de operações de F&A apresentou um crescimento de aproximadamente 466% no ano de 2011 se comparado ao ano de 1994 (Gráfico 1).

Observa-se que o crescimento das operações não foi somente para as transações de empresas dentro do país, assim como operações *crossborder* (transfronteiriça). Segundo Seth, Song e Pettit (2000) as operações de F&A *crossborder* são aquelas que envolvem empresas de pelo menos duas nacionalidades. Até o terceiro trimestre de 2012, o país com maior participação estrangeira no Brasil era os Estados Unidos com 43% seguido pelo Reino Unido com 8,1%, como observado no Gráfico 2.

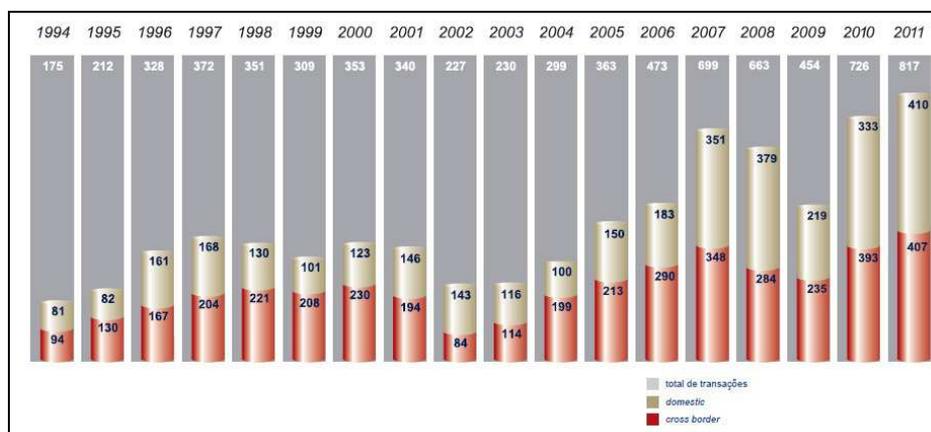


Gráfico 1 Evolução anual do número de transações de F&A  
Fonte: KPMG (2012)

É interessante observar que o movimento de empresas brasileiras adquirindo empresas de capital estrangeiro tem se fortalecido. Como observado no Gráfico 3, os Estados Unidos e a União Europeia são os principais destinos dos investimentos das empresas brasileiras.

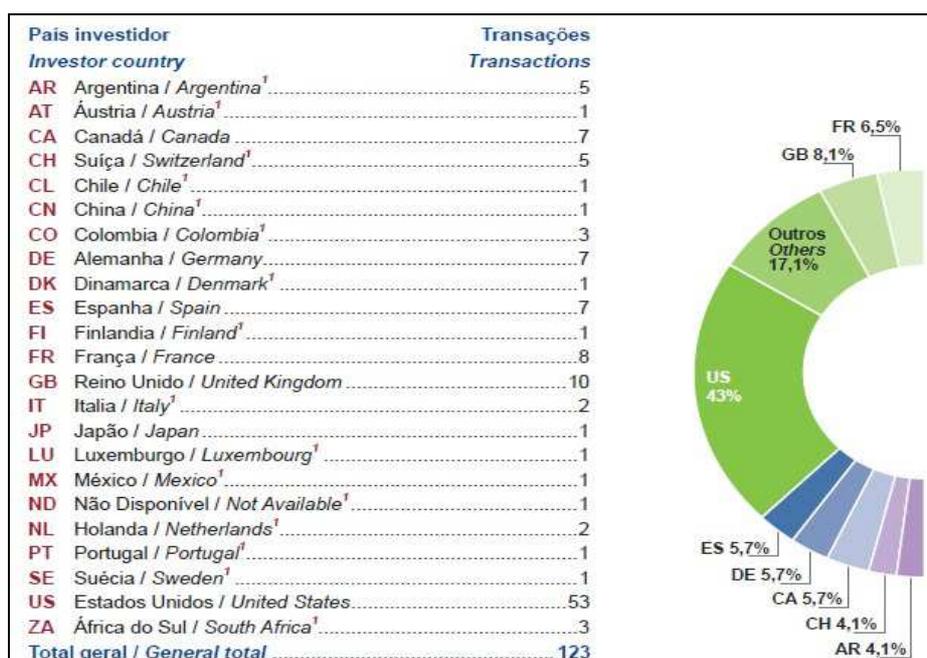


Gráfico 2 Participação dos países no número de operações *crossborder*  
Fonte: KPMG (2012)

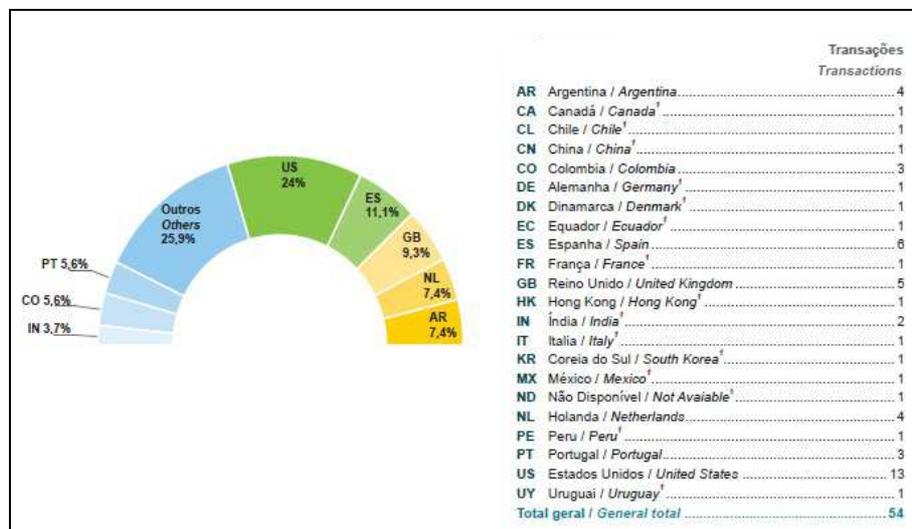


Gráfico 3 Transações de empresas brasileiras adquirindo  
Fonte: KPMG (2012)

O IMAA elaborou um *ranking* com as maiores F&A dos últimos anos na América do Sul (Tabela 1). Como pode ser observado a grande maioria das empresas desse *ranking* são empresas brasileiras.

Tabela 1 Ranking F&A América do Sul

Rank	Ano	Adquirente	Alvo	Valor da transação	
				\$ (bi)	€ (bi)
1	2006	Cia Vale do Rio Doce SA	Inco Ltd	17.2	13.5
2	1999	Repsol SA	YPF SA	13.2	12.4
3	2008	Bolsa Brasileira de Mercadorias	Bovespa Holding SA	10.3	6.5
4	2000	Telefonica SA	Telecomunicações de Sao Paulo	10.2	10.0
5	2010	Telefonica SA	Brasilcel NV	9.7	7.5
6	2008	Banco Itaú Holding Financeira	Unibanco Holdings SA	8.5	6.7
7	2004	Ambev	John Labatt Ltd	7.8	6.4
8	2010	Sinopec Group	Repsol YPF Brasil SA	7.1	5.2

“continua”

Tabela 1 “conclusão”

Rank	Ano	Adquirente	Alvo	Valor da transação	
				\$ (bi)	€ (bi)
9	2010	Bridas Corp	Pan American Energy LLC	7.1	5.3
10	1997	Investor group	CorreoArgentino SA	6.2	5.7

Fonte: IMAA (2012)

Essas informações confirmam o que Gaughan (2011) ressalta que apesar dos principais estudos dos movimentos de F&A se voltarem para a economia americana e europeia, é notável que os países emergentes, como o Brasil, tem ganhado mais atenção nos estudos dessa área.

### 3 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Esta sessão está dividida em quatro partes. A primeira apresenta os conceitos e motivações das operações de F&A. A segunda descreve sobre as ondas de F&A. A terceira apresenta estudos brasileiros de F&A. E, por fim, o quarto apresenta o modelo teórico e as variáveis deste trabalho.

#### 3.1 Fusões e aquisições: conceitos e motivações

Tradicionalmente há duas formas de estratégias empresariais para o crescimento: o crescimento interno e o externo. O primeiro significa que o crescimento da empresa se dá por meio dos recursos e pontos fortes das empresas. O segundo seria o crescimento por meio da compra ou associação com outra empresa ou negócio, ou seja, operações de F&A (PARK; JANG, 2011).

As operações de F&A desde a década de 1980 têm sido utilizadas como mecanismos de busca por aumento da competitividade das organizações americanas (LIMA; DALTO, 2009). Segundo a visão de Porter (1986), a explicação para essa ênfase na busca por competitividade se dá na sinergia gerada pela combinação dos pontos fortes, posicionamento no mercado, competências das empresas e considera-se também o fato desses movimentos gerarem economias de escala.

As F&A são, na maioria das vezes, tratadas de maneira indistinta (DHAWAN, 2009). No entanto, consistem em práticas distintas, por isso, é importante diferenciar os conceitos de fusão e aquisição. As operações de F&A podem ser definidas como uma estratégia na qual, duas empresas se aliam, integrando suas operações, pois juntas conseguem ampliar suas vantagens competitivas (GAUGHAN, 2011; KLOECKNER, 1994; PEREIRA;

DORNELAS, 2009; TRICHES, 1996; WESTON; SIU; JOHNSON, 2006). Por sua vez, a Lei nº 6404/76 e suas alterações, conhecida por Lei das Sociedades Anônimas, apresenta os seguintes conceitos de fusão e aquisição, respectivamente:

é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações quando uma das sociedades compra a outra, sucedendo-a em todos seus direitos e obrigações (BRASIL, 1976).

Assim, conforme ressaltado, fusão é uma combinação de, ao menos duas empresas, em que uma terceira empresa será criada como resultado desse acordo. Aquisição é a compra de uma empresa por outra em que, geralmente, a adquirente é maior que a empresa-alvo. Ambos os processos envolvem troca financeira, seja de ações ou o pagamento de determinado valor estipulado em negociação e, normalmente, acontecem de forma voluntária (DHAWAN, 2009; GAUGHAN, 2011; TRICHES, 1996; WESTON; SIU; JOHNSON, 2006).

As fusões podem ser classificadas em: (a) horizontal quando estão envolvidas duas empresas, que competem em mercados iguais, objetivando o ganho de vantagens específicas de economias de escala e escopo; (b) vertical quando envolve firmas em diferentes estádios de produção, com o objetivo de absorver os processos sequenciais ao longo da cadeia produtiva que, anteriormente, eram negociados via mercado e (c) conglomerado quando abarca empresas em atividades e negócios não relacionados entre si, fora de seu âmbito de atuação (GAUGHAN, 2011; PIMENTEL, 2004; WESTON; SIU; JOHNSON, 2006).

No que tange à aquisição, há três modalidades básicas: (a) fusão ou consolidação, (b) aquisição de ações e (c) aquisição de ativos. A aquisição de ações ocorre quando uma empresa compra as ações, com direito a voto, de outra

empresa e a aquisição de ativos quando a empresa compra todos os ativos de outra empresa, porém, para tal, é necessário que os acionistas da empresa vendedora aprovem formalmente a operação (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007; TRICHES, 1996).

Diversos fatores macroeconômicos podem gerar uma atividade de F&A, como o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) do país, a taxa de juros e as políticas monetárias. O ritmo crescente dos movimentos de F&A pode ser justificado pelas mudanças relevantes que acontecem no cenário econômico, em âmbito macro e microeconômico. A desregulamentação da economia, os avanços tecnológicos, as peculiaridades das indústrias em geral compõem as principais mudanças que alimentam esses processos (DHAWAN, 2009; WESTON; SIU; JOHNSON, 2006).

Rossi e Volpin (2004) afirmam que as atividades de F&A são significativamente maiores em países com melhores padrões de contabilidade e com uma forte proteção ao acionista, ou seja, com um bom regime de governança corporativa. Afinal, Claessens e Yurtoglu (2012) asseveram que a adoção da governança corporativa pode: (a) melhorar o acesso ao financiamento externo das empresas; (b) reduzir o custo de capital das empresas e (c) melhorar o desempenho operacional através da melhor alocação de recursos.

Silva, Kayo e Nardi (2012) afirmam que o controle do mercado corporativo, ou seja, os mecanismos de governança teriam a função de ser um mecanismo externo para correção e prevenção dos problemas de agência das firmas, pois assim eliminaria ou limitaria a ação oportunista dos gestores. Ademais Duchin e Schmidt (2013) afirmam que os problemas de agência podem ser a causa de muitos processos de F&A malsucedidos.

As F&A são consideradas formas de relacionamento entre empresas. O ambiente competitivo do mercado faz com que essas atividades se encontrem em um cenário de expansão, e podem ser caracterizadas por diferentes tipos de

combinações estratégicas, nas quais o nível de investimento é variado e o formato legal desses relacionamentos gera impactos diferentes nas organizações envolvidas. As diferentes formas da intensidade do relacionamento entre as empresas, segundo Barros (2000) e Marks e Mirvis (1998) começa com o licenciamento podendo alcançar até uma aliança, ou seja, uma parceria, uma *jointventure* e culminando até em uma F&A, como pode ser observado na Figura 1.

Os processos de F&A, segundo Silva (2011), são motivados pelos ganhos com sinergia, redução de custos, economias de escala e escopo e pelo crescimento da firma. A fusão pode ser um mecanismo para que a empresa ganhe escala se tornando mais competitiva, porém, essa opção não assegura o sucesso da firma.

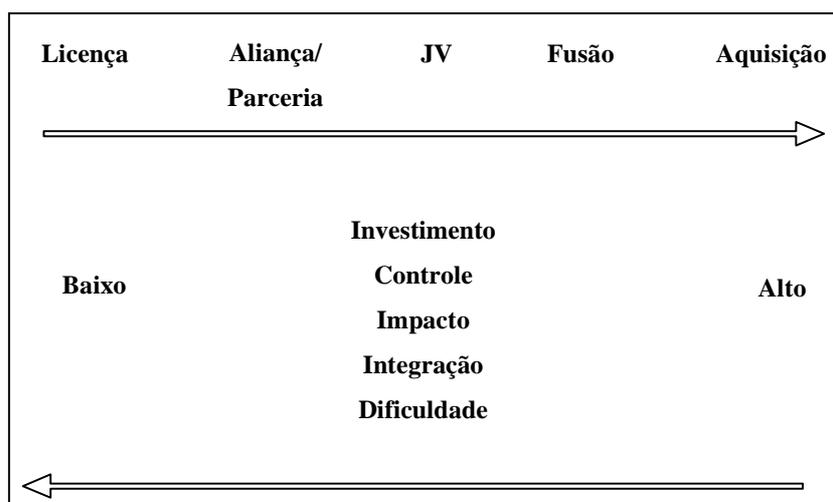


Figura 1 Tipos de combinações estratégicas  
Fonte: Barros (2000)

Nesse contexto, Berkovitch e Narayanan (1993) destacam três grandes motivações para a realização de operações de F&A: sinergia, *hubris* (excesso de confiança ou arrogância) e agência. O primeiro sugere que as aquisições

ocorrem devido aos ganhos econômicos das firmas combinadas. O segundo propõe que os gestores cometem erros na avaliação das firmas-alvo e se voltam na aquisição, mesmo quando não há possibilidades de ganhos com sinergia. Por fim, o terceiro indica que as aquisições ocorrem porque ampliam o bem-estar gerencial do adquirente em detrimento de seus *stakeholders*.

Para De Pamphilis (2011) as motivações das operações de F&A podem ser resumidas com ganhos de sinergia operacional e sinergia financeira. Assim o autor elenca um conjunto das teorias mais comuns que levam as empresas a realizarem operações de F&A, como pode ser observado no Quadro 1.

Quadro 1 Teorias comuns que motivam as F&A

Teoria	Motivação
<b>SINERGIAS OPERACIONAIS</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Economias de escala</li> <li>• Economias de escopo</li> </ul>	Melhorar a eficiência operacional através de economias de escala ou escopo, adquirindo um cliente, fornecedor ou concorrente.
<b>SINERGIAS FINANCEIRAS</b>	
<b>Diversificação</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Novos produtos/ mercado atual</li> <li>• Novos produtos/ novos mercados</li> <li>• Produtos atuais/novos mercados</li> </ul>	Posicionar a empresa para um maior crescimento de produtos ou mercado.
<b>Redirecionamento estratégico</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mudança tecnológica</li> <li>• Mudança política e regulatória</li> </ul>	Adquirir capacidades para se adaptar mais rapidamente às mudanças ambientais do que poderia ser alcançado se as capacidades fossem desenvolvidas internamente.
<i>Hubris</i> (excesso de confiança)	Adquirentes acreditam que a sua avaliação dos alvos é mais precisa do que o de mercado, levando-os a pagar a mais pela sinergia superestimada.

“continua”

Quadro 1 “conclusão”

Teoria	Motivação
SINERGIAS FINANCEIRAS	MENOR CUSTO DE CAPITAL
Compra de ativos subavaliados	Adquirir ativos mais baratos quando o patrimônio das empresas existentes é menor do que o custo de comprar ou construir novos.
Má administração (problemas de agência)	Substituir os gestores que não atuam pensando no melhor interesse dos proprietários.
Gerencialismo	Aumentar o tamanho da empresa com o intuito de aumentar o poder e a remuneração dos gestores.
Aspectos fiscais	Obter prejuízos operacionais líquidos não utilizados e créditos fiscais, ágio, e substituir ganhos de capital para renda ordinária.
Poder de mercado	Aumentar a participação no mercado para melhorar a capacidade para definir preços acima dos níveis competitivos.
Desvalorização	Sobrevalorização investidor de estoque adquirente incentiva M & A.

Fonte: De Pamphilis (2011)

A fusão também é entendida como uma estratégia de nível empresarial, em que uma empresa se une à outra, se consolidando e, assim, emerge uma sucessora que está disposta organizacional e estruturalmente a crescer e se desenvolver. As aquisições, usualmente, são um meio para que a empresa possa criar valor econômico, seja com o objetivo de reduzir custos, agregar valor ao produto, ou ambos, visando o melhor uso dos recursos específicos das firmas de modo combinado (CHATTERJEE, 1986; ZILBER; PIEKNY, 2005).

As F&A são consideradas uma forma de expansão das fronteiras da firma. Dessa forma a ampliação do portfólio da empresa, o aumento da capacidade produtiva e o acesso a novos canais de distribuição também são fatores relevantes para a tomada de decisão em realizar F&A (BESANKO et al., 2002; DELOITTE TOUCHE TOHMATSU, 2006).

Camargos e Barbosa (2003) afirmam que as F&A são uma alternativa rápida para crescimento das organizações, entrada em novos mercados, defesa da concorrência, aproveitamento de oportunidades de investimento ou ainda atitude de puro oportunismo de alguns participantes que visam lucrar à custa de outros. Pimentel (2004) afirma que “por oportunismo entende-se a busca do interesse próprio a qualquer custo, incluindo, nos casos mais extremos, o uso de recursos como a mentira, o roubo, a trapaça e a fraude”.

O oportunismo nas operações de F&A pode ser explicado a partir da Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial. Para Firth (1978) essa teoria pressupõe que além de conseguir lucros satisfatórios para a empresa, os gestores tentarão maximizar seus ganhos com as operações realizadas. Shleifer e Vishny (1988) corroboram com Firth (1978) quando concluem em seu trabalho que através dos processos de F&A os gerentes conseguem uma forma eficaz de entrar em uma nova linha de negócio e assim maximizar seus lucros.

Os trabalhos sobre as operações de F&A são inúmeros e diversos. Cada autor busca trabalhar um foco sobre essas complexas operações, na tentativa de explicar o que faz as operações de F&A um sucesso ou fracasso. Contudo Bower (2001) coloca que, apesar de toda pesquisa empírica, a comunidade acadêmica ainda não chegou a uma resposta coerente sobre essa questão. Como pode ser observado no Quadro 2 os objetivos dos trabalhos sobre F&A são diversos, porém a maioria deles busca avaliar impactos financeiros dessas operações.

Quadro 2 Estudos sobre F&A

<b>Autores</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Conclusões</b>
Adelaja, Nayga e Farooq (1999)	Regressão logística	Identificar o que leva as empresas a serem alvo de F&A	Os autores concluíram que a liquidez da empresa, rentabilidade, alavancagem e os dividendos gerados são características que podem determinar um alvo de F&A.

“continua”

Quadro 2 “conclusão”

<b>Autores</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Conclusões</b>
Andrade e Stafford (2004)	Regressão múltipla e logística	Identificar o papel econômico das F&A na reestruturação da indústria e empresas	Os autores concluem que as operações de F&A desempenham um duplo papel econômico, ou seja, podem ser usadas para aumentar o capital da empresa e também facilitam o estreitamento do mercado.
Andreou, Louca e Panayides (2012)	Retorno anormal (CAR)	Identificar se as F&A geram ganhos de sinergia.	Concluem que as operações de F&A geram ganhos de sinergia e que os adquirentes alcançam ganhos com os retornos anormais.
Duchin e Schmidt (2013)	<i>Buy and hold abnormal returns</i> (BHAR)	Como são as operações de F&A durante as ondas de F&A.	Concluíram que as operações de F&A que ocorrem durante as ondas de F&A apresentam resultados aquém dos esperados. Ressaltam que a governança corporativa é fraca nesses períodos e por isso podem ser influenciadas por problemas de agência.
Changqi e Ningling (2010)	Regressão múltipla	Identificar os determinantes das operações de F&A <i>crossborder</i> na China	Identificou-se que o desempenho das empresas antes das F&A são essenciais para o acontecimento das mesmas.
Merket e Morrell (2012)	DEA	Identificar se as F&A são utilizadas como um meio de crescimento e sobrevivência no mercado das companhias aéreas	Os resultados gerados pelas F&A não beneficiam os ganhos com economias de escala e os resultados financeiros não podem ser observados no curto prazo.
Rossi e Volpin (2004)	Regressão múltipla	Determinantes das F&A transfronteiriças no mundo.	Identificaram que a proteção ao investidor doméstico é determinante para estas operações.

### **3.2 Ondas de fusões e aquisições no mundo**

No início do século XX, as operações de F&A se concentravam nos Estados Unidos, atualmente, Gaughan (2011) afirma ter se tornado um fenômeno mundial. Esse ganho de notoriedade despertou o interesse de pesquisadores e tem representado vasto campo de estudos, no contexto da gestão contemporânea, seja por seu aspecto econômico-financeiro, estratégico ou comportamental.

Os processos de F&A ganharam força, nos Estados Unidos, a partir da década de 1980, período em que a economia americana foi marcada por intenso desenvolvimento tecnológico, sobretudo, nos setores de telecomunicações e transportes (CAMARGOS, 2002; GAUGHAN, 2011). Por sua vez, a década de 1990 é considerada a de maior intensidade das operações de F&A é marcada pela inclusão das atividades de F&A em outros países, em função da globalização da economia (GAUGHAN, 2011).

Assim, no decorrer dos anos, observa-se períodos de atividades intensas das operações de F&A, alguns autores as classificam em ondas (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; GAUGHAN, 2011; WESTON; SIU; JONHSON, 2006). A classificação das operações de F&A em ondas se dá através das transações ocorridas, em sua maioria, nos Estados Unidos. Na literatura internacional há autores que classificam as operações de F&A em três ondas, como Scherer (1970), em cinco ondas, como Weston, Siu e Johnson (2006) e em seis ondas como Gaughan (2011) as quais serão apresentadas a seguir.

#### **3.2.1 A visão de Scherer (1970)**

Esse autor aponta a existência de três ondas de F&A. A primeira compreende os anos de 1887 a 1904, denominada *The Great Merger Wave* (A

grande onda de fusão) é considerada uma das mais intensas. Scherer (1970) afirma que a mesma promoveu a transformação na estrutura de mercado das indústrias norte-americanas. A segunda onda, *MergerMovement* (Movimento de fusão) compreende os anos de 1916 a 1929 e foi marcada pela formação de diversos conglomerados, devido ao caráter predominante das integrações verticais. E, a terceira onda, *The Post World War II MergerMovement* (O movimento de incorporação pós-Segunda Guerra) traz consigo a preocupação dos governos em evitar a concentração de mercado e, assim, manter a competição. O governo então cria novas regulamentações para o mercado.

### **3.2.2 A visão de Weston, Siu e Johnson (2006)**

Para esses autores existem cinco ondas de F&A. Esses defendem que cada onda teria acontecido em períodos de alta atividade econômica, elevados índices de crescimento e transformações no cenário empresarial do país.

A primeira onda compreende o período de 1895 a 1904. Essa onda foi marcada pela predominância das operações de F&A horizontais, o que resultou no aumento da concentração do mercado de vários setores da economia. Em virtude da rigorosa recessão econômica em 1903, a Suprema Corte dos Estados Unidos, decidiu proibir as operações de fusão e aquisição que limitassem o livre comércio no país, assim, se finda a primeira onda de F&A.

A segunda onda inicia com o reaquecimento da economia, em 1922, e se estende até o início de uma nova e severa recessão, em 1929. Essa onda é marcada pelas operações de F&A verticais incluindo, principalmente, os setores alimentício, químico e de mineração. A terceira onda, de 1940 a 1947, tem como base um rápido crescimento da economia que surgiu com os esforços pós-Segunda Guerra Mundial. Por todo contexto de guerra esse período não foi

marcado por crescimento significativo, por isso, essa onda compreende período temporal menor que as outras.

A década de 1960 compreendeu a quarta onda. Nesse período foi aprovada legislação que colocava em desvantagem as operações de F&A verticais e horizontais, sendo mais comum as por conglomerado. O ápice dessa onda se deu entre os anos de 1967 e 1969, com o “*boom*” econômico. Nessa onda a maioria dos compradores eram empresas de pequeno e médio porte, que viam a aquisição de empresas como uma estratégia de diversificação a qual era utilizada como proteção contra a instabilidade gerada pela guerra, ou seja, uma forma de combater as oscilações das vendas, as pequenas margens de lucro e as incertezas relacionadas ao setor industrial.

A última onda se inicia em 1976 com o princípio de um longo período de expansão da economia americana. Esse período de expansão incentivou o crescimento das operações de F&A. As áreas financeiras de seguros e hospitalares foram as mais impactadas pelas operações de F&A principalmente em função das mudanças na legislação regulatória dos mesmos. O setor de recursos naturais também apresentou elevação do número de operações de F&A em virtude do aumento nos preços de energia e minerais.

### **3.2.3 A visão de Gaughan (2011)**

Gaughan considera a existência de seis ondas de F&A. A primeira onda ocorreu entre 1897 e 1904, após a depressão de 1883. Seu ápice se deu entre os anos de 1898 a 1902. As operações predominantes nessa onda foram as F&A horizontais resultando em uma estrutura monopolista de mercado. Foram oito as indústrias afetadas pela onda: a indústria de metais primários, alimentos, petróleo, química, transporte de equipamentos, produtos metálicos, maquinaria e carvão betuminoso.

A segunda onda, de 1916 a 1929, consolidou diversas indústrias. A evolução e desenvolvimento da economia americana, iniciados na primeira onda, têm continuidade nesta. O estrondoso crescimento da economia pós-Primeira Guerra Mundial, forneceu subsídios para a realização de investimentos no mercado de valores mobiliários. A utilização de margens de negociação baixas, no mercado de capitais, culminou na quebra da bolsa de valores americana, em 1929, encerrando a segunda onda.

A terceira onda, de 1965 a 1969, apresenta nível historicamente elevado de atividade de F&A, resultado da expansão da economia americana no período. Tendo em vista a criação de conglomerados ter caracterizado essa onda, era comum que pequenas empresas se tornassem alvo das grandes. Assim, leis antitrustes mais rigorosas foram criadas, visando à manutenção da concorrência e impedindo a excessiva concentração do mercado. Em 1984 uma nova forte onda de fusões e aquisições começou, a quarta onda. Esta onda apresenta como característica única o papel significativo das fusões e aquisições hostis. Esta ganhou status de atividade altamente rentável.

Cabe ressaltar que dependendo da negociação, a aquisição pode se dar de maneira amigável ou hostil. Hirschey (1986) afirma que as amigáveis são definidas como mudança de propriedade com aproveitamento do controle administrativo anterior. Já as hostis, são caracterizadas por uma tomada de controle, não negociado ou solicitado, que resulta na substituição do controle administrativo da empresa-alvo.

As operações de F&A foram utilizadas como opções de ataque ou defesa no mercado em que as firmas estavam inseridas. A década de 1990 abriga a quinta onda marcada pela maior expansão pós-guerra da economia dos EUA. As empresas passaram a ver as operações de F&A como uma forma rápida de expansão das empresas. Várias pequenas empresas do mesmo mercado passaram a se fundir com o objetivo de reduzir custos e ganhar escala.

Com uma nova recessão da economia americana em 2001 a quinta onda chega ao seu fim. Para conter essa recessão da economia o *Federal Reserve* (o banco central americano) estabeleceu baixas taxas de juros e com isso a economia foi impulsionada. A sexta onda, de 2004 a 2007, é resultado das baixas taxas de juros propostas pelo *Federal Reserve*, visto que incentivavam a substituição dos títulos lastreados em hipotecas pela securitização de outras dívidas. Tais medidas resultaram no crescimento do setor imobiliário dos Estados Unidos deflagrando a crise do *subprime* e o início da recessão em 2008. O Quadro 3, a seguir, ilustra as concepções sobre as ondas de F&A discutidas anteriormente.

Quadro 3 Ondas de fusão e aquisição

<b>Autor(es)</b>	<b>Onda</b>	<b>Período</b>
<b>Scherer (1970)</b>	<i>The Great Merger Wave</i>	1887-1904
	<i>The Merger Movement</i>	1916-1929
	<i>The Post World War II Merger Movement</i>	Posterior a 1945
<b>Weston, Siu e Johnson (2006)</b>	1ª Onda	1895-1904
	2ª Onda	1922-1929
	3ª Onda	1940-1947
	4ª Onda	Década de 1960
	5ª Onda	A partir de 1976
<b>Gaughan (2011)</b>	1ª Onda	1897-1904
	2ª Onda	1916-1929
	3ª Onda	1965-1969
	4ª Onda	1984-1989
	5ª Onda	1992-2000
	6ª Onda	2004-2007

Como observado no Quadro 3, alguns períodos das ondas de F&A são semelhantes nas três concepções apresentadas. Gaughan (2011) afirma que, ao estudar a história do campo, é possível identificar tendências e falhas e isso auxilia a evitar a repetição de negócios problemáticos do passado e a notar tendências como a mudança dos mercados emergentes, de alvo para adquirentes.

### 3.3 Estudos brasileiros de operações de F&A

Para Wood Júnior, Vasconcelos e Caldas (2004), assim como em muitos países emergentes, o aumento das operações de F&A no Brasil acompanhou o processo de liberalização econômica a partir da década de 1990. Para os autores:

esse fator favoreceu os processos de F&A de três diferentes modos: primeiro, a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que as empresas estrangeiras adquirissem empresas brasileiras; segundo, programas de privatização criaram oportunidades para que muitas empresas estrangeiras e brasileiras adquirissem grandes operações nos setores de energia, de telecomunicações e bancário; e terceiro, a elevada competição internacional, associada à acelerada mudança tecnológica, obrigou empresas domésticas a se fundirem ou a adquirirem umas às outras.

Brito, Batistella e Famá (2005) em seu estudo buscam identificar justamente a geração de valor nas operações de F&A por meio do estudo de eventos de dezessete operações de F&A em instituições bancárias brasileiras. Neste trabalho os autores concluíram que a F&A não proporcionou aumento de riqueza para os acionistas das empresas adquirentes. Resultado diferente do encontrado por Franco e Camargos (2011), os autores também avaliaram a criação de valor aos acionistas de instituições bancária, porém para as empresas estudadas, foi confirmada a criação de valor aos acionistas.

Já Nardi e Silva (2012) afirmam que não há indícios suficientes para identificar a criação de valor aos acionistas, quando se relaciona a influência do mercado (mercado em alta ou baixa) com a criação de valor das operações de F&A. Camargos e Barbosa (2009) corroboram o resultado encontrado por Franco e Camargos (2011) quando concluem que as operações de F&A proporcionam sinergias operacionais que conduzem as empresas à maximização

de seu valor de mercado e consequente geração de riqueza aos acionistas, ou seja, existe a criação de valor nos processos de F&A.

Outro tópico abordado em pesquisas de F&A são os ganhos de rentabilidade e retorno proporcionados por essas operações. Araújo et al. (2007) estudaram o impacto que as operações de F&A proporcionavam no retorno das empresas adquirentes, a conclusão dos autores foi que as F&A não impactaram nos retornos das empresas estudadas. Igualmente, Pessanha et al. (2012b) concluíram que nas operações de F&A estudadas no seu trabalho, utilizando a metodologia de estudo de eventos, não resultaram em retornos positivos. Contudo o trabalho de Pessanha et al. (2012a), através da análise de intervenção, apontou que as operações de F&A podem ser consideradas intervenções positivas nas métricas de rentabilidade das empresas.

O Quadro 4 representa alguns trabalhos de autores brasileiros que estudaram os processos de F&A. É interessante observar que alguns trabalhos apresentam resultados empíricos contraditórios, como exemplo os resultados dos trabalhos de Franco e Camargos (2011) e o trabalho de Pessanha et al. (2012b). A falta de uma teoria geral que alicerce os processos de F&A pode contribuir para esses resultados (KLOECKNER, 1994).

Quadro 4 Estudos brasileiros de F&amp;A

<b>Autor</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Considerações/Conclusões</b>
<b>Zilber, Fichmann e Pikieny (2002)</b>	Identificar a utilização da F&A como estratégia de crescimento.	Estudo exploratório com entrevistas em profundidade	A F&A foi utilizada como estratégia de crescimento.
<b>Wood Júnior, Vasconcelos e Caldas (2004)</b>	Identificar objetivos e consequências das F&A no Brasil	Entrevistas com executivos e gerentes das empresas	- reação/antecipação aos concorrentes; - o resultado mais concreto foi o aumento de porte; - condução do processo gera impactos no resultado final; - problemas de agência podem dificultar os processos.
<b>Brito, Batistella e Famá (2005)</b>	Verificar a criação de valor ao acionista da empresa adquirente.	Estudo de eventos	As operações de F&A não proporcionaram aumento de riqueza aos acionistas das empresas adquirentes.
<b>Patrocínio, Kayo e Kimura (2007)</b>	Analisar a relação entre intangibilidade e criação de valor em F&A	Estudo de eventos	F&A que envolvem empresas com intangível-intensivas apresentaram um potencial de retorno significativamente maior que as operações que envolveram empresas tangível-intensivas.
<b>Camargos e Barbosa (2009)</b>	Verificar a criação de sinergias operacionais e criação de valor.	Estatística descritiva - comparação de médias.	As operações de F&A proporcionam sinergias operacionais para as empresas e conduz à maximização do valor de mercado gerando riqueza aos acionistas.
<b>Franco e Camargos (2011)</b>	Verificar se os processos de F&A geram sinergias operacionais, aumento na rentabilidade e criação de valor para os acionistas.	Estatística Descritiva – comparação de médias	Existe a criação e valor, aumento na rentabilidade e as sinergias operacionais foram positivas.

“continua”

Quadro 4 “conclusão”

<b>Autor</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Considerações/Conclusões</b>
<b>Nadir e Silva (2012)</b>	A condição do mercado (mercado em alta ou baixa) influencia na criação de valor em F&A.	Retorno anormal acumulado.	Sem evidências suficientes para afirmar se o sentimento do mercado influencia na criação e valor.
<b>Pessanha et al. (2012a)</b>	Verificar o impacto das F&A na rentabilidade.	Modelos de intervenção.	As F&A foram consideradas uma intervenção positiva na rentabilidade das empresas.
<b>Pessanha et al. (2012b)</b>	Existe a criação de valor para acionistas nas operações de F&A.	Estudo de eventos.	Não existe a criação de valor.

Dessa forma, Camargos e Barbosa (2003), afirmam que o fator determinante de sucesso de uma operação de F&A é que essa resulte em ganhos para os acionistas de ambas as empresas participantes do processo. Ademais, segundo os autores, existem motivos implícitos a cada combinação, como a maximização da riqueza dos acionistas e da utilidade gerencial, diversificação de investimentos e ganhos sinérgicos. Assim, em função das peculiaridades dessas operações, surge a dificuldade de traçar uma teoria geral que as explique. O próximo tópico deste trabalho apresenta o modelo teórico e as variáveis utilizadas neste estudo.

### **3.4 Modelo teórico: descrição das variáveis e suas hipóteses**

O modelo teórico deste trabalho foi construído para identificar os fatores determinantes das operações de F&A. O foco do modelo está nas empresas que realizaram operações de F&A, o que os teóricos chamam de empresas adquirentes.

Partindo do pressuposto que as operações de fusão e aquisição alteram a estrutura da firma e do mercado em que as empresas estão inseridas (CAMARGOS; BARBOSA, 2003; KUPFER; HASENCLEVER, 2002), foram selecionadas variáveis que refletem a situação econômico-financeira, ou seja, alguns índices econômicos financeiros das empresas, e duas variáveis que representam fatores macroeconômicos, como o setor e o período de recessão da economia mundial.

As variáveis utilizadas no modelo são variáveis baseadas nos trabalhos de Barnes (1998, 1999), Bauguess et al. (2009), Brar, Giamouridis e Liodakis (2009), Camargos e Barbosa (2003), Denčić-Mihajlov e Radović (2006), Franco e Camargos (2011) e Palepu (1986) representadas na Figura 2. A fim de investigar se a situação econômica do setor no qual a indústria está inserida interfere nas operações de fusão e aquisição, optou-se por incluir a variável setor.

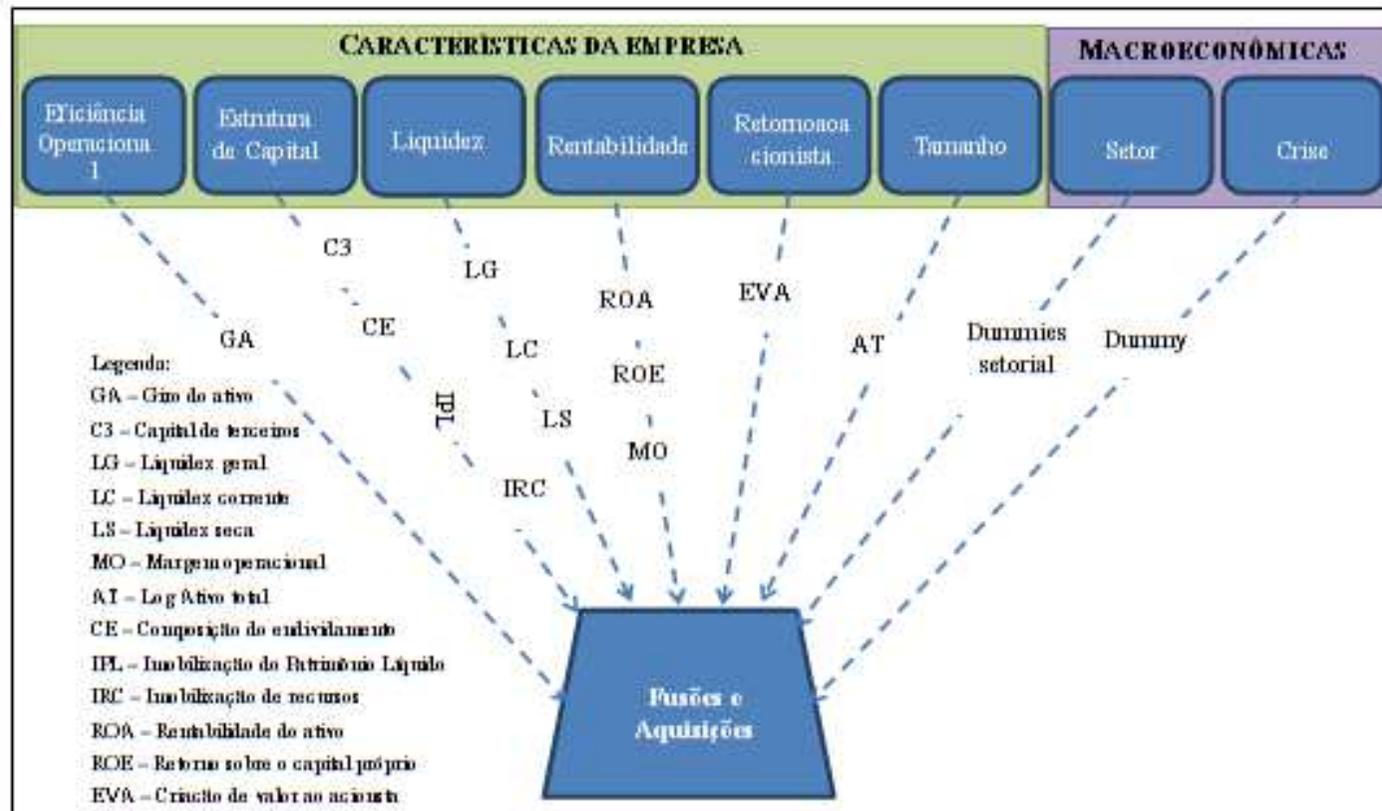


Figura 2 Modelo teórico e as variáveis

### 3.4.1 Eficiência operacional

Segundo Andrade e Stafford (2004), a empresa adquirente normalmente é mais eficiente. Para o autor, quanto melhor os índices de endividamento e condições operacionais favoráveis, mais fácil será para a empresa adquirente absorver as operações da empresa-alvo. Afinal se as empresas que apresentarem baixo nível de aproveitamento dos ativos para geração de caixa pode indicar que os gestores da empresa realizaram investimentos que não resultam em retornos positivos. Assim, a partir do momento que a empresa apresenta eficiência operacional, a capacidade instalada e a alocação de recursos da mesma podem ser melhor aproveitadas, levando a empresa a optar por processos de F&A. Neste trabalho a eficiência operacional é representada pela variável “giro do ativo (GA)”.

**Hipótese 1:** quanto maior a eficiência operacional da empresa, maior a probabilidade dela realizar operações de F&A.

### 3.4.2 Estrutura de capital

Camerlynck, Ooghe e Langhe (2005) afirmam que as empresas se tornam alvo de fusões e aquisições pelo fato de estarem endividadas e veem como alternativa à falência a participação nos processos de fusões e aquisições.

Algumas empresas utilizam uma combinação de recursos próprios e de terceiros para conseguir operar no mercado e, normalmente, muitas delas acabam captando um alto volume de capital de terceiros devido ao seu menor custo. Assim para Adelaja, Nayga e Farooq (1999) as empresas que possuem um percentual de capital próprio menor que o capital de terceiros são mais propensas a se tornarem adquirentes nos processos de F&A.

As variáveis escolhidas para testar essa hipótese são: “capital de terceiros (C3)” e “composição do endividamento (CE)”, que representam o nível de endividamento da firma, “imobilização do patrimônio líquido (IPL)” e “imobilização de recursos (IRC)” que mostram o quanto do capital próprio está investido em ativos físicos.

**Hipótese 2:** quanto maior a participação de capital de terceiros na empresa, maior sua probabilidade realizar operação de F&A.

### **3.4.3 Liquidez**

O conjunto de variáveis para avaliação da liquidez da empresa é composta pela “liquidez seca (LS)”, “liquidez corrente (LC)” e “liquidez geral (LG)”. Alguns estudos, como o de Camerlynck, Ooghe e Langhe (2005), afirmam que as empresas adquirentes tendem a apresentar baixos índices de liquidez, pois supõem que as empresas-alvo têm bons índices de liquidez e que quando associados com a adquirente, resultará em ganhos para esta última.

**Hipótese 3:** quanto maior a liquidez da empresa, menor sua probabilidade de realizar operação de F&A.

### **3.4.4 Rentabilidade**

A rentabilidade de uma empresa pode sofrer influencia de seus administradores. Gorton, Kahl e Rosen (2009) colocam que se identificado que a empresa está sendo gerenciada de forma ineficiente, e outra empresa ter consciência disso, pode tornar a empresa alvo de fusão e aquisição.

O retorno sobre o patrimônio da empresa pode ser considerado um indicador de eficiência. As variáveis escolhidas para testar essa hipótese são:

“margem operacional (MO)”, “rentabilidade do ativo (ROA)” e “retorno sobre o capital próprio (ROE)”

**Hipótese 4:** quanto maior a rentabilidade da empresa, maior sua probabilidade de realizar operações de F&A.

### 3.4.5 Retorno ao acionista

A interação entre as empresas que participam dos processos de F&A é crucial para o sucesso da operação. E, um dos pontos a se considerar é a criação de valor ao acionista, como afirmam Meglio e Risberg (2010). Já Alcade e Espitia (2003) pontuam que alguns estudos demonstram conclusivamente que os acionistas das empresas-alvo e adquirente têm retornos positivos com a ocorrência da operação de F&A. Para avaliação dessa hipótese a variável escolhida foi o “valor econômico adicionado (EVA)”.

**Hipótese 5:** quanto maior a criação de valor ao acionista, maior a probabilidade de realizar operações de F&A.

### 3.4.6 Setor

Gorton, Kahl e Rosen (2009) afirmam que as fusões e aquisições podem se concentrar em setores que sofreram alguma alteração, seja regime de tecnologia ou regulamentação governamental. E quando as empresas realizam fusões e aquisições objetivando ganhos de escala, o setor se torna relevante na análise. A Indústria Manufatureira é um setor que engloba várias empresas relacionadas ao uso de máquinas, ferramentas e do trabalho, para produzir bens para serem usados ou comercializados (KALPAKJIAN; SCHMID, 2010). Portanto, esse foi desmembrado outros em setores que serão representados por variáveis *dummy*.

**Hipótese 6:** a probabilidade da empresa realizar operações de F&A está positivamente relacionada com o setor ao qual a empresa pertence.

### 3.4.7 Tamanho

O tamanho da empresa segundo Gorton, Kahl e Rosen (2009) é um fator que determina se ela será alvo ou adquirente nas operações de fusão e aquisição. Os autores afirmam que as empresas pequenas não são alvos de fusões e aquisições, contudo as empresas adquirentes são, na maioria dos casos, maiores que as empresas-alvo.

Ismail e Krause (2010) afirmam que o tamanho relativo das empresas será relevante na determinação do processo de fusão e aquisição. Os dispêndios financeiros necessários para essa operação são considerados e empresas de maior porte tendem a ter maior facilidade de acesso a recursos. Como medida de tamanho, adota-se o logaritmo dos ativos totais da firma, uma vez que, a amostra é composta por empresas de tamanhos diferentes.

**Hipótese 7:** quanto maior o tamanho das empresas, maior sua probabilidade de realizar operações de F&A.

### 3.4.8 Crise econômica

Gaughan (2011) afirma que os períodos de intensa atividade de F&A são encerrados por uma desaceleração da economia. O autor pontua que a economia mundial entrou em recessão no ano de 2008, com a crise do *subprime* nos Estados Unidos. Contudo é interessante ressaltar que no Brasil, não se pode afirmar a existência de recessão na economia da forma como apresentado pelo autor. Especialistas afirmam que uma recessão instala-se quando, durante dois trimestres consecutivos, é registrada uma queda no PIB. O Gráfico 4 demonstra a

evolução do PIB Nacional entre os anos de 2007 e 2011. Pode-se observar uma queda entre o quarto trimestre de 2008 (ano da crise) até o primeiro trimestre de 2009, quando o PIB volta a alcançar taxas ascendentes.

Diferente do observado no PIB Nacional, quando observa-se o desenvolvimento do PIB da Indústria, nota-se que a queda no PIB da Indústria brasileira começou no terceiro trimestre de 2008, retomando o crescimento no primeiro trimestre de 2009, assim como o PIB Nacional (Gráfico 5).

Dessa forma, acredita-se que as operações de F&A são influenciadas por crises econômicas. Para testar essa hipótese, criou-se uma variável *dummy* que represente o período pré e pós-crise, logo os anos de 2001 a 2007 foram considerados os anos antes da crise, e os anos de 2008 a 2011 o período de crise.

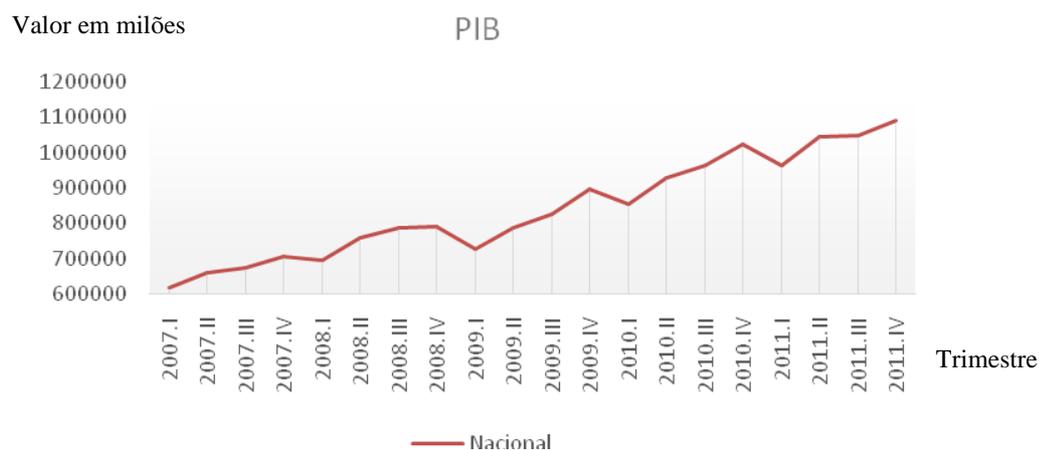


Gráfico 4 Evolução PIB Nacional

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE (2013)

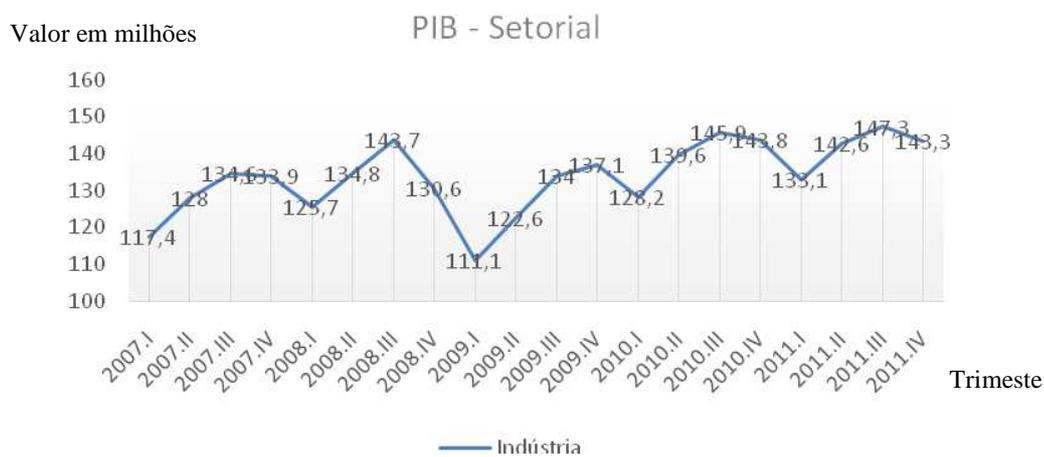


Gráfico 5 Evolução PIB da Industrial  
 Fonte: IBGE (2013)

**Hipótese 8:** a probabilidade da empresa realizar operações de F&A está negativamente relacionada com o período de crise econômica.

## **4 ASPECTOS METODOLÓGICOS**

Nesta seção apresenta-se o tipo de pesquisa, amostra e coleta dos dados e a técnica utilizada para coleta dos dados.

### **4.1 Tipo de pesquisa**

A pesquisa deste trabalho se classifica como uma pesquisa de natureza quantitativa que, segundo Vergara (2006), tem o propósito de identificar as relações entre as variáveis e se caracteriza pela objetividade, utilizando técnicas estatísticas para o tratamento dos dados, buscando a generalização dos resultados. E, segundo Marconi e Lakatos (2010) esse método, por meio da manipulação estatística, permite comprovar as relações de fenômenos entre si para obter generalizações sobre sua natureza, significados ou ocorrência.

Os estudos quantitativos, segundo Selltiz, Wrightsman e Cook (2010), supõem que as medidas sejam construídas a partir de modelos que demonstram as relações de causalidade, além de serem precisas e confiáveis. Por isso, as pesquisas são construídas com base na lógica das explorações científicas, ou seja, usam de requerimentos de verificação lógica como a consistência entre as proposições que integram o modelo explicativo e de verificação empírica como a correspondência das proposições do modelo com a realidade empírica.

### **4.2 Natureza, fonte dos dados e amostra**

O presente trabalho utiliza dados econômico-financeiros das empresas de capital aberto, portanto são classificados quanto a sua natureza como secundários. Os dados foram obtidos através da base de dados Economática<sup>®</sup>.

A amostra deste estudo é composta por empresas que realizaram ou não operações de F&A, no período temporal de 2001 a 2011, com dados financeiros trimestrais. Os dados foram organizados em painel, e, como os dados financeiros e o número de empresas são os mesmos para cada ano, ou seja, um painel equilibrado.

Utilizando a classificação setorial NAICS<sup>1</sup> a Indústria Manufatureira foi selecionada para este trabalho. A escolha do setor se deu, pois o mesmo apresenta um número considerável de empresas ativas, ou seja, com negociação em bolsa, e com dados financeiros disponíveis.

A Indústria Manufatureira é composta por cento e trinta e cinco empresas. Os dados financeiros dessas empresas foram analisados e as empresas que não apresentaram informações disponíveis no período proposto foram retiradas da amostra. Dessa forma a amostra final é composta por oitenta e seis empresas desse setor.

Visando atingir o objetivo proposto por este trabalho – identificar os fatores determinantes das operações de F&A – as empresas foram separadas em dois grupos: o grupo das empresas que realizaram processo de F&A; e as empresas que não realizaram esse tipo de operação. A discriminação dos grupos somente foi possível após análise de documento das empresas, como os comunicados ao mercado e acionistas. Assim foram identificadas trinta e quatro empresas que realizaram operações de F&A e cinquenta e duas empresas não realizaram estas operações (ANEXO A e B).

---

<sup>1</sup> NAICS: *North American Industry Classification System* – Sistema Americano de Classificação da Indústria.

### 4.3 Tratamento e análise dos dados

Para identificar os fatores que determinam as operações de F&A das empresas será necessário trabalhar com modelos para variáveis discretas, ou seja, aqueles que utilizam variáveis qualitativas como variável dependente. Para este trabalho, o modelo escolhido foi o modelo de regressão logística, ou modelo *logit* binário.

A regressão logística é uma forma especializada de regressão formulada para prever e explicar uma variável categórica binária ou qualitativa, no caso deste trabalho, se as empresas realizaram ou não operações de F&A. A variável categórica binária é representada com valores de 0 e 1 (GUJARATI, 2006; HAIR JÚNIOR et al., 2009).

Para Field (2009) a regressão logística pode ser resumidamente definida como uma regressão múltipla com variável de saída categórica dicotômica e variáveis predictoras contínuas ou categóricas. Hair Júnior et al. (2009) afirmam que a variável estatística da regressão logística, assim como na regressão múltipla, regressão representa uma relação multivariada com os coeficientes, ou seja, indica qual o impacto relativo de cada variável preditora.

O modelo *logit*, foi especificamente elaborado para prever a probabilidade de um evento ocorrer. No caso deste trabalho, qual a chance das características da empresa e macroeconômicas pertencerem ao grupo das empresas que realizaram processos de fusão e aquisição.

O modelo *logit*, cuja variável dependente Y é binária, pode ser representado por (STOCK; WATSON, 2004):

$$P_i(Y = 1 | X_1, X_2, \dots, X_k) = F(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)$$

$$P_i(Y = 1 | X_1, X_2, \dots, X_k) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)}}$$

Onde  $P_i$  é a probabilidade de uma empresa ter operações de fusão e aquisição e  $\beta$  os parâmetros a serem estimados e  $e$  a base dos logaritmos naturais.

Pela natureza não linear da transformação logística, os coeficientes do modelo *logit* são estimados por máxima verossimilhança. Afinal, a regressão logística maximiza a probabilidade de que um evento aconteça (HAIR JÚNIOR et al., 2009).

Dessa forma a probabilidade de a empresa não ter passado por operações de fusão e aquisição é:

$$(1 - P_i) = \frac{1}{1 + e^{(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)}}$$

A razão de probabilidade (*oddsratio*) é dada por:

$$\frac{P_i}{(1 - P_i)} = \frac{1 + e^{(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)}}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)}} = e^{(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)}$$

Logaritmizando a expressão, tem-se:

$$\ln\left(\frac{P_i}{1 - P_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k$$

o que indica que os coeficientes estimados medem o impacto da variação na variável explicativa no logaritmo da razão da probabilidade das empresas realizarem ou não os processos de fusão e aquisição.

Nesse modelo, a variável dependente assume valores binários (0 e 1) onde o acontecimento de uma operação de F&A assume valor 1 e a não ocorrência valor 0. As variáveis independentes são compostas pelas variáveis que representam as características financeiras da empresa e as variáveis que representam o mercado (Figura 2).

Como as probabilidades são desconhecidas, a estimação do modelo se dá pelo método da máxima verossimilhança que seleciona os coeficientes que tornam os valores observados mais prováveis de terem ocorrido. Essa estatística é chamada de *log-verossimilhança* e de acordo com Field (2009) é dada pela seguinte expressão:

$$\log - \text{verossimilhança} = \sum_{i=1}^N \{Y_i \ln(P(Y_i)) + (1 - Y_i) \ln[1 - P(Y_i)]\}$$

Para Stock e Watson (2004) o estimador de máxima verossimilhança é consistente e normalmente distribuído em amostras grandes, de tal forma que as estatísticas t e os intervalos de confiança podem ser construídos de forma usual.

Para estimar o modelo de regressão é necessário realização de testes para verificar a presença de multicolinearidade e de autocorrelação entre os resíduos. O teste de correlação de *Pearson* é um dos responsáveis pela avaliação da presença de multicolinearidade, contudo, para Alisson (2003), examinar a matriz de correlação não é suficiente para identificar os problemas de multicolinearidade. Então Hair Júnior et al. (2009) sugerem que examine-se o fator de inflação da variância (VIF) e a tolerância (TOL). Para os autores,

valores do VIF acima de 10 e de TOL abaixo de 0,1 podem indicar sérios problemas de multicolinearidade. Dessa forma quando as variáveis do modelo apresentam valores de TOL e VIF aceitáveis, pode-se afirmar que o modelo *logit* poderá ser estimado com confiança.

Ademais, Hair Júnior et al. (2009) afirmam que é necessário testar a aderência do modelo com o teste de *Hosmer e Lemeshow*, que testa a hipótese de que os dados observados são significativamente diferentes dos valores previstos pelo modelo. Depois será necessário verificar a presença de autocorrelação nos resíduos através do teste de *Durbin Watson* (ANEXO E). Esse teste significa dependência temporal dos valores sucessivos dos resíduos, ou seja, verifica se os resíduos estão correlacionados entre si. Gujarati (2006) afirma que para os valores do teste localizados entre 2 e 4, deve-se aceitar a hipótese nula de que o modelo não apresenta nenhum tipo de autocorrelação, quer positiva ou negativa.

Assim, os dados serão tratados utilizando o pacote estatístico *Statistical Package for the Social Science* (SPSS®). Os dados foram trabalhados com defasagem de um ano, ou seja, para as operações de fusão e aquisição do ano  $t$ , utilizou-se as variáveis referentes ao ano  $t-1$ .

#### **4.4 Descrição e operacionalização das variáveis**

Como já mencionado anteriormente, este trabalho utiliza um modelo *logit* binário cuja variável dependente é dicotômica, ou seja, assume valor zero ou um. Essa variável é representada pela ocorrência ou não das operações de fusão e aquisição, assim o período (ano) que a empresa realizou essa operação recebe valor um e o ano em que não foram identificadas essas operações o valor zero.

Algumas das variáveis são representadas neste trabalho pelos indicadores econômico-financeiros das empresas, como pode ser observado no

Quadro 5. A variável tamanho é representada pelo logaritmo dos ativos totais da firma (AT). Esta, juntamente com a variável capital de terceiros (C3) foram retiradas das demonstrações financeiras das empresas.

As variáveis setor e crise representam o fator macroeconômico. As empresas deste trabalho pertencem à Indústria Manufatureira, dentro desse as empresas foram divididas em outros setores, segundo a classificação oferecida pela própria base de dados Económica<sup>®</sup>. A amostra então passa a ter nove setores. Para diferenciar os setores, cada setor foi tratado como *dummy*.

Gaughan (2011) afirma que a economia mundial entrou em recessão no ano de 2008, com a crise do *subprime* nos Estados Unidos. Para a criação da variável crise os anos de 2001 a 2007 foram considerados os anos antes da crise e os anos de 2008 a 2011 após a crise. Dessa forma, essa também é uma variável *dummy*, que recebe valor 0 para os anos de 2001 a 2007 e valor 1 para o restante do período.

Quadro 5 Cálculo dos indicadores financeiros

<b>Índice</b>	<b>Cálculo</b>	<b>Representa</b>
Giro do ativo (GA)	$\frac{RLO}{A}$	Quanto à empresa vendeu em relação ao investimento.
Composição do endividamento (CE)	$\frac{PC}{CT}$	O percentual de obrigações a curto prazo em relação as obrigações totais.
Imobilização do patrimônio líquido (IPL)	$\frac{AP}{PL}$	Quanto à empresa aplicou no AP em relação do PL.
Imobilização de recursos (IRC)	$\frac{AP}{PL + ELP}$	O percentual de PL e ELP foi destinado ao AP.
Liquidez geral (LG)	$\frac{AC + RLP}{PC + ELP}$	Quanto a empresa possui de AC e RLP em relação às dívidas totais.

“continua”

Quadro 5 “conclusão”

<b>Índice</b>	<b>Cálculo</b>	<b>Representa</b>
Liquidez corrente (LC)	$\frac{AC}{PC}$	Quanto de AC a empresa possui em relação ao PC.
Liquidez seca (LS)	$\frac{AC - estoques}{PC}$	Quanto de ativo líquido em relação ao PC.
Rentabilidade do ativo (ROA)	$\frac{LL}{A}$	Quanto à empresa tem de lucro em relação aos investimentos.
Retorno sobre o capital próprio (ROE)	$\frac{LL}{PL}$	Quanto à empresa tem de lucro em relação ao capital próprio.
Margem operacional (MO)	$\frac{LL}{RLO}$	Quanto à empresa obtêm de lucro em relação às vendas.
Valor econômico adicionado (EVA)	$LL - (PL \times CDI)$	Quanto à empresa criou ou destruiu de valor para seus acionistas.
<p>Onde:</p> <p>A: ativos totais                      AC: ativo circulante                      AP: ativo permanente            CDI: taxa livre de risco              CT: capital de terceiros                      ELP: exigível longo prazo            LL: lucro líquido                      PC: passivo circulante                      PL: patrimônio líquido            RLP: realizável longo prazo              RLO: Recita líquida operacional</p>		

Fonte: Braga, Nossa e Marques (2004), Matarazzo (1998) e Padoveze (2004)

## 5 RESULTADOS

Esta sessão foi dividida em quatro partes, a primeira apresenta os resultados referentes à amostra, a segunda, terceira e quarta sessões apresentam os resultados da regressão logística.

### 5.1 Sobre a amostra

Como mencionado anteriormente, as oitenta e seis empresas da amostra (ANEXO A e B) foram estratificadas em nove setores, segundo classificação setorial da base de dados Economática<sup>®</sup>. As estatísticas descritivas dessa amostra podem ser observadas no ANEXO C.

Foi possível identificar que o setor com maior número de empresas foi o de siderurgia e metalurgia, com aproximadamente 23,2% da amostra. Seguido do setor têxtil com 17,4%, veículos e peças 16,2% e alimentos e bebidas com 11,6% da amostra (Gráfico 6).

É interessante observar que apesar do setor de siderurgia e metalurgia (Gráfico 7) serem os que possuem maior número de empresas, em relação ao número de operações de F&A, esse é o segundo setor. E, o setor com maior número de operações de F&A é o de alimentos e bebidas, com apenas dez empresas é o setor que engloba aproximadamente 30% das operações de F&A da amostra.

Cabe ressaltar que das trinta e quatro empresas da amostra pertencentes ao grupo das empresas que realizaram operações de F&A entre os anos de 2001 a 2011, algumas realizaram mais de uma operação no mesmo ano. Esse fato é a causa do número total de operações de F&A ser maior que o número de empresas da amostra (Gráfico 7). Das empresas que realizaram os processos de

F&A é interessante destacar, que neste estudo, a maioria das atividades, foram de aquisição.

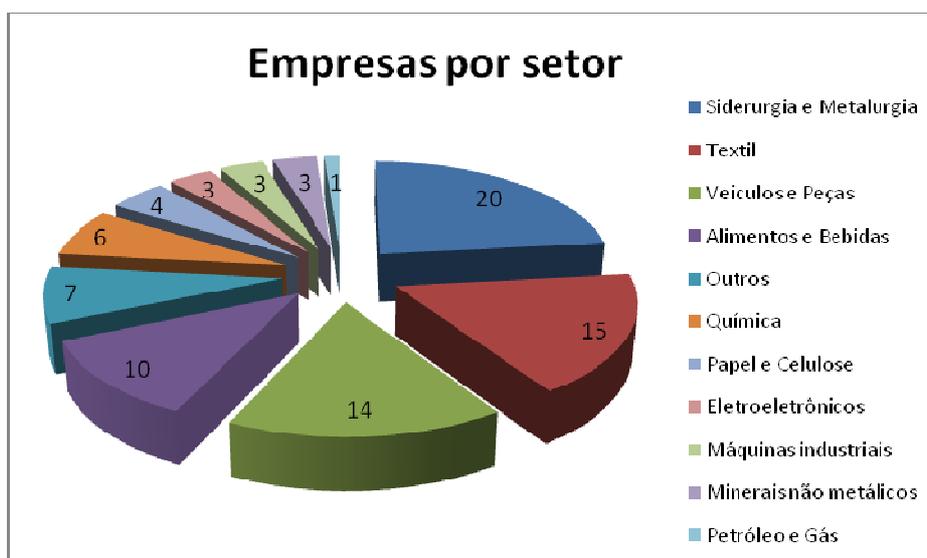


Gráfico 6 Empresas por setor

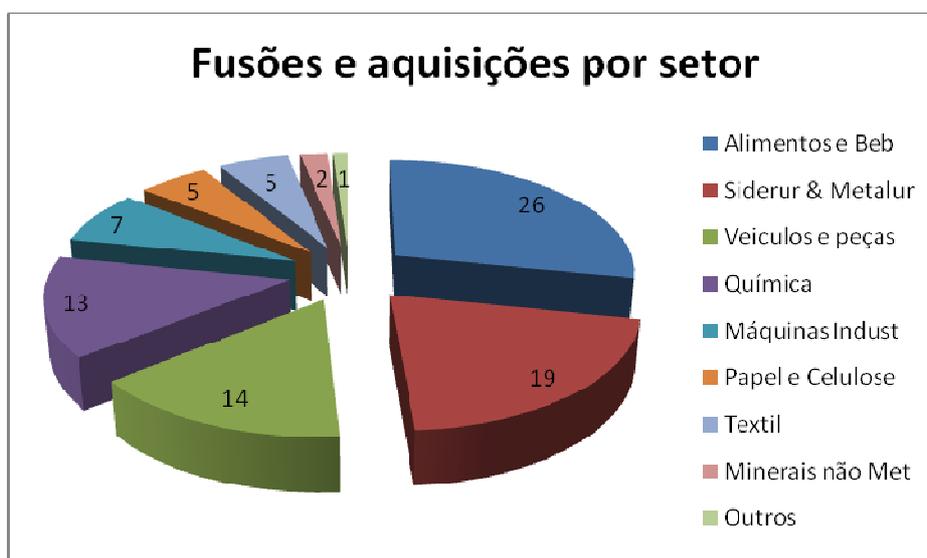


Gráfico 7 Fusões e aquisições por setor

O destaque do setor de alimentos nas operações de F&A pode ser explicado quando observados os relatórios das operações de F&A publicados pelas consultorias KPMG e PWC, nota-se que o setor de alimentos e bebidas foi o principal setor dessas operações em alguns anos. Nas pesquisas sobre as operações de F&A esse setor está sempre entre os mais ativos nas operações de F&A. O ano de 2011, por exemplo, o setor foi o que apresentou o maior número de operações.

O Gráfico 8 demonstra a comparação entre o número de empresas e o número de fusões e aquisições do setor. E como esperado, alguns setores como o de petróleo e gás e o de eletroeletrônicos não apresentam nenhuma operação de F&A. Como o número de empresas desses setores são menores na amostra, as chances de apresentarem operações de F&A também podem ser reduzidas. Vale ressaltar que o fato dessas empresas da amostra não apresentarem operações de F&A para esses setores, não implica que as operações não existam em outras empresas dos setores e que por algum motivo podem ter sido excluídas da amostra.

O Gráfico 9 representa o número de aquisições por ano, do período temporal da amostra. Como pode ser observado o ano de 2011 foi o que apresentou o maior número de F&A. Corroborando com os dados das consultorias KPMG e PWC que apontaram o setor de alimentos como um destaque dessas operações no ano de 2011. A particularidade desse ano em questão está nas alterações das normativas do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE (2013). O órgão, responsável por legislar sobre as operações de F&A, incorporações, entre outros, mudou o processo de submissão das propostas de acordo entre empresas.

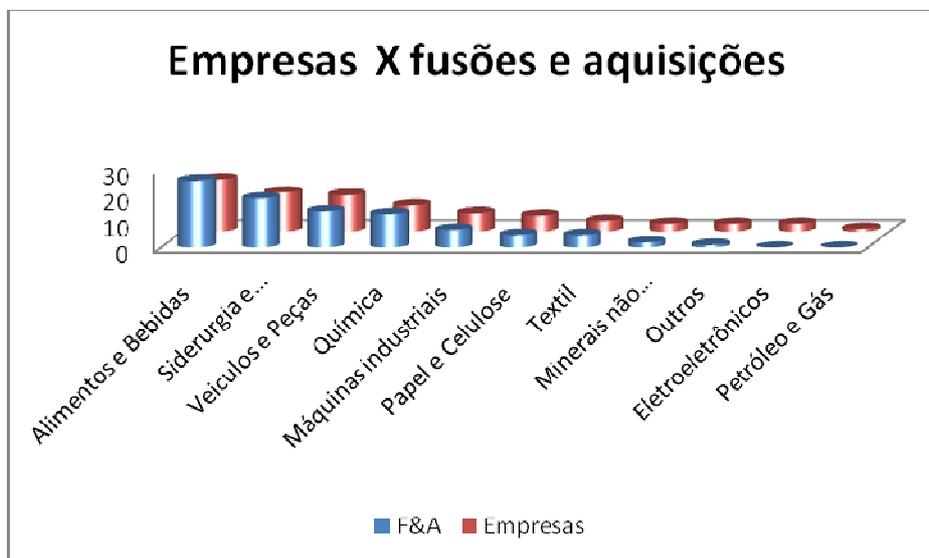


Gráfico 8 Empresas x fusões e aquisições

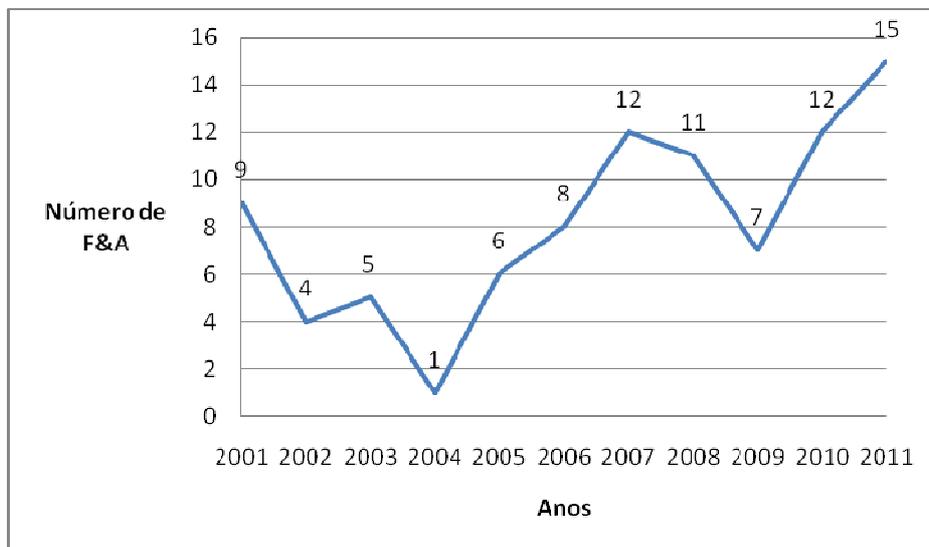


Gráfico 9 Número de F&amp;A

Anteriormente ao ano de 2011, as empresas fechavam o negócio e submetiam mesmo ao CADE, atualmente os processos são submetidos ao

órgão antes do negócio ser concretizado. Segundo dados do CADE (2013), no ano de 2011 foram julgados 814 casos e no ano de 2012 esse número foi maior, foram 955 processos julgados. Sendo que desses 828 se referem a atos de concentração, ou seja, pode ser um dos indícios de que o número dessas operações está aumentando no país.

Ademais, como Rossi e Volpin (2004) afirmam que as operações de F&A são mais intensas em países com bons níveis de governança, identificou-se que das oitenta e seis empresas da amostra, vinte duas empresas estão vinculadas a algum índice de governança corporativa da BMF & BOVESPA, como pode ser observado no ANEXO A e B. Das trinta e quatro empresas que realizaram operações de F&A no período estudado neste trabalho, 50% delas pertencem aos seguimentos de governança Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, com, respectivamente, sete, oito e duas empresas. As aquisições de empresas com algum nível de governança correspondem a 57,44% das aquisições da amostra.

Sabe-se que as operações de F&A geram grande dispêndio financeiro para as empresas e considerando que Claessens e Yurtoglu (2012) afirmam que a adoção de mecanismos de governança favorecer o acesso a financiamentos e reduzir o custo de capital das empresas, acredita-se que pertencer a algum índice de governança pode ter influenciado nos processos de F&A. Contudo é necessária uma avaliação mais profunda desses mecanismos para confirmar se de fato as F&A são influenciadas por mecanismos de governança.

Ademais a presença dessas empresas a algum nível de governança, pode corroborar parcialmente com os resultados encontrados por Silva, Kayo e Nardi (2012). Os autores concluíram que o bom desempenho das operações de aquisição foi sensível à presença da empresa ao segmento Novo Mercado.

## 5.2 Influência das características das empresas nas operações de F&A

Para alcançar o objetivo deste trabalho – identificar os fatores determinantes das operações de F&A sob a ótica das empresas adquirentes utilizou-se de um modelo de regressão logística.

Para tal, todos os testes pertinentes ao modelo de regressão logística foram realizados. Os testes de TOL e VIF (ANEXO D) apresentaram resultados satisfatórios, ou seja, não existem problemas de multicolinearidade nas variáveis.

Destarte, para responder ao objetivo específico **a**, a primeira equação de regressão logística é composta pelas variáveis que representam as características das empresas, ou seja:

$$\begin{aligned}
 FA = \beta_0 + \beta_{GA}GA + \beta_{C3}C3 + \beta_{CE}CE + \beta_{IPL}IPL + \beta_{IRC}IRC + \beta_{LG}LG \\
 + \beta_{LC}LC + \beta_{LS}LS + \beta_{ROA}ROA + \beta_{ROE}ROE \\
 + \beta_{MO}MO + \beta_{EVA}EVA + \beta_{AT}AT
 \end{aligned} \tag{1}$$

Onde as características da empresa representadas são: giro do ativo (GA), capital de terceiros (C3), imobilização do patrimônio líquido (IPL), imobilização de recursos (IR), liquidez geral (LG), liquidez corrente (LC), liquidez seca (LS), rentabilidade do ativo (ROA), retorno sobre o capital próprio (ROE), valor econômico adicionado (EVA) e tamanho da empresa (AT).

A partir da equação (1) realizou-se a verificação da aderência do modelo. Assim como o esperado, os resultados desse teste foram não significativos como pode ser observado na Tabela 2.

Tabela 2 Teste de *HosmerLemeshow* – Equação (1)

<i>Step</i>	<i>Chi-square</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>
1	6,639	8	,565

Fonte: dados estudo

O próximo passo foi verificar a presença de autocorrelação nos resíduos através do teste de *Durbin Watson* (ANEXO E). O valor do teste de *Durbin Watson* nessa equação foi 2,051, permitindo a não rejeição da hipótese nula.

O cálculo do modelo de regressão logística utilizado nessa equação foi realizado com um limite de confiança de 95% e apresentou um ajuste satisfatório. O teste qui-quadrado foi significativo a 1% indicando que o modelo se ajustou de forma satisfatória aos dados a uma porcentagem de 90,8.

Os resultados da regressão logística são representados na Tabela 3. Observando os resultados da regressão logística identifica-se que as variáveis GA, CE, ROA, EVA e AT foram significativas na equação 1. Dentre essas variáveis, as que apresentaram sinal positivo nos coeficientes, ou seja, influenciam as operações de F&A, foram: GA, ROA, EVA e AT.

O primeiro fator determinante das operações de F&A, GA, é um índice que relaciona o total das vendas produzidas com os ativos da empresa, ou seja, mostra o quão eficiente a empresa se apresentou no período. Esse resultado corrobora o trabalho de Andrade e Stafford (2004) quando esses autores afirmam que empresas eficientes, normalmente são as adquirentes. Confirmando assim a hipótese 1 que afirma que a eficiência operacional positiva influencia as operações de F&A. Como essas operações têm dispêndios financeiros que serão diluídos ao longo dos anos, uma empresa que apresenta baixa eficiência operacional, poderia, caso entre em um processo de F&A, chegar a um resultado não satisfatório, por já apresentar dificuldades anteriormente ao processo de F&A.

Das variáveis que representam a estrutura de capital das empresas, a única significativa, foi a CE – composição do endividamento, contudo o sinal

que apresentado pela variável indica que ela não causa impactos nas operações de F&A. Assim pode-se concluir que estrutura de formação do capital da empresa não é determinante para as operações F&A.

Do conjunto de variáveis que representa a rentabilidade das empresas, a rentabilidade do ativo, ROA, foi a única que se confirmou determinante nos processos de F&A. Afinal, como colocado por Gorton, Kahl e Rosen (2009), se uma empresa apresenta baixa rentabilidade, pode ser indício de que a mesma está sendo mal gerenciada. Especificamente o ROA positivo indica que os ativos da empresa estão sendo aplicados com eficiência e que os mesmos estão gerando lucros positivos. O que por sua vez, contribui para o crescimento da empresa e dá subsídios para que essa realize uma operação de F&A.

Tabela 3 Equação (1) de regressão logística dos fatores que determinam as operações de F&A

	Coefficiente/significância
<i>Constant</i>	-8,4***
GA: Giro do Ativo	424,5**
C3: Capital de terceiros	0,0 <sup>n.s.</sup>
CE: Composição do Endividamento	-1850,6***
<i>IPL: Imobilização do Patrimônio Líquido</i>	-44,1 <sup>n.s.</sup>
IRC: Imobilização de Recursos	78,3 <sup>n.s.</sup>
LG: Liquidez Geral	-341,9 <sup>n.s.</sup>
LC: Liquidez Corrente	58,9 <sup>n.s.</sup>
LS: Liquidez Seca	-3,3 <sup>n.s.</sup>
MO: Margem Operacional	-810,0 <sup>n.s.</sup>
ROA: Rentabilidade do Ativo	0,3***
<i>ROE: Retorno sobre o Capital Próprio</i>	26,1 <sup>n.s.</sup>
EVA: Valor Econômico Adicionado	0,0**
AT: Tamanho	0,7***
<i>X<sup>2</sup></i>	293,992
<i>% Concordância</i>	90,8%
<i>R<sup>2</sup> Cox &amp; Snell</i>	11,2%
<i>R<sup>2</sup> Nagelkerke</i>	24,5%
<i>-2 Log likelihood</i>	1217,214

N = 3784

\*\*\*p<0,001; \*\*p<0,05; \*p<0,10.; n.s.: não significativo

A variável EVA, valor econômico adicionado, se positiva, revela que os acionistas da empresa estão sendo beneficiados com os investimentos da empresa. Meglio e Risberg (2010) afirmaram que a criação de valor ao acionista é crucial para o sucesso de uma operação de F&A. Assim, se o retorno ao acionista apresenta resultados positivos, pode-se considerar que a empresa tem maior probabilidade de realizar um processo de F&A, com o objetivo de maximizar os ganhos com sinergias operacionais e os ganhos de seus acionistas.

Ismail e Krause (2010) já afirmavam que o tamanho das empresas é relevante na determinação dos processos de F&A. Este trabalho corrobora com os autores, pois a relação positiva do tamanho da empresa com a variável dependente, aponta que esse é determinante nos processos de F&A. Assim considera-se que quanto maior a empresa, maiores as chances de que essa realize em um processo de F&A.

É interessante ressaltar que a forma de financiamento da empresa não se mostrou determinante das operações de F&A, pois a variável CE apesar de significativa apresentou coeficiente negativo, diferindo assim do que foi colocado por Adelaja, Nayga e Farooq (1999), quando os autores falam que empresas com percentuais de capital próprio menor que o capital de terceiros, podem ser caracterizadas como possíveis adquirentes.

Destarte, pode-se afirmar que com base nos resultados da primeira equação e respondendo ao primeiro objetivo específico, que as características da empresa que são determinantes das operações de F&A são a eficiência operacional, rentabilidade, retorno ao acionista e o tamanho da empresa.

A primeira equação dá subsídios para confirmar/refutar algumas hipóteses. A primeira hipótese estabelecida, que trata da eficiência operacional da empresa pode ser considerada confirmada, pois a variável representada foi significativa e positiva.

A próxima hipótese confirmada foi a quarta, onde considera-se que empresas com boa rentabilidade tem mais chances de realizarem operações de F&A. A quinta hipótese, que trata do retorno ao acionista das empresas adquirente, também pôde ser confirmada. Como a variável dessa hipótese também se apresentou significativa e positiva considera-se então que o retorno ao acionista é determinante para a realização das operações de F&A.

A relação positiva e significativa do tamanho da empresa com as operações de F&A permitem confirmar a sétima hipótese. Ou seja, empresas maiores, são mais propensas a realizarem processos de F&A.

Assim, por apresentarem significância estatística e sinal negativo e/ou não apresentarem significância, as hipóteses refutadas foram as hipóteses 2 e 3.

O Quadro 6 representa uma síntese das hipóteses até agora confirmadas/refutadas.

Quadro 6 Hipóteses

Hipótese	Condição
H <sub>1</sub>	Confirmada
H <sub>2</sub>	Refutada
H <sub>3</sub>	Refutada
H <sub>4</sub>	Confirmada
H <sub>5</sub>	Confirmada
H <sub>7</sub>	Confirmada

### 5.3 Influência do setor nas operações de F&A

Para responder o objetivo específico **b**, que trata da influência do setor nas operações de F&A, uma nova equação de regressão logística foi utilizada, equação (2). Nessa estão presentes as variáveis que foram significativas na equação anterior, que correspondem às características da firma. A essas acrescentou-se o setor em que a empresa se encontra. Cabe lembrar que como afirmado anteriormente, as empresas deste estudo pertencem à Indústria

Manufatureira. Esse setor engloba várias empresas, pois refere-se ao uso de máquinas, ferramentas e do trabalho para produzir bens para serem usados ou comercializados (KALPAKJIAN; SCHMID, 2010). Portanto, a Indústria Manufatureira foi dividida em setores.

Após essa inserção, a nova equação de regressão logística pode ser trabalhada. Todos os passos para a execução da regressão logística foram refeitos no segundo modelo, com exceção dos testes VIF e TOL, pois são apresentados no ANEXO D e contemplam todas as variáveis utilizadas neste trabalho.

Destarte, a equação (2) de regressão logística é composta pelas variáveis que foram significativas no primeiro modelo, acrescidas das *dummies* setoriais, ou seja:

$$FA = \beta_0 + \beta_{GA}GA + \beta_{EVA}EVA + \beta_{AT}AT + \beta_{dummies\ setoriais}Setor$$

A partir da equação (2) foi então verificada a aderência do modelo através do teste de *Hosmer e Lemeshow* (Tabela 4). Nesse modelo o resultado do teste foi significativo, ou seja, não se pode atestar sobre a aderência desse modelo. Contudo, como Alisson (2003) não considera esse teste tão relevante, é interessante observar o resultado das outras estatísticas e do resultado da regressão logística.

Tabela 4 Teste de *Hosmer e Lemeshow* – Equação (2)

<i>Step</i>	<i>Chi-square</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>
1	14,265	15	,075

Fonte: dados estudo

A presença de autocorrelação nos resíduos foi verificada através do teste de *Durbin Watson* (ANEXO D). O valor do teste nesse modelo foi 2,074,

permitindo a aceitação da hipótese nula, ou seja, sem presença de autocorrelação nos resíduos.

Da mesma forma que a equação (1), trabalhou-se com um limite de confiança de 95% e o teste qui-quadrado foi significativo a 1% indicando que a equação se ajustou de forma satisfatória aos dados a uma porcentagem de 91,0.

Os resultados da regressão logística da equação (2) são representados na Tabela 5. As cinco características das empresas que foram significativas na equação (1) se mantiveram significativas e com o mesmo sinal. Cinco setores apresentaram significância estatística. Desses dois setores podem ser considerados determinantes para a ocorrência das operações de F&A, sendo eles os setores de alimentos e bebidas e de máquinas industriais.

O setor de alimentos e bebidas apresentando resultados positivos vem corroborar o resultado que já é observado no setor, afinal, esse setor foi o que apresentou um maior número de operações de F&A. Ademais o setor apresentou números crescentes de operações de F&A na maioria dos anos dos dados desta pesquisa, de acordo com os relatórios das consultorias PWC e KPMG desses anos.

O setor de máquinas industriais tem apresentado crescimento ao longo dos últimos anos e boas perspectivas de crescimento futuro, segundo dados da *Thomson Reuters Corporate* (2013). Para a Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos - ABIMAQ (2013), esse é um setor de capital intensivo e necessita de recursos de longo prazo que raramente estão disponíveis. Assim, pode-se considerar que utilizam das operações de F&A como uma alternativa para desenvolvimento e crescimento das empresas do setor.

Os setores papel e celulose, siderurgia e metalurgia e têxtil, se apresentaram estatisticamente significativos, contudo, seus coeficientes apresentaram sinal negativo, o que indica que o fato da indústria pertencer a esse

setor, não indica que ela terá maior probabilidade de realizar operação de F&A. Pode-se afirmar que as características específicas desse setor não são suficientes para as operações de F&A. Nesses casos as características da empresa e as possíveis condições do mercado terão um peso maior na decisão pela operação de F&A. De igual modo, acredita-se que as características financeiras e outras características macroeconômicas é que são determinantes das operações de F&A para demais setores, aqueles que são considerados estatisticamente não significativos.

Assim, considera-se a sexta hipótese aceita, apesar de somente dois setores serem determinantes dessas operações. Contudo, apesar dessa equação (2) apresentar variáveis significativas e um bom percentual de explicação (91%), para essa amostra a aderência do modelo não foi boa, ou seja, o teste de *Hosmer Lemeshow* foi significativo. Essa pode ser uma das causas de muitas variáveis setoriais não serem determinantes para as operações de F&A. Apesar disso os resultados da equação se mostraram consistentes no que tange as características da empresa, pois todas apresentaram mesmo sinal e foram estatisticamente significativas.

Apesar de alguns setores como, alimentos e bebidas, ter sido um dos mais intensivos em atividades de F&A, ao longo do período temporal deste trabalho, segundo dados das consultorias KPMG e PWC, e como observado no Gráfico 8, foi o setor com maior atividade de F&A dessa amostra, não se pode concluir que ele seja determinante nessas operações.

Tabela 5 Equação (2) de regressão logística dos fatores que determinam as operações de F&A

	Coeficiente/significância
<i>Constant</i>	-8,6 <sup>***</sup>
GA: Giro do Ativo	541,0 <sup>**</sup>
CE: Composição do endividamento	-2368,8 <sup>**</sup>
EVA: Valor Econômico Adicionado	0,0 <sup>**</sup>

“continua”

Tabela 5 “conclusão”

	Coeficiente/significância	
ROA: Rentabilidade do Ativo	0,2 <sup>**</sup>	
AT: Tamanho	0,7 <sup>***</sup>	
Setor: Alimentos e Bebidas	0,549 <sup>*</sup>	
Setor: Eletrônicos	-18,9 <sup>n.s.</sup>	
Setor: Máquinas industriais	0,9 <sup>*</sup>	
Setor: Minerais não metálicos	-0,2 <sup>n.s.</sup>	
Setor: Outros	-18,7 <sup>n.s.</sup>	
Setor: Papel e Celulose	-0,6 <sup>**</sup>	
Setor: Petróleo e Gás	-18,6 <sup>n.s.</sup>	
Setor: Química	0,0 <sup>n.s.</sup>	
Setor: Siderurgia e Metalurgia	-0,6 <sup>**</sup>	
Setor: Têxtil	-0,0 <sup>***</sup>	
X <sup>2</sup>		365,173
% Concordância		91,0%
R <sup>2</sup> Cox & Snell		13,8%
R <sup>2</sup> Nagelkerke		30%
-2 Log likelihood		1146,103

N = 3784

\*\*\*p&lt;0,001; \*\*p&lt;0,05; \*p&lt;0,10.; n.s.: não significativo

#### 5.4 Influência da crise nas operações de F&A

Atualmente, os acontecimentos econômicos em economias consolidadas como os Estados Unidos, influenciam as demais economias, pode-se considerar isso como um dos efeitos da globalização. Assim, o terceiro e último objetivo específico deste trabalho, buscou verificar se o período pré e pós-crise do *subprime* nos Estados Unidos influenciou na probabilidade do acontecimento das operações de F&A no Brasil. Igualmente como tratado nas equações (1) e (2), para verificar a influência da crise trabalhou-se com uma equação de regressão logística. As variáveis da terceira equação são compostas pelas variáveis que foram consideradas determinantes dos processos de F&A na equação (1), acrescidas da variável *dummy*, que caracteriza os períodos pré e pós-crise. Assim, a terceira equação deste trabalho fica assim representada:

$$FA = \beta_0 + \beta_{GA}GA + \beta_{EVA}EVA + \beta_{AT}AT + \beta_{rise} \quad (3)$$

Para essa equação, o teste de *Hosmer e Lemeshow* confirmou que apresenta boa aderência, o resultado pode ser observado na Tabela 6.

Tabela 6 Teste de *Hosmer e Lemeshow*–Equação (3)

<i>Step</i>	<i>Chi-square</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>
1	8,178	8	,416

Fonte: dados estudo

O teste de *Durbin Watson* (ANEXO E) confirmou a ausência de autocorrelação nos resíduos, pois o valor do teste foi de 2,074, dentro dos valores de referência já citados.

Da mesma forma que nas equações anteriores, trabalhou-se com um limite de confiança de 95% e o teste qui-quadrado foi significativo a 1% indicando que o modelo se ajustou de forma satisfatória aos dados a uma porcentagem de 90,8.

Os resultados da regressão logística para a equação(3) são representados na Tabela 7.

Tabela 7 Equação (3) de regressão logística dos fatores que determinam as operações de F&A

	<b>Coefficiente/significância</b>
<i>Constant</i>	-9,3***
GA: Giro do Ativo	559,5***
CE: Composição do endividamento	-2063,8***
EVA: Valor Econômico Adicionado	0,0***
ROA: Rentabilidade do Ativo	0,3*
AT: Tamanho	0,7***
Crise	0,6***

“continua”

Tabela 7 “conclusão”

	Coeficiente/significância
<i>X</i> <sup>2</sup>	300,37
% <i>Concordância</i>	90,8%
<i>R</i> <sup>2</sup> <i>Cox &amp; Snell</i>	11,5%
<i>R</i> <sup>2</sup> <i>Nagelkerke</i>	25%
-2 <i>Log likelihood</i>	1210,8

N = 3784

\*\*\*p&lt;0,001; \*\*p&lt;0,05; \*p&lt;0,10.;n.s: não significativo

Igualmente a equação (2), as características da firma se mostraram consistentes, pois seus sinais e significância foram mantidos como na equação (1). Nessa equação período da crise do *subprime* pode ser considerado um fator determinante nas operações de F&A, pois apresentou resultados estatisticamente significativos e positivos.

Autores como Gaughan (2011) afirmam que em períodos de recessão econômica há um esfriamento das operações de F&A. O resultado encontrado neste trabalho foi que o período considerado crise e pós-crise do *subprime*, influencia positivamente as operações de F&A, destoando do que foi colocado pelo autor. Essa diferença pode se dar por não ser possível considerar que o Brasil nem o setor industrial passaram efetivamente por período de recessão econômica. No caso deste trabalho, especificamente para esse setor, o período considerado de crise foi incentivador das operações de F&A. Dessa forma, conclui-se que a período da crise do *subprime* não afetou as operações de F&A no Brasil, refutando-se assim a oitava e última hipótese.

## 6 CONCLUSÕES

Apesar dos constantes períodos de incertezas que as economias mundiais passam, é notório o crescimento das operações de F&A. Essas têm sido vistas como uma alternativa das empresas para entrada em novos mercados e expansão da empresa no mercado interno.

Visto o crescimento dessas operações, o objetivo deste trabalho foi identificar quais os fatores determinantes das operações de F&A na Indústria Manufatureira. Para tal trabalhou-se com dados econômico-financeiros das empresas, com os setores ao qual elas pertenciam e com uma variável que representou um período de incerteza econômica – a crise do *subprime* nos Estados Unidos – que para alguns estudiosos, afetou várias economias. Utilizando como metodologia os modelos de escolha discreta, foi possível identificar alguns fatores determinantes das operações de F&A.

Apesar de algumas variáveis não terem apresentado resultados significativos, acredita-se que o objetivo do estudo foi alcançado. Algumas variáveis, ou seja, características da empresa se mostraram significativas aos acontecimentos das operações de F&A.

Foram estabelecidas oito hipóteses baseadas em um conjunto de variáveis. A primeira hipótese estabelecida foi confirmada, ou seja, a eficiência operacional das empresas pode ser considerada como fator determinante das operações de F&A. Diferente da primeira, a segunda hipótese, que trata da estrutura de capital da empresa não pode ser confirmada, apesar de uma de suas variáveis apresentar resultados significativos. Para essa, foram escolhidas quatro variáveis com o intuito de verificar se a estrutura de capital das empresas era determinante das operações de F&A.

A terceira hipótese também não foi confirmada. Essa que tratava da liquidez da empresa, ou seja, a capacidade de pagamento das empresas, a

capacidade das empresas converterem seus ativos em monetário, não apresentou significância em suas variáveis.

A próxima hipótese,  $H_4$ , foi confirmada. A rentabilidade de uma empresa representa a remuneração do capital investido, dessa forma uma empresa com boa rentabilidade, implica em uma empresa cujos recursos estão sendo bem aplicados. Assim, como vários estudos nacionais e internacionais afirmam que a rentabilidade das empresas influencia nas operações de F&A, este trabalho comprovou que a rentabilidade pode ser considerada um fator determinante dessas operações.

A quinta hipótese, que trata do retorno ao acionista também foi confirmada. Confirmando o que a literatura traz, o retorno ao acionista é fator determinante para o acontecimento das operações de F&A. Afinal, um dos motivadores das decisões por operações de F&A é o ganho ao acionista das empresas adquirentes.

A sexta hipótese, relaciona-se ao setor ao qual a empresa pertence. Para essa hipótese, somente dois dos setores da subdivisão da Indústria Manufatureira foi determinante para as operações de F&A. O setor de alimentos e bebidas, que é o setor com o maior número de operações de F&A da amostra deste trabalho. Eo setor de Máquinas Industriais pode ter sido determinante por apresentar bons índices de crescimento ao longo do período estudado. Os três setores que foram significativos, porém negativos, mostram que para esses, as características da empresa têm peso maior na determinação das operações de F&A. Acredita-se que se as variáveis setoriais forem trabalhadas e/ou agrupadas com outro conjunto de variáveis, será possível conseguir um modelo com aderência. Ainda assim, essa hipótese foi confirmada.

A sétima hipótese,  $H_7$ , relacionada ao tamanho da empresa, também foi confirmada. Confirmando o que se a empresa apresenta maior porte, tem maior probabilidade de realizar operações de F&A. Por fim, foi possível identificar

com a última hipótese,  $H_8$ , que o período de recessão econômica mundial não afetou negativamente as operações de F&A do setor estudado. A influência positiva do período pode ser explicada pelo fato da economia brasileira apresentar números de crescimento e não ter sido caracterizada uma recessão no país.

A ótica sob a qual este trabalho se estabelece, é nas empresas consideradas adquirentes, ou seja, as que não foram alvo das operações de F&A. Assim, os resultados deste trabalho mostram que os fatores determinantes das operações de fusão e aquisição são a eficiência operacional, rentabilidade, retorno ao acionista, tamanho, setor e o período de crise. Os resultados deste trabalho são específicos para a Indústria Manufatureira, não podendo ser generalizados.

Assim, o modelo teórico apresentado no início deste trabalho pode ser redefinido como representado na Figura 3.

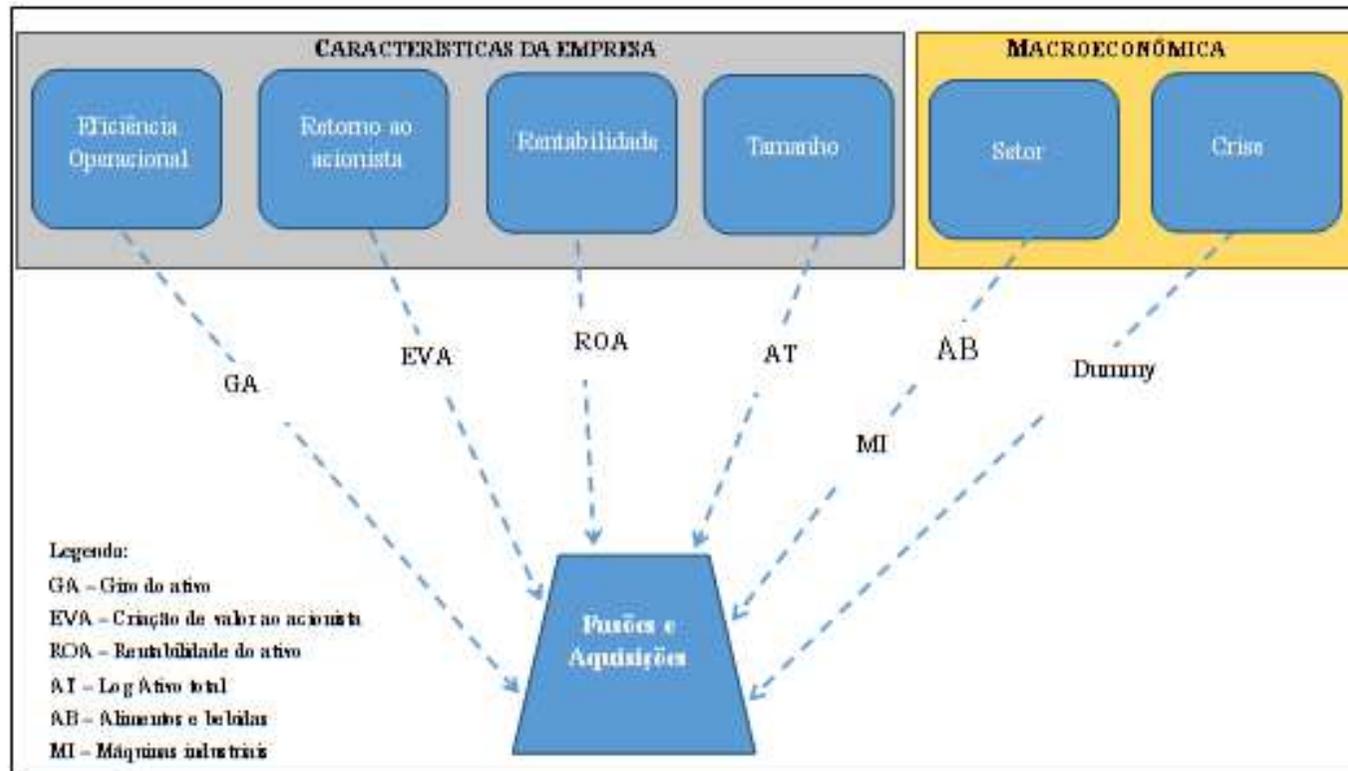


Figura 3 Modelo teórico final – Fatores determinantes das operações de F&A  
 Fonte: dados do estudo

Este trabalho contribui para a literatura do tema, apresentando fatores que podem ser considerados e avaliados por gestores e acionistas no processo de tomada de decisão. Ademais, acredita-se que para trabalhos futuros, a inclusão de outras variáveis, financeiras ou não, pode contribuir para um melhor mapeamento dos fatores determinantes das operações de F&A. Ressalta-se também a importância da tentativa de realizar um trabalho que envolva empresas adquirentes e empresas-alvo, para que seja possível um melhor mapeamento do funcionamento dessas operações no Brasil.

Assim, para estudos futuros, sugere-se que a amostra seja ampliada, englobando uma maior parcela ou até mesmo a totalidade das empresas do mercado de capitais brasileiros, e, dessa forma o estudo poderia ser generalizado.

É interessante considerar que a literatura de F&A, tanto nacional como internacional, aborda o tema de F&A em sua grande maioria sem distinguir os processos de fusão e aquisição. Assim, como agenda de pesquisa, sugere-se trabalhar com a distinção dessas operações, pois se observa que o número de aquisições é consideravelmente superior aos de fusão. E, as características de cada processo podem se apresentar de maneira distinta se assim for trabalhada.

## REFERÊNCIAS

ADELAJA, A.; NAYGA JÚNIOR, R.; FAROOQ, Z. Predicting mergers and acquisitions in the food industry. **Agribusiness**, Malden, v. 15, n. 1, 1-23, 1999.

ALCADE, N.; ESPITIA, M. The characteristics of takeover targets: the Spanish experience 1991-1997. **Journal of Management and Governance**, New York, v. 7, p. 1-26, 2003.

ALISSON, P. D. **Logistic regression using the SAS system: theory and application**. Cary: SAS Institute, 2003. 288 p.

ANDRADE, G.; STAFFORD, E. Investigating the economic role of mergers. **Journal of Corporate Finance**, Boston, v. 10, p. 1-36, 2004.

ANDREOU, P. C.; LOUCA, C.; PANAYIDES, P. M. Valuation effects of mergers and acquisitions in freight transportation. **Transportation Research Part E**, Oxford, v. 48, p. 1221-1234, 2012.

ARAÚJO, C. A. G. et al. Estratégia de fusão e aquisição bancária no Brasil: evidências empíricas sobre retornos. **Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Fortaleza, v. 5, n. 2, p. 7-20, jul./dez. 2007.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DE MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS. Disponível em: <<http://www.abimaq.org.br/>>. Acesso em: 22 fev. 2013.

BARBOSA, C. A. P.; ZILBER, M. A.; LEX, S. Fusões e aquisições no setor bancário brasileiro: os bancos buscam poder de mercado ou eficiência? In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 35., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. 1 CD ROM.

BARNES, P. Can Takeover targets be identified by statistical techniques?:some UK evidence. **Journal of the Royal Statistical Society - Series**, London, v. 47, n. 4, p. 573-591, 1998.

BARNES, P. Predicting UK takeover targets: some methodological issues and an empirical study. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, New Taipei, v. 12, n. 3, p. 283-301, 1999.

BARROS, J. R. M. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa, 2000.

BAUGUESS, S. W. et al. Ownership structure and target returns. **Journal of Corporate Finance**, Boston, v. 15, pp. 48–65, 2009.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 28, n. 3, p. 347-362, 1993.

BESANKO, D. et al. **A economia da estratégia**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2002.

BM&FBOVESPA. **Índices de ações do mercado brasileiro**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/BuscarIndices.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 fev. 2013.

BOWER, J. L. Not all M&As are alike and that matters. **Harvard Business Review**, New York, v. 93, p. 101, 2001.

BRAGA, R.; NOSSA, V.; MARQUES, J. A. V. C. Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, p. 51-64, jun. 2004. Especial.

BRAR, G.; GIAMOURIDIS, D.; LIODAKIS, M. Predicting European takeover targets. **European Financial Management**, Hoboken, v. 15, n. 2, p. 430-450, 2009.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404\\_1976.htm](http://www.normaslegais.com.br/legislacao/contabil/lei6404_1976.htm)>. Acesso em: 23 fev. 2013.

BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; FAMA, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 40, n. 4, p. 353-360, out./nov./dez. 2005.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/>>. Acesso em: jan. 2013.

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

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

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas no brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, abr./jun. 2009.

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

CAMERLYNK, J.; OOGHE, H.; LANGHE, T. D. Pre-acquisition profile of privately held companies involved in take-overs: an empirical study. **Small Business Economics**, Heidelberg, v. 24, p. 169–186, 2005.

CARTWRIGHT, S.; SCHOENBERG, R. Thirty years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities. **British Journal of Management**, London, v. 17, n. 1, p. 1-5, Mar. 2006. Suppl.

CHANGQI, W.; NINGLING, X. Determinants of cross-border merger & acquisition performance of chinese enterprises. **Procedia Social and Behavioral Sciences**, v. 2, p. 6896–6905, 2010.

CHATTERJEE, S. The keys to successful acquisition programmes. **Long Range Planning**, Vienna, v. 42, p. 137-163, 2009.

CHATTERJEE, S. Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 7, p. 119–139, 1986.

CHATTERJEE, S. Why is synergy so difficult in mergers of related business? **Strategy & Leadership**, v. 35 n. 2, p. 45-52, 2007.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review**, Amsterdam, v. 15, p. 1-33, 2012.

CLEMENTS, M.; SINGH, H. An analysis of trading in target stocks before successful takeover announcements. **Journal of Multinational Financial Management**, Columbia, v. 21, p. 1-17, 2011.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **Corporate figth back: five disciplines to win in M&A**. [S. l.: s. n.], 2006.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. **M&A in consumer business: challenging times, emergins opportunities**. [S. l.: s. n.], 2011.

DE PAMPHILIS, D. M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities**. 6th ed. Amsterdam: Elsevier, 2011. 753 p.

DENČIĆ-MIHAILOV, K.; RADOVIĆ, O. Problems in predicting target firms at the undeveloped capital markets. **Facta Universitatis - Series: Economics and Organization**, Niš, v. 3, n. 1, p. 59-68, 2006.

DHAWAN, S. Mergers and acquisitions in global context. **Kindler**, Kolkata, v. 4, n. 1, p. 7-16, 2009.

DUCHIN, R.; SCHMIDT, B. Riding the merger wave: uncertainty, reduced monitoring and bad acquisitions. **Journal of Financial Economics**, New York, v. 107, p. 69-88, 2013.

ESTEVE-PÉREZ, S. Consolidation by merger: the UK beer market. **Small Business Economics**, Heidelberg, v. 39, p. 207-229, 2012.

FASSINA, P. H. et al. Indicadores econômico-financeiros e preço de ações: uma abordagem a hipótese de mercado eficiente. In: SEMINÁRIO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2., 2006, Blumenau. **Anais...** Blumenau: Universidade Regional de Blumenau, 2006.

FEITOSA, M. J. S.; SILVA, M. E.; FIRMO, L. A. Fusões e aquisições empresariais no contexto brasileiro: o caso da Oi e Brasil Telecom. **Revista Razão Contábil e Finanças**, Fortaleza, v. 2, n. 1, p. --, 2011.

FIELD, A. **Descobrimdo a estatística usando o SPSS**. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FIRTH, M. Synergism in mergers: some British results. **Journal of Finance**, Chichester, v. 33, n. 2, p. 670-672, May 1978.

FRANCO, P. M.; CAMARGOS, M. A. Fusões e aquisições no setor bancário brasileiro: criação de valor, rentabilidade, sinergias operacionais e grau de concentração. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 35., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. 1 CD ROM.

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

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo A. Wesley, 2004. 745 p.

GORTON, G.; KAHL, M.; ROSEN, R. J. Eat or be eaten: a theory of mergers and firm size. **Journal of Finance**, Chichester, v. 64, n. 3, p. 1291-1344, June 2009.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; WEICHSELBAUMER, M. The determinants of merger waves: an international perspective. **International Journal of Industrial Organization**, Amsterdam, v. 30, n. 1, p. 1-15, Jan. 2012.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIR JÚNIOR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HIRSCHEY, M. Merger, buyouts and fakeouts. **American Economic Review**, Nashville, v. 76, n. 2, p. 317-321, 1986.

INSTITUTE OF MERGERS, ACQUISITIONS AND ALLIANCES. Disponível em: <<http://www.imaa-institute.org/>>. Acesso em: 22 dez. 2012.

ISMAIL, A.; KRAUSE, A. Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Champaign, v. 50, n. 4, p. 471-484, Nov. 2010.

KALPAKJIAN, S.; SCHMID, S. **Manufacturing engineering & technology**. 6th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2010. 1320 p.

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

KPMG CORPORATE FINANCE. **Pesquisa de fusões e aquisições 2011**. [S. l.], 2012.

KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. **Economia Industrial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.

LIMA, M. P.; DALTO, E. J. Avaliação de capital intelectual em fusões e aquisições de instituições financeiras. Estudo de caso do banco Itaú Holding Financeira S. A. **Revista Alcance**, Biguaçu, v. 16, n. 2, p. 143-161, May/Aug. 2009.

LING, D. C.; PETROVA, M. Why do REITs go private? Differences in target characteristics, acquirer motivations, and wealth effects in public and private acquisitions. **Journal of Real Estate Finance and Economics**, Heidelberg, v. 43, n. 1, p. 99-129, 2011.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARKS, M. L.; MIRVIS, P. H. **Joining forces: making one plus one equal three in mergers acquisitions, and alliances**. San Francisco: Jossey-Bass, 1998.

MATARAZZO, D. C. **análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998. 471 p.

MEGLIO, O.; RISBERG, A. Mergers and acquisitions: time for a methodological rejuvenation of the field? **Scandinavian Journal of Management**, Gothenburg, v. 86, p. 87-95, 2010.

MERKET, R.; MORRELL, P. S. Mergers and acquisitions in aviations – management and economic perspectives on the size of Airlines. **Transportation Research Part E**, Oxford, v. 48, p. 853-862, 2012.

MIRANDA, J. C.; MARTINS, L. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 14, p. 67-88, jun. 2000.

MOELLER, S. B.; SCHILINGEMANN, F. P.; STULZ, R. M. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. **Journal of Finance**, Chichester, v. 60, n. 2, p. 757-783, Apr. 2005.

NARDI, R. Y. S.; SILVA, E. S. Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36.,2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2012. 1 CD ROM.

NEARY, P. **Cross-Border mergers as instruments of comparative advantage**. Oxford: University College Dublin and CEPR, 2004.

ÖBERG, C.; HOLTSTRÖM, J. Are mergers and acquisitions contagious? **Journal of Business Research**, Amsterdam, v. 59, p. 1267–1275, 2006.

PADOVEZE, C. L. **Análise das demonstrações financeiras**. São Paulo: T. Learning, 2004. 267 p.

PALEPU, K. Predicting Takeover targets: a methodological and empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 8, p. 3-35, 1986.

PARK, K.; JANG, S. S. Mergers and acquisitions and firm growth: investigating restaurant firms. **International Journal of Hospitality Management**, Orlando, v. 30, n. 1, p. 141-149, Mar. 2011.

PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 42, n. 2, p. 205-215, abr./maio/jun. 2007.

PENROSE, E. T. **The theory of the growth of the firm**. New York: J. Wiley, 1959.

PEREIRA, C. M. L.; DORNELAS, J. S. Fatores promotores e inibidores do alinhamento estratégico da tecnologia da informação em uma situação de fusão: o caso de uma rede varejista. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 14, n. 3, p. 495-515, maio/jun. 2010.

PESSANHA, G. R. G. et al. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 13, n. 5, p. 101-134. set./out. 2012a.

PESSANHA, G. R. G. et al. Influências das fusões e aquisições no valor de mercado das instituições bancárias adquirentes: uma aplicação da metodologia de estudo de eventos no período de 1994 a 2009. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 15., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2012b. 1 CD ROM.

PIMENTEL, R. F. **Gestão, estratégia e considerações sobre a nova teoria da firma**. Niterói: Universidade Federal Fluminense, 2004.

PORTER, M. **Estratégia competitiva**. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

PRICE WATERHOUSE COOPERS. **Fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo, 2012.

RAPPAPORT, A. **Creating shareholder value: a guide for managers and investors**. 2nd ed. New York: The Free, 1998.

ROSSI, S.; VOLPIN, P. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. **Journal of Financial Economics**, New York, v. 74, p. 277-304, 2004.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 776 p.

SCHERER, F. M. **Industrial market structure and economic performance**. Chicago: Rand McNally, 1970.

SELLTIZ, C.; WRIGHTSMAN, L. S.; COOK, S. W. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2. ed. São Paulo: E.P.U., 2010, 1987. 3 v.

SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. **Journal of International Business Studies**, East Lansing, v. 31, n. 3, 2000.

SETH, A. Value creation in acquisitions: A re-examination of performance issues. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v.11, p. 99-115, 1990.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Value Maximization and the acquisition process. **Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 2, n. 1, p. 7-20, 1988.

SILVA, E. S.; KAYO, E. K.; NARDI, R. Y. S. Governança corporativa e desempenho em aquisições de empresas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2012. 1 CD ROM.

SILVA, M. J. A. **Fusões e aquisições como caminhos para a competitividade**. In: CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, 7., 2011, Rio de Janeiro. 21 p. Disponível em: <[http://www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/documents/cneg7/anais/T11\\_0340\\_2167.pdf](http://www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/documents/cneg7/anais/T11_0340_2167.pdf)>. Acesso em: 21 maio 2012.

STOCK, J. H.; WATSON, M. W. **Econometria**. São Paulo: A. Wesley, 2004, 485 p.

THOMSON REUTERS CORPORATE. Disponível em: <<http://br.reuters.com/>>. Acesso em: 23 fev. 2013.

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

TRIMBATH, S.; FRYDMAN, H.; FRYDMAN, R. Cost inefficiency, size of firms and takeovers. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, New Taipei, v. 17, p. 397-420, 2001.

VERGARA, S. C. **Métodos de pesquisa em administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 287 p.

WESTON, J. F.; SIU, J. A.; JOHNSON, B. A. **Takeovers, restricting, & corporate governance**. 5th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2006.

WOOD JÚNIOR, T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. **Revista de Administração de Empresas Executivo**, São Paulo, v. 2, n. 4, nov. 2003/ jan. 2004.

ZILBER, M. A.; FICHMANN, A. A.; PIKIENY, E. Alternativas de crescimento: a alternativa de fusões e aquisições. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 3, n. 2, p. 137-154, 2002.

ZILBER, M. A.; PIEKNY, E. Estratégia de fusões e aquisições: eficácia na expansão das plataformas de produtos em empresas de autopeças. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 9, n. 3, p. 169-190, jul./set. 2005.

**ANEXOS**

## ANEXO A Empresas sem F&amp;A/Setor/Segmento de mercado

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Segmento</b>
<b>ElectroAcoAltona S. A.</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Siderúrgica J. L. Aliperti S. A.</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Baumer S. A.</b>	Outros	-
<b>BicicletasMonark S. A.</b>	Veículos e peças	-
<b>Buettner S. A. Indústria e Comércio</b>	Textil	-
<b>Cia Cacique de Café Solúvel</b>	Alimentos e Beb	-
<b>Café Solúvel Brasília S. A.</b>	Alimentos e Beb	-
<b>Cia Fiação Tecidos Cedro Cachoeira</b>	Textil	N1
<b>Cia Hering</b>	Textil	NM
<b>Cobrasma S. A.</b>	Veículos e peças	-
<b>Cia Tecidos Norte de Minas Coteminas</b>	Textil	-
<b>Dohler S. A.</b>	Textil	-
<b>Empresa Nac. Com. Redito Part. S. A. Encorpar</b>	Textil	-
<b>Manufatura de Brinquedos Estrela S. A.</b>	Outros	-
<b>Eucatex S. A. Indústria e Comércio</b>	Outros	N1
<b>Excelsior Alimentos S. A.</b>	Alimentos e Beb	-
<b>Fábrica de Tecidos Carlos Renaux S. A.</b>	Textil	-
<b>Ferbasa</b>	Siderur&Metalur	N1
<b>FibamCompanhia Industrial</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Gerdau S. A.</b>	Siderur&Metalur	N1
<b>GuararapesConfecções S. A.</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Hercules S. A. Fábrica de Talheres</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Cia Industrial Cataguases</b>	Textil	-
<b>Josapar-Joaquim Oliveira S. A. - Particip</b>	Alimentos e Beb	-
<b>Kepler Weber S. A.</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Cia Melhoramentos de São Paulo</b>	Papel e Celulose	-
<b>Metalúrgica Duque S. A.</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Metalgráfica Iguacu S. A.</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Metisa Metalúrgica Tmboense S. A.</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Millennium Inorganic Chemicals BR S. A.</b>	Química	-
<b>ConservasOderich S. A.</b>	<b>Alimentos e Beb</b>	-
<b>Panatlântica S. A.</b>	Siderur&Metalur	-
<b>Paranapanema S. A.</b>	Siderur&Metalur	NM
<b>Refinaria de Petróleos Manguinhos S. A.</b>	Petróleo e Gas	-
<b>Pettenati S. A. Indústria Textil</b>	Textil	-
<b>Portobello S. A.</b>	Minerais não Met	NM
<b>Recrusul S. A.</b>	Veículos e peças	-
<b>MetalúrgicaRiosulense S. A.</b>	Veículos e peças	-
<b>Sansuy S. A. Indústria de Plásticos</b>	Outros	-
<b>Cia TecidosSantanense</b>	Textil	-
<b>Cia Industrial Schlosser S. A.</b>	Textil	-

“continua”

## ANEXO A “conclusão”

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Segmento</b>
<b>Souza Cruz S. A.</b>	Outros	-
<b>Springer S. A.</b>	Eletroeletrônicos	-
<b>Tectoy S. A.</b>	Outros	-
<b>Tekno S. A. - Indústria e Comércio</b>	Siderur&Metalur	-
<b>TextilRenauxview S. A.</b>	Alimentos e Beb	-
<b>Tupy S. A.</b>	Veículos e peças	-
<b>VicunhaTextil S. A.</b>	Textil	-
<b>WembleySociedadeAnônima</b>	Textil	-
<b>Wetzel S. A.</b>	Veículos e peças	-
<b>Whirlpool S. A.</b>	Eletroeletrônicos	-

Fonte: dados do estudo.

Legenda: NM – Novo mercado; N1 – Nível 1; N2 – Nível 2

## ANEXO B Empresas com F&amp;A/Setor/Nº F&amp;A/ Segmento de mercado

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Nº F&amp;A</b>	<b>Segmento</b>
<b>Alpargatas S.A.</b>	Textil	4	N1
<b>Cia de Bebidas das Américas - Ambev</b>	Alimentos e Beb	10	-
<b>Bardella S. A. Indústrias Mecânicas</b>	MáquinasIndust	1	-
<b>Bombril S. A.</b>	Química	1	-
<b>BRF - Brasil Foods S. A.</b>	Alimentos e Beb	14	NM
<b>CeluloseIrani S. A.</b>	Papel e Celulose	1	-
<b>Elekeiroz S. A.</b>	Química	1	-
<b>Eternit S. A.</b>	Mineraisnão Met	1	NM
<b>Forjas Taurus S. A.</b>	Siderur&Metalur	1	N2
<b>Fras-Le S. A.</b>	Veículos e peças	1	N1
<b>Haga S. A. Indústria e Comércio</b>	Siderur&Metalur	1	-
<b>Cia Iguazu de Café Solúvel</b>	Alimentos e Beb	1	-
<b>IndústriasRomi S. A.</b>	MáquinasIndust	2	NM
<b>Inepar S. A. Indústria e Construções</b>	Outros	1	N1
<b>IochpeMaxion S. A.</b>	Veículos e peças	6	NM
<b>Itautec S. A. - Grupo Itautec</b>	Eletroeletrônicos	1	-
<b>Karsten S. A.</b>	Textil	1	-
<b>Klabin S. A.</b>	Papel e Celulose	1	N1
<b>M G Políester S. A.</b>	Química	1	-
<b>Mangels Industrial S. A.</b>	Siderur&Metalur	1	N1
<b>Marcopolo S. A.</b>	Veículos e peças	1	N2
<b>Mahle-Metal Leve S. A.</b>	Veículos e peças	1	NM
<b>MinuparParticipações S. A.</b>	Alimentos e Beb	1	-
<b>Nadir Figueiredo Ind e Com S. A.</b>	Mineraisnão Met	1	-
<b>Plascar Participações Industriais S. A.</b>	Veículos e peças	3	-
<b>Randon S. A. Implementos e Participações</b>	Veículos e peças	1	N1
<b>Rimet Empreendimentos Industriais e Comerciais S. A.</b>	Siderur&Metalur	1	-
<b>Schulz S. A.</b>	Veículos e peças	1	-
<b>Cia Siderúrgica Nacional</b>	<b>Siderur&amp;Metalur</b>	<b>11</b>	-
<b>Suzano Papel e Celulose S. A.</b>	Papel e Celulose	3	N1
<b>UltraparParticipações S. A.</b>	Química	8	NM
<b>UniparParticipações S. A.</b>	Química	3	-
<b>Usinas Sid de Minas Gerais S. A. - Usiminas</b>	Siderur&Metalur	4	N1
<b>Weg S. A.</b>	MáquinasIndust	4	NM

Fonte: dados do estudo.

Legenda: NM – Novo mercado; N1 – Nível 1; N2 – Nível 2

## ANEXO C Estatísticas descritivas

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
<b>GA</b>	3784	0	0,0045	0,000564	0,0004298
<b>C3</b>	3784	747,404	48042700,02	1755461	4531888,867
<b>CE</b>	3784	0	0,001	0,000555	0,0002205
<b>IPL</b>	3784	-0,1189	0,2703	0,001571	0,0109203
<b>IRC</b>	3784	-5,9508	0,0907	-0,00102	0,0967862
<b>LG</b>	3784	0	0,0212	0,001298	0,0016984
<b>LC</b>	3784	0	0,0324	0,00189	0,0019954
<b>LS</b>	3784	0	1,2117	0,001652	0,0197476
<b>ROA</b>	3784	-13,82	-7,05	-10,4901	0,93723
<b>ROE</b>	3784	-0,0579	0,0153	0,000001	0,001611
<b>MO</b>	3784	-16,5348	0,7265	-0,0553	0,7025787
<b>EVA</b>	3784	-3005261,922	8306472,777	100304,5	493566,2007
<b>Tamanho</b>	3784	7,5921	18,1054	13,24359	1,718306
<b>Alimentos</b>	3784	0	1	0,12	0,321
<b>Eletrônicos</b>	3784	0	1	0,03	0,184
<b>Máquinas_ind</b>	3784	0	1	0,02	0,151
<b>Minerais_não_met</b>	3784	0	1	0,05	0,211
<b>Outros</b>	3784	0	1	0,08	0,273
<b>Papel_celulose</b>	3784	0	1	0,05	0,211
<b>Petróleo_gás</b>	3784	0	1	0,01	0,107
<b>Química</b>	3784	0	1	0,07	0,255
<b>Siderurgiamet</b>	3784	0	1	0,23	0,423
<b>Têxtil</b>	3784	0	1	0,17	0,38
<b>Veículos</b>	3784	0	1	0,16	0,369
<b>Crise</b>	3784	0	1	0,36	0,481

## ANEXO D Testes de TOL e VIF

<b>Variáveis</b>	<b>TOL</b>	<b>VIF</b>
<b>GA</b>	0,808	1,237
<b>C3</b>	0,327	3,062
<b>CE</b>	0,649	1,542
<b>IPL</b>	0,664	1,506
<b>IRC</b>	0,995	1,005
<b>LG</b>	0,402	2,489
<b>LC</b>	0,446	2,244
<b>LS</b>	0,986	1,014
<b>ROA</b>	0,908	1,101
<b>ROE</b>	0,786	1,272
<b>MO</b>	0,668	1,497
<b>EVA</b>	0,508	1,967
<b>Tamanho</b>	0,449	2,226
<b>Alimentos</b>	0,72	1,388
<b>Eletrônicos</b>	0,849	1,178
<b>Máquinas_ind</b>	0,884	1,131
<b>Minerais_não_met</b>	0,826	1,21
<b>Outros</b>	0,763	1,31
<b>Papel_celulose</b>	0,749	1,334
<b>Petróleo_gás</b>	0,932	1,073
<b>Química</b>	0,722	1,384
<b>Siderurgiamet</b>	0,668	1,508
<b>Têxtil</b>	0,613	1,632
<b>Veículos</b>	0,645	1,549
<b>Crise</b>	0,968	1,033

**ANEXO E** Teste de *Durbin Watson*

<b>Equação</b>	<b>R</b>	<b>R Square</b>	<b>Adjusted R Square</b>	<b>Std. Error of the Estimate</b>	<b>Durbin Watson</b>
<b>1</b>	,353 <sup>a</sup>	0,124	0,120	0,271	2,051
<b>2</b>	,339 <sup>a</sup>	0,115	0,112	0,238	2,074
<b>2</b>	,319 <sup>a</sup>	0,101	0,100	0,239	2,074