

**O IMPACTO DA EXPERIÊNCIA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS EM OPERAÇÕES DE M&A  
NO SEU DESEMPENHO**

**MAÍRA GALUZIO BARILE**  
INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA (INSPER)  
maira86@gmail.com

**ADRIANA BRUSCATO BORTOLUZZO**  
INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA (INSPER)  
adrianab@insper.edu.br

# O IMPACTO DA EXPERIÊNCIA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS EM OPERAÇÕES DE M&A NO SEU DESEMPENHO

## 1 INTRODUÇÃO

A prática de uma empresa adquirir ou se fundir com outra é muito antiga, não sendo possível identificar a primeira aquisição da história, mas as fusões datam desde o século XVIII, segundo a Encyclopaedia Britannica, quando a *East India Company* se fundiu com uma concorrente que ameaçava seu monopólio. Essas transações ficaram conhecidas globalmente como M&A (*Mergers & Acquisitions*) e passaram a ocorrer em grande volume a partir de 1895 (LAMOREAUX, 1988).

O período de 1895 a 1904 ficou conhecido como o primeiro grande movimento das fusões e aquisições americanas e, devido ao grande volume de operações e importância para o mercado, foi quando começaram os estudos acadêmicos com intenção de entender o que estava acontecendo no mercado e seu impacto (LAMOREAUX, 1988). Esses acadêmicos, apesar de concordarem que no geral empresas grandes seriam mais eficientes que empresas pequenas, acreditavam que havia um limite para o crescimento acelerado, a partir do qual aconteceria deseconomias de escala, e que essas fusões seriam grandes demais para serem eficientes. Segundo eles, o motivo principal de ter ocorrido a primeira grande onda de M&A foi que as empresas buscavam a dominância do mercado por meio de monopólio. As firmas aceitavam ter esse custo maior pós M&A a princípio para poderem crescer sua participação de mercado e, posteriormente, para aumentar os preços sem se preocupar com a concorrência.

Nos estudos modernos existem diversas justificativas para a realização de M&A. De acordo com Seth (1990), as operações de M&A têm como principal objetivo o aumento do valor da empresa adquirente, o que pode ser realizado com: ganhos de sinergia de escala e/ou escopo, mitigação de risco, extensão de mercados atuantes (diversificação). É possível também incluir à lista, por exemplo, limitação da concorrência, acesso rápido à inovação/tecnologia para não perder o *timing* do mercado, ganho de *market share*. Lewellen (1971), portanto, diz que o resultado esperado de uma operação de M&A é que a soma das partes seja maior que as duas empresas individualmente.

Porém, em 2000, a revista *The Economist* fez uma série de 6 publicações questionando se as operações de M&A realmente melhorariam o desempenho das empresas adquirentes, dado que, segundo estudo da KPMG utilizado, metade das operações realizadas até 1999 tinham destruído valor e um terço delas não tinha apresentado resultado significativo relacionado à criação de valor. O objetivo fundamental desse levantamento era chamar a atenção para os principais motivos de fracasso nas operações de M&A para que as empresas interessadas nesse tipo de negócio pudessem adquirir experiência para melhorar o seu próprio desempenho futuro.

Lubatikin (1983) entende que há, sim, a possibilidade de correlação positiva entre o desempenho oriundo de uma aquisição e o nível de atividade (experiência) que a empresa adquirente possui em M&A. É esperado, dada a complexidade e a variedade das atividades envolvidas em uma operação de M&A, que o fator aprendizado da firma contribua para sucessos mais significativos no futuro com base no seu aprendizado passado. Isso causaria nas empresas uma demanda em efetuar mais atividades de M&A, objetivando sempre um melhor desempenho do que aquele que foi alcançado anteriormente.

Historicamente, o volume de transações de M&A tem crescido consistentemente, no Brasil, conforme relatório público da PWC (novembro, 2015). A média de operações anuais apuradas entre 2006 e 2009 aumentou 68% em relação ao período de 2002 a 2005 e, posteriormente, cresceu mais 24% entre 2010 e 2014, em relação ao período de 2006 a 2009. Além da quantidade, o volume transacionado também tem aumentado, sendo que em 2014 o valor total movimentado em tais operações foi de US\$ 108,3 bilhões, ainda conforme relatório da PWC (dezembro, 2014). O constante aumento em volume e quantidade das transações no Brasil torna natural o crescimento no interesse em entender a eficiência da obtenção de resultados positivos nessas operações.

O presente estudo possui dois objetivos principais, focados em trazer resultados que possam ajudar na tomada de decisão do ponto de vista da estratégia da empresa. Primeiro, avaliar se o desempenho das empresas que fizeram M&A é ou não superior ao desempenho das que não efetuaram, para saber se efetuar M&A é a melhor decisão estratégica para a firma. Para isso são analisados os desempenhos contábeis das empresas que fizeram M&A entre 1995 e 2014 e comparados com os das empresas que não efetuaram nenhuma transação de fusão e aquisição no período. O segundo objetivo é analisar se há e qual seria a relação entre a experiência em M&A e os desempenhos contábeis das empresas que efetuaram as transações nesse período, para saber se a empresa deve utilizar esta estratégia de crescimento continuamente ou se a mesma pode ser prejudicial. São utilizados os mesmos desempenhos contábeis do primeiro objetivo, mas relacionados com a experiência que a empresa adquirente possui em M&A, para avaliar qual a relação do impacto no seu desempenho.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

Quando se busca na literatura uma confirmação se as empresas que praticaram M&A possuem um desempenho superior às que não praticaram M&A, não é possível encontrar um consenso definitivo dos autores sobre o resultado. De acordo com Kusewitt (1985), a estratégia de crescimento por meio de aquisições pode resultar desde um excelente sucesso até um grande fracasso. Essa variação seria uma combinação do nível de sinergia obtido e do valor criado, sendo esse valor a combinação do desempenho contábil e do desempenho de mercado (ações).

Schriber (2012) diz que as empresas, mesmo muitas vezes obtendo um resultado insatisfatório, fazem M&A com o objetivo de crescer rapidamente e com menos riscos comparativamente a outras estratégias de crescimento. Isso também é afirmado por Filkestein, Heleblian e Kim (2011), que partem do pressuposto de que as empresas utilizam M&A para crescer mais rapidamente que as demais na sua indústria.

Por outro lado, há uma vertente de estudos que encontra desempenho positivo para as empresas adquiridas, mas para as adquirentes esse desempenho seria negativo ou nulo. Lubatkin (1983) acredita que todos os ganhos vão para a firma adquirida, não para a adquirente, como se supunha. Diz ainda que a firma adquirente não obtém resultados melhores do que teria com outros investimentos produtivos com níveis similares de risco.

De um modo geral, a maior parte dos estudos empíricos sobre os ganhos de desempenho focados na empresa adquirente não corroboram a teoria de aumento de desempenho e indicam que, para ela, o ganho é nulo ou há destruição de valor. King et al. (2004) concluem de sua meta-análise que, na média, atividades de M&A

não geram um desempenho positivo, podendo, inclusive, destruir o desempenho no longo prazo.

Como o foco deste estudo são transações nacionais, é preciso entender que não podemos replicar as pesquisas internacionais e esperar obter os mesmos resultados. Isso porque existe praticamente um consenso de que as variáveis macroeconômicas afetam o desempenho das operações de M&A (CHOI e JEON, 2011; BOATENG e UDDIN, 2011; WANG, 2008). Logo, espera-se que o Brasil apresente efeitos específicos de resultado que possam divergir dos testados nos estudos internacionais, simplesmente por ser um país emergente com situação econômica mais instável que os países desenvolvidos, por exemplo. Além das questões macroeconômicas, é preciso considerar que há influência da cultura no desempenho das transações. A experiência brasileira em fusões e aquisições foi analisada e identificou-se a influência da cultura no processo e a importância do desenvolvimento de experiência para o melhor planejamento das operações (CANÇADO e TANURE, 2005), o que torna necessário estudos específicos para corroborar ou não os estudos internacionais.

Camargos e Barbosa (2009) fazem uma compilação dos estudos brasileiros e apontam nos seus resultados que, no Brasil, M&A cria valor para a empresa adquirente. Por outro lado, Batista e Minardi (2010) encontraram evidências que em média as operações de M&A destruíram valor (no horizonte de um ano). Essas diferenças entre os resultados provavelmente são oriundas de tentar comparar variáveis diferentes com o mesmo fim (STAHL; VOIGT, 2008). Ou seja, se o objetivo estratégico é avaliar retorno de valor para o acionista, não se deve tentar comparar com resultados sobre desempenho contábil, pois são variáveis diferentes e usadas para fins diferentes. Da Costa Junior (2008) fez a análise para conciliar ambas visões e confirmou retornos positivos para o acionista quanto ao valor das ações, mas não conseguiu confirmar os mesmos retornos positivos quando analisou o desempenho contábil das fusões e aquisições nacionais, o que indica que possivelmente este é realmente o caminho para desambiguizarmos os resultados.

Partindo da falta de consenso, tanto na literatura sobre M&A internacional quanto na literatura de M&A sobre o Brasil, e com o objetivo de validar se isso pode ser medido em termos de desempenho contábil, elabora-se a primeira hipótese a ser testada:

**Hipótese 1:** Empresas que fizeram M&A no período apresentam melhor desempenho do que as que não fizeram tais negócios.

Ao mesmo tempo em que não conseguimos confirmar pela literatura se as empresas que fizeram M&A possuem ou não melhor desempenho que as que não o fizeram, é possível encontrar um consenso sobre a repetição dessa estratégia. Ou seja, as empresas tendem a fazer sempre mais M&As após ter se iniciado em tal vertente. Amburgey e Miner (1997) afirmam que as organizações tendem a repetir uma ação prévia, como *mergers*, independente de ela ter dado resultado positivo ou não, simplesmente porque sabem como fazê-la. As firmas sofrem de um tipo de inércia gerencial e, mesmo tendo maior propensão a repetir a ação caso tenha sido bem-sucedida, também irão fazê-la no caso de desempenho ruim. De acordo com os autores, após se engajar em uma operação de M&A, independente do motivo que leve a firma a isso, ela desenvolve uma competência naquele tipo de transação e irá, provavelmente, repeti-la.

Haleblian, Kim e Rajagopalan (2006) encontraram provas empíricas de que tanto a experiência anterior como o desempenho dessa experiência estão positiva e fortemente correlacionados com a tendência de inércia da firma em repetir o

comportamento em M&A. Eles definem que a experiência gera uma rotina comportamental e que, quanto maior a experiência, maior a propensão a efetuar operações de M&A.

Haleblian e Kim (2011) trazem à tona uma outra visão sobre o constante emprego de M&A para crescimento: o desespero. Eles comprovam que isso ocorre em duas situações: quando o crescimento orgânico é menor que o dos seus competidores ou de seu próprio histórico e quando as empresas criam uma dependência do M&A para seu próprio crescimento histórico (tornando difícil bater suas taxas de crescimento, uma vez que foi acelerada por M&A). Apesar dos motivos para efetuar a recorrência de operações de M&A, a experiência foi fator relevante para um melhor desempenho, dado que gestores mais experientes tendem a não pagar preços tão elevados quanto os inexperientes.

Sabendo que as empresas tendem a repetir a estratégia de efetuar M&A, a pergunta relevante nesse caso é se essa continuidade em aumentar sempre a experiência em M&A é benéfica para o desempenho das firmas. Porrini (2004) encontrou correlação positiva significativa entre experiência e desempenho pós-aquisição de empresas americanas. Abdallah e Ismail (2013) identificaram que adquirentes frequentes têm ganhos significativos de retornos e, mesmo que esses ganhos sejam menores após diversas aquisições, eles continuam sendo positivos.

Dessa forma, além de comparar o desempenho de quem fez e de quem não fez M&A para o mesmo período para saber se a estratégia é bem-sucedida, o estudo busca avaliar a relação da experiência das empresas em M&A com o seu desempenho contábil e como essa relação se desenha.

Christensen, Berg e Salter (1976), *apud* Lubatikin (1983), afirmam que *mergers* são um ato de diversificação. Desse modo, pode-se extrapolar para M&A o que a literatura sobre diversificação nos diz, que períodos de diversificação são seguidos por períodos de não diversificação (COAD e GUENTHER, 2013) e que uma diversificação muito acelerada traz resultados piores para a firma que diversificações com pausas. Isso está de acordo com a teoria de Penrose (2009), que atesta que, se a firma expandir mais rapidamente que os indivíduos da organização possam obter a experiência necessária, sua eficiência irá sofrer.

Ou seja, é possível que, ao iniciar-se na experiência de transações de M&A, a empresa melhore seu desempenho por meio de ganhos de sinergia, entre outros. Com o acúmulo da experiência em tais transações, ela pode descobrir como otimizar o seu conhecimento para melhorar o desempenho da firma até um ponto máximo de obtenção dos incrementos de desempenho por operação. Mas, pode chegar a um ponto em que, em excesso, a quantidade de operações de M&A começa a ser excessiva para aquilo com que a firma consegue lidar, passando, ao invés de melhorar seu desempenho, a piorá-lo. Espera-se, então, que possa haver uma combinação de desempenhos em relação à experiência na forma de um U invertido: incrementos positivos, ponto máximo e posteriormente, perda de desempenho. Essa composição da curva de U invertido por meio de forças compensatórias é mapeada por Haans, He e Pieters (2015), que mostram como os benefícios da variável independente crescem linearmente enquanto seus custos (ou deseconomias) crescem exponencialmente. A subtração desses custos dos benefícios acaba gerando a curva em forma de U invertido, que, segundo os autores, está sendo utilizada cada vez mais nos estudos de estratégia corporativa para analisar relações de custo X benefício.

Alguns estudos já confirmaram esta relação em forma de U quando analisaram o impacto da experiência no desempenho. Haleblian, Kim e Rajagopalan

(2006) encontram evidências empíricas no setor bancário americano de que há uma função quadrática em forma de U invertido que representa os ganhos de desempenho para as empresas adquirentes, seguidos por perdas, conforme aumento de experiência. Eles constatam que as empresas inexperientes em M&A são as que possuem maior ganho de desempenho.

Um estudo sobre operações *cross border* de empresas brasileiras (BORTOLLUZZO et al., 2014) afirma que há uma relação de U invertido na qual a experiência primeiro possui correlação positiva com o desempenho, tornando-se posteriormente negativa. Isso porque a firma perderia capacidade de gerenciar esses novos recursos adquiridos.

Dessa maneira, com o objetivo de estimular o debate sobre o tema, o presente artigo irá avaliar casos de M&A nacionais, nos quais não haveria o impacto no resultado do ganho dos recursos-chave de outros países ou do próprio mercado internacional em si. Pretende-se, dessa forma, ter uma perspectiva que valide a eficiência das transações de M&A domésticas. Isso é relevante para que os acionistas saibam se o constante investimento efetuado em M&A faz sentido para a expansão da empresa ou se eles deveriam dispender recursos em outros investimentos.

Para testar se essa relação de U invertido e experiência é consistente em operações nacionais de M&A, cria-se a segunda hipótese:

**Hipótese 2:** Existe uma função quadrática em forma de U invertido para representar os ganhos de desempenho para as empresas adquirentes oriundos de M&A conforme a experiência obtida.

### 3 METODOLOGIA

Para testar as três hipóteses mencionadas anteriormente, utilizam-se os dados e metodologias econométricas conforme descritos a seguir:

#### 3.1 Dados

Foram necessárias duas amostras de dados, uma com as transações de M&A de empresas brasileiras e a outra com os dados financeiros das empresas brasileiras de capital aberto.

A primeira amostra compila as transações a serem analisadas e foi extraída da base de dados de *Mergers & Acquisitions* da *Thomson Reuters*. Foram filtrados os negócios efetuados no período de janeiro de 1995 a dezembro de 2014, após o Plano Real, por ser considerado economicamente estável. Porém, como serão avaliados os desempenhos contábeis de um e dois anos após a transação, a amostra foi fechada com dados até 2014.

Foram selecionadas empresas adquirentes e empresas alvo brasileiras, pois o objetivo é analisar operações de M&A nacionais. Além disso, foram escolhidas somente as transações de compra em que a adquirente possua mais de 50% das ações da adquirida, de forma que ela detenha o seu controle. Foram desconsideradas as adquirentes da área financeira, por possuírem objetivos diferentes ao fazer uma aquisição (pode ser para uma venda no curto prazo, por exemplo). E, por último, uma vez que são necessários os dados contábeis das empresas adquirentes, estas precisam ser companhias de capital aberto. A base final de *deals* consiste em 583 transações efetuadas por 184 companhias.

A segunda base foi montada com a compilação dos dados contábeis das empresas que atendiam aos mesmos critérios da base de transações, mas

considerando todas as empresas listadas na BM&F Bovespa, tenham ou não feito M&A no período em questão. Dessa maneira, é possível montar o grupo de controle do estudo, que corresponde ao conjunto de firmas que não fizeram M&A no período. A base utilizada para extração foi a plataforma *da* Economática, que possui os dados históricos, inclusive de empresas que não existem mais ou tiveram o capital fechado.

### 3.2 Variáveis

Como o estudo busca avaliar o desempenho contábil das empresas que efetuaram M&A contra as que não fizeram M&A e, posteriormente, correlacionar esse desempenho em função da experiência adquirida em M&A, as variáveis dependentes e explicativas derivam dessas necessidades principais. Porém, existem outros fatores que afetam desempenho e que poderiam interferir no resultado, como tamanho da empresa e setor em que atua (pode ter sofrido impactos específicos, como subsídio, etc), que, serão considerados como variáveis de controle do modelo.

#### 3.2.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes precisam ser as que quantifiquem da melhor forma possível o desempenho contábil das empresas dentro do modelo do estudo, para poder fazer a comparação entre os grupos tratamento e controle (fizeram e não fizeram M&A) e também para avaliar o impacto da experiência no desempenho das que fizeram M&A.

Parte da literatura sobre o tema considera para análises de M&A a precificação de ações e sua valorização para o acionista (THANOS; PAPADAKIS, 2010), o que é chamado de criação de valor. Porém, como mencionado por Lewellen (1971), pode haver especulação na precificação feita pelo mercado, o que gera um desvio na análise do desempenho pós-aquisição. Se supusermos, por exemplo, que o preço esteja subavaliado antes da aquisição, caso haja normalização pós-aquisição, a análise resultará em uma criação de valor positiva, o que não seria uma interpretação correta dos fatos. Para evitar esse tipo de interpretação equivocada, a metodologia para avaliação de desempenho deste trabalho será de índices de balanço contábil, no caso o ROA (Return On Assets). O ROA é a medida contábil de desempenho mais utilizada na literatura de M&A de acordo com Thanos e Papadakis (2011). E, para avaliação de variação de desempenho, eles identificam que os autores comparam ROA pré e pós-aquisição, mas cada um determina um período de tempo em anos diferente dos outros.

O ROA é uma medida que representa o retorno produzido pela aplicação realizada por uma empresa dos seus ativos. Ele é calculado por meio do lucro operacional gerado pelos ativos dividido pelos ativos totais médios do período. Ele é um bom índice de desempenho contábil, pois concentra sua análise no desempenho operacional da firma.

Serão avaliadas não as variáveis em si, mas a variação delas no período pré e pós-aquisição onde ocorreu a transação de M&A, com variações de 1 e 2 anos fiscais (RAVENS-CRAFT; SCHERER, 1987). Ou seja, o  $\Delta$ ROA com  $t =$  ano, sendo:

$$\Delta\text{ROA} = \text{ROA}_{t+1} - \text{ROA}_{t-1}$$

$$\Delta\text{ROA}_2 = \text{ROA}_{t+2} - \text{ROA}_{t-1}$$

O desempenho após o primeiro ano serve para medir o efeito de curto prazo e, o período de 2 anos fiscais, para medir o resultado final da aquisição. Apesar de poder parecer pouco para medir o sucesso da aquisição,  $t+2$  foi considerado assertivo pelos executivos que participaram de uma pesquisa para confirmar se este

período de tempo utilizado na literatura era adequado para medir o desempenho em M&A (THANOS; PAPADAKIS,2010).

### **3.2.2 Variáveis explicativas**

M&A: Variável *dummy*, que assume valores de 0 para empresas que não fizeram M&A no período e 1 para empresas que fizeram M&A no período. Será utilizada para responder H1, pois indica em qual grupo (tratamento ou controle) cada empresa está.

Deal/Ano: Variável que controla a quantidade de transações efetuadas por ano para cada empresa. Essa variável é imprescindível para responder às perguntas da segunda e terceira hipóteses, pois é uma *proxy* da experiência em M&A para a memória de curto prazo. A unidade de análise é o total de transações por empresa em cada ano da base.

DEAL3ANOS: Consiste na soma das transações de M&A efetuadas nos 3 anos anteriores à do *deal* em questão. Servirá para avaliar o impacto no desempenho pela quantidade de transações efetuadas no mesmo período, considerando uma memória de médio prazo.

DEAL5ANOS: Consiste na soma das transações de M&A efetuadas nos 5 anos anteriores à do *deal* em questão. Servirá para avaliar o impacto no desempenho pela quantidade de transações efetuadas no mesmo período, considerando uma memória de longo prazo.

### **3.2.3 Variáveis de controle**

Foram consideradas as variáveis que poderiam ter causado impacto no desempenho das empresas, com o intuito de segregar seu impacto referente à experiência em M&A e à diferença de desempenho dos grupos.

Log Market Cap: Apesar de se esperar que empresas maiores tenham melhor desempenho em operações de M&A, Moeller, Schlingemann e Stultz (2004) constataram que é o oposto. Na verdade, empresas adquirentes menores possuíam as melhores taxas de retorno em tais operações. O estudo sugere uma possível causa disso: os problemas oriundos de sistemas de incentivos das empresas maiores. Dessa maneira, o controle será feito para o tamanho da firma, esperando-se que as empresas menores tenham um desempenho mais significativo que as empresas maiores. O tamanho será controlado pelo logaritmo do tamanho de mercado (Log Market Cap), sendo que essa unidade de medida foi utilizada por conta do alto valor das variáveis em comparação às demais. Serão utilizadas para responder H1 e H2.

Tamanho relativo (TAM\_REL): Kusewitt (1985) cita que uma aquisição de uma empresa de tamanho relativo muito grande pode prejudicar o desempenho da empresa adquirente, por ser “um pedaço maior que ela consegue morder”. Dessa maneira, a fim de saber se o tamanho da aquisição está ou não interferindo no desempenho, é relevante controlar o total do ativo adquirido em relação ao tamanho dos ativos da empresa adquirente pré-aquisição. Essa variável é controlada pelo total divulgado da aquisição dividido pelo tamanho total do ativo da empresa adquirente no ano contábil anterior ao ano da aquisição. Será utilizada para responder H2.

Crescimento de Despesas: Um dos possíveis objetivos de um M&A é o de ganho de sinergia por meio da combinação dos recursos. Esse ganho de sinergia teria influência positiva no ganho de desempenho da firma. Como este estudo não analisa se a transação é dentro do mesmo setor ou de uma empresa de outro setor,



não serão analisados possíveis ganhos de sinergia de custos de produção, somente o das áreas que em teoria poderiam ser intercambiáveis em qualquer tipo de firma, ou seja, as despesas de SG&A (*Sales, General and Administration*). Dessa maneira, é importante controlar o efeito desse ganho em relação ao desempenho. Será utilizada a soma das despesas administrativas com as despesas de venda (SG&A) para responder H1 e H2.

Crescimento de Vendas (Receita): Gugler et al. (2003) encontraram evidências de que, apesar de ter havido aumento no lucro pós-aquisição, o mesmo efeito não foi encontrado para vendas. E a falta de receita presente pode indicar um pior desempenho futuro da companhia. Portanto, é relevante controlar a variação no crescimento das vendas em relação ao restante da firma. Essa variável mede a variação da receita total entre o ano atual e o anterior. Será utilizada para responder H1 e H2.

Setor (INDUSTRY): É possível que o comportamento e o desempenho de uma firma sejam afetados pela indústria na qual ela atua. Corrar e Pohlmann (2006) estudaram o comportamento esperado de que a estrutura interna do setor ao qual as empresas pertencem influencia sua conduta e rentabilidade e encontraram uma relação de dependência entre os setores da economia brasileira e o desempenho das empresas neles organizadas. Dessa maneira, é necessário controlar, por meio de uma variável *dummy*, em que tipo de setor a empresa adquirente atua. As categorias são definidas de acordo com a classificação da Economia e classificadas conforme 3 tipos de setor: indústria, serviços e outros. Será utilizada para responder H1 e H2.

Anos: Variáveis *dummy* para controlar o cenário macroeconômico do período analisado. Serão utilizadas para responder H1 e H2. Foram agrupadas em 3 *dummies*: de 1995 a 2006, 2007 e 2008 e de 2009 a 2014, conforme volume transacionado. A separação foi escolhida pela relevância da quantidade de transações nos anos analisados. O volume indica se o mercado está em alta ou baixa e, conforme encontrado por Batista e Minardi (2010), quando o mercado está em alta ele superavalia o valor das empresas e, quando o mercado está em baixa, ele subavalia o mesmo. A avaliação do mercado tem correlação direta no desempenho posterior das ações da empresa. Se o aquecimento do mercado influencia no desempenho da precificação, é possível que esteja influenciando no desempenho das empresas de capital aberto também. Por isso é importante controlar pelo volume transacionado no mercado.

### 3.3 Modelo

A metodologia aplicada para H1 e H2 é a de Regressão Linear Múltipla (RLM), seguindo o seguinte modelo:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \gamma Z + \varepsilon$$

Onde: Z representa as variáveis controle e  $\varepsilon$  representa o erro aleatório.

Para testar H1 foi feito um *propensity score matching* para reduzir o viés de comparação de grupos heterogêneos e comparar entre si somente as empresas que tivessem a mesma probabilidade de efetuar o M&A. Foi feito um pareamento das empresas que fizeram e não fizeram M&A. Esse procedimento é efetuado a fim de determinar a comparação entre desempenhos somente de firmas similares entre si, evitando o viés de seleção entre as empresas que fizeram e as que não fizeram M&A. Para o pareamento foi calculada a probabilidade de cada empresa efetuar M&A utilizando as variáveis controle, que podem influenciar o desempenho das empresas: *dummies* de ano (2007 e 2008 e 2009 a 1995), *dummy* de serviço,

*dummy* de indústria, crescimento de receita, crescimento de despesas e Log Market Cap. Depois foi feito o pareamento um a um, ligando uma empresa que efetuou M&A em determinado período com uma empresa que não efetuou M&A no mesmo período. Esse pareamento foi feito com reposição das empresas do grupo controle. Após o *matching* foi feita uma Regressão Linear Múltipla para encontrar a diferença entre o grupo controle e o grupo tratamento.

A RLM de H1, usada para encontrar a diferença entre as médias dos grupos, foi feita conforme variáveis abaixo:

$$\text{Desempenho} = \beta_0 + \beta_1 \text{M\&A} + \varepsilon$$

Para testar H2 foi utilizada a função quadrática da Experiência. Foi feito um modelo com a variável explicativa de Deal/Ano, que indica a quantidade de *deal* por ano de cada empresa e foram feitos outros dois modelos com as variáveis Deal3Anos e Deal5Anos, pois elas representam os *deals* acumulados nos períodos de 3 e 5 anos, respectivamente. O objetivo de utilizar as variáveis explicativas com os *deals* acumulados é de capturar o efeito da experiência em M&A ao longo do tempo. No modelo, as três variáveis explicativas são nomeadas como “Experiência” e as 4 variáveis dependentes são chamadas de “Desempenho”, mesmo que cada uma tenha sido testada individualmente. A RLM para testar H2 foi feita conforme a seguinte fórmula:

$$\begin{aligned} \text{Desempenho} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Experiência} + \beta_2 \text{Experiência}^2 + \gamma_1 \text{LogMarketCap} \\ & + \gamma_2 \text{TamRel} + \gamma_3 \text{DummyServiço} + \gamma_4 \text{DummyIndústria} + \gamma_5 \text{Crescimento de despesas} \\ & + \gamma_7 \text{Crescimento de Vendas} + \gamma_6 \text{2007-2008} + \gamma_7 \text{2009-2015} + \varepsilon \end{aligned}$$

Para todas as hipóteses, foram analisados os resíduos das variáveis, para verificar a robustez dos mesmos. O teste de Jarque-Bera não encontrou normalidade dos erros, porém é possível assumir que os resultados encontrados são robustos devido ao grande tamanho da amostra (WOOLDRIDGE, 2013). Já em relação à heterocedasticidade, em cada modelo foi utilizada a correção de White para garantir erros-padrão robustos.

## 4 RESULTADOS

Não podemos comparar as empresas que fizeram M&A com todo o universo de quem não fez M&A, pois os dados são diferentes entre si e ocorreria um viés de seleção. Por isso, todas as análises foram feitas somente após efetuar o pareamento entre as empresas de grupo controle e grupo tratamento, para ser possível efetuar validações de amostras de características com variáveis controle similares. Foram feitos 280 pares e um total de 560 observações.

O comparativo entre os grupos de controle e o grupo de tratamento nos permite identificar que, na média, para todas as variáveis de desempenho contábil escolhidas para a análise, as empresas que fizeram M&A tiveram um pior desempenho no período que as empresas que não fizeram M&A. Os resultados obtidos nessa análise descritiva dos dados encontram-se detalhados na tabela 1.

Tabela 1: Análise descritiva das variáveis numéricas separando as empresas que fizeram e não fizeram M&A

Variável	Grupo	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<b>ΔROA</b>	Fizeram M&A	273	-1,78	8,29	-55,5	15,4
	Não fizeram M&A	273	-0,77	8,38	-61	33,2

<b>ΔROA<sub>2</sub></b>	Fizeram M&A	253	-3,18	13,95	-128,7	19,2
	Não fizeram M&A	253	-1,16	11,06	-118,7	28,9
<b>LOG Market Cap</b>	Fizeram M&A	280	6,44	0,75	4,53	8,58
	Não fizeram M&A	280	6,39	0,70	4,58	7,75
<b>ΔReceita (Em milhares de R\$)</b>	Fizeram M&A	280	1614,9	2828,19	-22044,43	34728,44
	Não fizeram M&A	280	1226,73	4611,3	-1122,25	13372,6
<b>ΔDespesas (em milhares de R\$)</b>	Fizeram M&A	280	122,3	1046,28	-14546,79	5240,31
	Não fizeram M&A	280	146,24	909,64	-5495,01	5755,58

Podemos comparar o resultado da análise descritiva com o feito sobre um estudo da primeira grande onda de *mergers* nos Estados Unidos, que ocorreu entre 1895 e 1904, feito por LAMOREAUX (1988). Os resultados encontrados em tal estudo referente aos desempenhos das empresas que fizeram M&A foram, em média, pior que o das empresas que não fizeram M&A. A justificativa encontrada então era de que, ao efetuar muitas fusões, como no caso dessa onda, que até os dias atuais é considerada uma das maiores em volumes de transação da história, a empresa adquirente perderia a capacidade de gerir tantas alterações na produção no curto prazo, seja empresa do mesmo setor ou não, e ao invés de diminuir os custos, ela os aumentaria, o que resultaria na perda do lucro contábil proporcionalmente.

Para testar H1 foi feita a RLM para verificar se há significância entre as diferenças de médias. Para todas as variáveis de desempenho a média do grupo tratado que fez M&A foi menor que a do grupo controle (que não fez M&A). A regressão de  $\Delta ROA_2$  para a variável *dummy* M&A foi significativa a um nível de 5%. Ou seja, não é possível confirmar H1, que supõe que as empresas que fizeram M&A tiveram desempenho superior em relação às que não fizeram. Os dados indicam que, no período analisado, para os mesmos tipos de empresa, as que optaram por não realizar M&A tiveram um desempenho médio superior em relação às que não fizeram. O resultado encontrado está na tabela 2.

Tabela 2: Diferença entre médias de grupo tratamento e controle

Variável de desempenho	de $\Delta ROA$	$\Delta ROA_2$
Intercepto	-0,77 (0,51)	-1,16* (0,69)
M&A	-1,01 (0,71)	-2,02** (1,11)
N	546	506
R <sup>2</sup>	0,003	0,006

Nota: \*p<.10; \*\*p <.05;\*\*\* p<.01. Erros padrões robustos entre parênteses

O resultado encontrado mostra que o investimento em M&A no Brasil não é o melhor para retornos contábeis, em comparação com empresas que optam por outras estratégias. Este efeito é contrário às conclusões de Camargos e Barbosa (2009), que haviam encontrado ganhos significativos de valor pós M&A. Isto pode ter ocorrido devido ao período das transações analisadas, uma vez que o estudo deles considera o período de 1996 a 2004 e a maior quantidade de *deals* no Brasil foi de 2007 em diante. Por outro lado, está coerente com a meta-análise de King et al.

(2003) que diz que a atividade de M&A não leva a um desempenho superior das firmas adquirentes e com a investigação de valoração de Batista e Minardi (2010) que encontraram destruição de valor para operações brasileiras de M&A em um período que analisou um período maior de *deals*: de 1993 a 2007.

Já de forma a testar a relação entre M&A e experiência e efetuar as RLMs de H2, foi primeiro especificada a matriz de correlação das variáveis, para identificar o grau de multicolinearidade. As variáveis dependentes possuem alta correlação entre si, mas elas não são utilizadas dentro do mesmo modelo, o que não apresenta problema para o estudo. A mesma situação ocorre entre as variáveis explicativas, que também são utilizadas individualmente. Para as demais variáveis, não há alto índice de correlação entre elas, e por isso nenhuma variável foi retirada do modelo original.

Para testar H2 foi feita uma regressão linear com as variáveis considerando, individualmente, um modelo com a experiência ano a ano e outros com experiência acumulada nos últimos 3 e nos últimos 5 anos. Essas variáveis foram utilizadas ao quadrado para confirmar a existência ou não de uma curva em forma de U invertido.

Na Verificação de H2, a  $Experiência^2$  se mostrou relevante em dois modelos, que são os que correlacionam  $\Delta ROA$  com a experiência acumulada em 3 e 5 anos. Ou seja, é possível confirmar H2 para a correlação entre desempenho contábil de menor prazo e experiência acumulada no médio e longo prazos. Foi encontrada a existência da curva em forma de U invertido para  $\Delta ROA$ . Uma possível explicação para isto é que ROA, quando comparado com outras variáveis de rentabilidade para medidas de desempenho, se mostra a menos influenciada de viés e distorções (MEEKS; MEEKS, 1981) e serve para estimar melhor o desempenho pós - aquisição. A tabela 4 traz os resultados encontrados na regressão que analisa a relação entre Experiência e as variáveis de desempenho contábil do estudo.

Este resultado está em conformidade com o estudo de Finkelstein e Halebian (1999), que também encontrou uma curva em forma de U invertido ao analisar a relação entre desempenho e experiência de todos os adquirentes. Eles focaram a análise dos resultados na teoria comportamental e verificaram que, ao serem inexperientes em M&A, as empresas arriscam menos e tendem a investir na mesma indústria, na qual possuem conhecimento e sabem analisar com mais critério e aproveitar ganhos de sinergia. Também encontraram indícios de que as empresas conseguem replicar sua experiência anterior em M&A positivamente somente quando continuam investindo na mesma indústria. De acordo com os autores, ao se tornar confiante com resultados positivos anteriores e tentarem replicar a experiência em M&A com firmas de outras indústrias que não a que elas já possuem experiência, as firmas passam a perder desempenho nas transações.

Tabela 3: Resultado das correlações regressões de desempenho contábil ( $\Delta ROA$  e  $\Delta ROA_2$ ) e experiência<sup>2</sup>

Variáveis	$\Delta ROA$			$\Delta ROA_2$		
	Deal/Ano	Deal3anos	Deal5anos	Deal/Ano	Deal3anos	Deal5anos
Intercepto	-7,9 (5,43)	-5,48 (4,96)	-4,18 (5,29)	-24,22*** (8,49)	-24,38** (9,97)	-27,74** (11,51)
Experiência	0,81 (0,65)	0,80** (0,31)	0,7** (0,29)	1,01 (1,44)	0,7 (0,88)	0,4 (0,9)
Experiência <sup>2</sup>	-0,05 (0,05)	-0,04** (0,02)	-0,03* (0,01)	-0,04 (0,11)	-0,04 (0,04)	-0,02 (0,04)
Log Market Cap	1,19 (0,85)	0,7 (0,78)	0,50 (0,83)	3,30*** (1,22)	3,29** (1,43)	3,86** (1,66)

Tamanho Relativo	3,52 (4,53)	4,62 (4,5)	11,58*** (4,41)	2,64 (8,87)	4,25 (8,54)	10,93 (11,97)
Dummy Serviço	-1,32 (1,11)	-0,83 (1,08)	0,72 (1,10)	-0,11 (1,85)	-0,07 (1,7)	-0,32 (2,02)
Dummy Indústria	-3,85*** (1,4)	-3,26** (1,38)	-3,12** (1,43)	-3,58 (2,29)	-3,61 (2,23)	-4,34 (2,69)
Crescimento de Despesas	5,9E-8 (2,9E-7)	-9,46E-8 (2,76E-7)	-1,21E-7 (2,73E-7)	-7,99E-7 (5,9E-7)	-7,45E-7 (5,67E-7)	-8,25E-7 (5,7E-7)
Crescimento de Receita	1,12E-7 (1,06E-7)	1,21E-7 (9,81E-8)	1,28E-7 (1E-7)	2,81E-8 (1,02E-7)	1,39E-8 (1E-7)	6,73E-9 (1,03E-7)
2007-2008	-1,46 (1,48)	-1,6 (1,44)	-2,03 (1,47)	1,65 (2,15)	1,97 (2,26)	2,48 (2,46)
2009-2015	-1,45 (1,20)	-1,73 (1,15)	-2,19* (1,16)	-1,66 (1,96)	-1,79 (1,94)	-1,27 (2,13)
N	272	267	258	252	247	238
R-quadrado	0,063	0,071	0,083	0,063	0,062	0,069

Nota: \* $p < ,10$ ; \*\* $p < ,05$ ; \*\*\*  $p < ,01$ . Erros padrões robustos entre parênteses

## 5 CONCLUSÃO

De acordo com os resultados do estudo, as empresas nacionais que efetuaram fusões e/ou aquisições de outras empresas nacionais entre 1994 e 2014 e possuem mais de 50% delas tiveram um desempenho contábil médio menor do que as similares que não fizeram M&A. Isso sugere um possível problema na adoção de M&A como ferramenta de melhoria de desempenho. Este resultado pode ser oriundo de problemas estratégicos de decisão de dentro da própria empresa ou de conflitos de agencia. Podemos encontrar justificativas na literatura de o que causaria esse desempenho ruim em M&A, mesmo sendo esperado o oposto. Malmendier e Tate (2008) encontraram evidências em seus estudos de que CEOs que confiam demais em si próprios tendem a fazer aquisições de mais baixa qualidade não por interesses próprios, mas por excesso de recursos disponíveis e por acreditarem em sua capacidade de fazer bons negócios. Moeller, Schlingemann e Stultz (2004) identificaram que gestores de empresas maiores tendem a pagar mais caro por uma empresa adquirida, proporcionalmente, que empresas menores o fazem. Ou seja, já no momento da transação a empresa adquirente estaria pagando mais do que deveria pelo investimento feito por meio de M&A, o que pode afetar seu desempenho futuro. Finkelstein, Halebian e Kim (2011) afirmam que a necessidade de constante utilização de M&A poderia ser apenas para gerar benefício aos gestores da companhia, uma vez que seus bônus dependeriam de crescimento acelerado, obtido mais rapidamente por meio de M&A do que organicamente. Isto também poderia ser um motivo de desempenhos inferiores, uma vez que o motivo da adoção de investimento em M&A não estar diretamente vinculada ao desempenho da firma. De qualquer forma, independente de qual a origem do menor desempenho, estrategicamente se recomenda outro tipo de investimento caso o objetivo da firma seja melhorar o seu desempenho contábil.

Já ao avaliar como se dá a relação entre a experiência em M&A e o desempenho contábil das mesmas empresas, foi encontrada correlação linear positiva entre elas, mas foi também encontrada uma relação de U invertido entre a quantidade de transações acumuladas nos últimos 3 anos e nos últimos 5 anos e o desempenho contábil de médio prazo ( $\Delta$ ROA). Isso corrobora a teoria de que, a princípio, o M&A pode melhorar o desempenho, mas, quanto mais transações, menor a capacidade de gerenciar o resultado obtido delas. O fato de ter sido encontrado um resultado linear positivo, indica a princípio, o porquê alguns estudos concluírem que há ganho de valor ou desempenho em operações de M&A. Se não fosse analisada a relação quadrática e verificado que, na base analisada a

quantidade de transações se aproximam do vértice de máximo, teríamos provavelmente chegado a uma análise parcial dos dados. Por fim, o que o estudo conclui não é que M&A não seja uma boa estratégia para ganho de desempenho, mas que se faz necessário que a firma avalie, após efetuar um M&A, qual foi o resultado obtido pelo mesmo e se ela possui capacidade de gestão para uma nova operação do mesmo tipo sem prejudicar seu possível ganho de desempenho. Kusewitt (1985) identificou diretrizes de como a empresa deve coordenar suas operações de M&A para haver ganho de desempenho e entre elas está a de que a empresa deve encontrar seu ritmo de aquisição ideal, que não pode ser muito grande nem muito veloz e deve estar relacionado com a capacidade de coordenação da empresa adquirente em relação à empresa adquirida. O estudo não determinou uma quantidade ótima para quantos *deals* a firma consegue coordenar antes de perder desempenho por conta das próprias limitações do estudo.

#### Limitações e recomendações para estudos futuros.

A base de dados não possui os *deals* de empresas de capital fechado, o que por si só pode estar interferindo no resultado. Isto porque empresas de capital aberto tendem a ser empresas maiores e o tamanho da empresa interfere no resultado do M&A (GUGLER, MUELLER, YURTOGLU e ZUHLENER, 2003). Além disso, o mercado de M&A brasileiro pode ser considerado incipiente se compararmos com o americano, por exemplo, o que indicaria que ainda não temos uma quantidade de *deals* grande o suficiente para conclusões definitivas. A quantidade de transações analisadas pode explicar o porquê da curva de desempenho em comparação à quantidade de *deals* acumulados estar tão próxima do eixo vertical de simetria para a quantidade máxima de transações. Possivelmente, com maior acúmulo de transações, o desenho da curva em forma de U invertido seja mais acentuado. Outro possível problema causado pela falta de dados de empresa de capital fechado é o fato de não serem analisados os dados contábeis da empresa adquirida no momento antes da compra (por se tratarem muitas vezes de empresa de capital fechado, sem balanço divulgado). É possível que o desempenho contábil da adquirida tenha impacto (positivo ou negativo) no resultado pós transação da adquirente.

Uma limitação encontrada na utilização da variável Setor é o alto grau de agregação empregado pela classificação da Economática. Ao utilizar a macro classificação de: indústria, serviços e outros, piora-se a qualidade da informação. O ideal seria conseguir categorizar com maior detalhe o tipo do setor.

Para estudos futuros, recomenda-se agrupar uma quantidade maior de transações com maior acúmulo de tempo (conseguir uma quantidade maior de transações acumuladas por empresa adquirente) e, se possível, juntar dados de empresas privadas tanto adquirentes como adquiridas e fazer a análise conjunta dos desempenhos contábeis, bem como aumentar o detalhamento do setor de cada empresa.

## 6 BIBLIOGRAFIA

ABDALLAH, A.; ISMAIL, A. Acquirer's return and the choice of acquisition targets: does acquisition experience matter? **Applied Economics**, v. 45, pp. 3770-3777, 2013.

AMBURGEY, T.L.; MINER, A.S. Strategic Momentum: The effects of repetitive, positional and contextual momentum on merger activity. **Strategic Management Journal**, v.13, pp. 335-358, 1992.

BATISTA, A. B.; MINARDI, A. M. A. F. **Uma investigação sobre como a valoração do mercado (momentos de alta e de baixa) influencia o desempenho das operações de fusões e aquisições no Brasil**. Insper Working Paper,2010, Insper. Disponível em: < <http://www.insper.edu.br/working-papers/working-papers-2010/uma-investigacao-sobre-como-a-valoracao-do-mercado-momentos-de-alta-e-de-baixa-influencia-o-desempenho-das-operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes-no-brasil/>>. Acesso em 28 ago.2016.

BOATENG, A.; UDDIN, M. Explaining the trends in the UK cross-border mergers & acquisitions: An analysis of macro-economic factors. **International Business Review**, v. 20, pp. 547-556, 2011.

BORTOLUZZO, A.B.; GARCIA, M. P. S.; BOEHE, D.M.; SHENG, H. H. Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, pp. 659-671, 2014.

CAMARGOS, A.M.; BARBOSA, F. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, pp. 206-220, 2009.

CANÇADO, V. L.; TANURE, B. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n. 2, pp. 10-22, 2005.

CHOI, S.H.; JEON, B.N. The impact of the microeconomic environment on merger activity: evidence from US time-series data. **Applied Financial Economics**, v. 21, pp. 233- 249, 2011.

COAD, A.; GUENTHER, C. Diversification patterns and survival as firms mature. **Small Business Economics**, v. 41, pp.633-649, 2013.

CORRAR, J.L.; POHLMANN, M. C. Análise cluster de setores da economia brasileira utilizando indicadores contábeis. **Business review, Unifin**, n. 1, pp. 63-81, 1 sem. 2006.

CHRISTENSEN, H.K.; BERG, N.; SALT, M. S. **Policy Formulation**. Richard D. Irwin, 7 ed. Homewood, 1976.

Encyclopaedia Britannica. **East India Company: English trading company**. <<http://global.britannica.com/topic/East-India-Company>>. Acesso em: 11 maio 2016.

FINKELSTEIN, S.; HALEBLIAN, J.; The influence of organizational acquisition experience on performance: A behavioral learning perspective. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, pp.29-56, 1999.

FINKELSTEIN, S. HALEBLIAN, J.; KIM, J. When firms are desperate to grow via acquisition: the effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums. **Administrative Science Quarterly**, v. 56, pp. 26-60, 2011.

GUGLER, K.; MUELLER, D.C.; YURTOGLU, B. B.; ZUHLENER, C. The effects of mergers: an international comparison. **International Journal of Industrial Organization**, v. 21, pp.625-653, 2003.

HAANS, R.F.; HE, Z.; PIETERS, C. Thinking about U: Theorizing and testing U- and Inverted U-shaped relationships in strategy research. **Strategic Management Journal**, v. 37, pp. 1177–1195, 2015.

HALEBLIAN, J.; KIM, J.; RAJAGOPALAN, N. The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from U.S. commercial banking industry. **Academy of Management Journal**, v. 49 n. 2, pp. 357-370, 2006.

DA COSTA JUNIOR, J. V. **Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006**. Tese de Doutorado da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2008. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-30062008-113212/pt-br.php> >. Acesso em: 28 ago. 2016.

KING, D. R.; DALTON, D.R.; DAILY, C.M.; COVIN, J.G. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. **Strategic Management Journal**, v.25, pp. 187-200, 2004.

KUSEWITT, J.B. An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. **Strategic Management Journal**, v. 6, pp.151-169, 1985.

LAMOREAUX, N.M. **The great merger movement in American business, 1895-1904**. Cambridge University Press, 1988. 1 ed, 208 p.

LEWELLEN, W. G. A pure financial rationale for the conglomerate merger. **The Journal of Finance**, v. 26, pp. 521-537, 1971.

LUBATKIN, M. Mergers and the performance of the acquiring firm. **Academy of Management Review**, v. 8, n. 2, pp. 218-225, 1983.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the markets reaction. **Journal of Financial Economics**, v. 89, pp. 20-43, 2008.

MEEKS, G. ; MEEKS, J. G. Profitability Measures as Indicators of Post-Merger Efficiency. **The Journal of Industrial Economics**, v. 29, n. 4, pp. 335-344, 1981.



MOELLER, S.B. ; SCHLINGEMANN, F.P.; STULZ, R.M. Firm size and gains from acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 73, pp. 201-228, 2004.

PENROSE, E. **The Theory of the Growth of the Firm**. Oxford, 4 ed. New York: Oxford, 2009. 272 p.

PORRINI, P. Can a Previous Alliance Between an Acquirer and a Target Affect Acquisition Performance? **Journal of management**, v. 20, pp. 542-562, 2004.

PWC. **Fusões e Aquisições no Brasil**. PricewaterhouseCoopers, 2015. Disponível em: < <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/fusoes-aquisicoes.html>>. Acesso em : 12 jan. 2016.

RAVENSCRAFT,D.J.; SCHERER, F.M. Life after takeover. **The Journal of Industrial Economics**, v. 36, n. 2, pp. 147-156, 1987.

SCHRIBER, S. Weakened Agents of Strategic Change: Negative Effects of M&A Processes on Integration Managers. **International Journal of Business and Management**, v.7, n.12, pp. 159-172, 2012.

SETH, A. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. **Strategic Management Journal**, v. 11, pp. 431-446, 1990.

STAHL, G. K.; VOIGT, A. Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and meta-analytic examination. **Organization Science**, v.19, n. 1, pp. 160-176, 2008.

THANOS, I.C.; PAPADAKIS, V.M. The use of accounting-based measures in measuring M&A performance: A review of five decades of research. **Advances in Mergers and Acquisitions**, v.10, pp.105-121, 2011.

THANOS, I.C.; PAPADAKIS, V.M. Measuring the performance of acquisitions: an empirical investigation using multiple criteria. **British Journal of Management**, v. 21, n .4, pp. 859-873, 2010.

THE ECONOMIST. **How mergers go wrong**: It is important to learn the lessons from the failures and sucess of past mergers. Disponível em < <http://www.economist.com/node/6288>> . Acesso em 24 jan. 2016.

WANG, J. The macro determinants of M&A timing in China. **International Journal of Business Management**, v.3 n. 9 , pp.141-145, 2008.

WOOLDRIDGE, J.M. **Introdução à Econometria**: uma abordagem moderna. Cengage Learning, 2 ed, São Paulo, 2013.

ZOLLO,M.; MEIER,D. What is M&A performance? **Academy of management Perspectives**,v.23,n.3, pp.55-77, 2008.