
ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA VARIAÇÃO DA SITUAÇÃO FINANCEIRA DE EMPRESAS ADQUIRENTES PRÉ-F&A E EMPRESAS RESULTANTES PÓS-F&A

CHANGE IN FINANCIAL SITUATION ANALYSIS OF ACQUIRERS PRE-M&A AND RESULTING COMPANIES POST-M&A

Geisa Gomes de Almeida Alves Cunha

Mestre, UFRJ, PPGCC

Endereço: Avenida Pasteur, 250 - Sala 250, Urca

Rio de Janeiro, RJ, CEP:222909-02

Telefone: (21) 3938-5262

E-mail: geisaalves82@gmail.com

José Augusto Veiga da Costa Marques

Professor Associado, Pós-doutorado em

Contabilidade, UFRJ, PPGCC

Endereço: Avenida Pasteur, 250 - Sala 250, Urca

Rio de Janeiro, RJ, CEP:222909-02

Telefone: (21) 3938-5262

E-mail: joselaura@uol.com.br

Recebido: 05/10/2023 Aprovado: 06/02/2024

Publicado: 20/04/2024

Marcelo Álvaro da Silva Macedo

Doutor em Engenharia de Produção com Pós-

Doutorado em Contabilidade

Docente do Programa de Pós-Graduação em Ciências

Contábeis da UFRJ – PPGCC/UFRJ

Endereço: Avenida Pasteur, 250 - Sala 250, Urca Rio de

Janeiro, RJ, CEP:222909-02;

Telefone: (21) 3938-5262

E-mail: malvaro.facc.ufrj@gmail.com

RESUMO

De maneira geral, os impactos positivos ou negativos dos processos de F&A estão atrelados à melhora ou piora na situação financeira (SF), por conta da estratégia de combinação utilizada, dos impactos na alavancagem e na estrutura operacional, do valor pago e da forma de pagamento, dentre outros aspectos destas operações. Neste contexto, o presente estudo tem como objetivo analisar os determinantes da variação da SF de empresas adquirentes pré-F&A e empresas resultantes pós-F&A, por meio da análise dinâmica do capital de giro (AD) para o período 2009-2019. Para tanto, a partir dos processos de F&A ocorridos no período 2010-2017, a SF das empresas adquirentes pré-F&A (no exercício anterior) e das empresas resultantes pós-F&A (dois exercícios depois) foram calculadas e classificadas de acordo com as categorias previstas na AD. A partir da classificação foi criada uma variável para as oito categorias de variação da SF, que foi utilizada como variável dependente em uma regressão logística multinomial, que tinha como variáveis independentes aspectos/características dos processos de F&A. Os resultados mostram que (i) quanto maiores forem o percentual de ágio ou a variação no perfil da dívida ou a variação no ciclo financeiro, maior (menor) será a probabilidade de piora (melhora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A; e (ii) quanto maior for o percentual de contrapartida em caixa e equivalente de caixa, maior (menor) será a probabilidade de melhora (piora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A. Quanto à estratégia de F&A a estratégia

Horizontal e de Extensão de Mercado se revela melhor do que as outras quando existe uma SF inicial negativa, enquanto a estratégia Extensão de Produto se revela melhor quando a SF financeira inicial é positiva. Por fim, os resultados não foram conclusivos para o MTB da adquirente pré-F&A.

Palavras-chave: Análise Dinâmica do Capital de Giro. Fusões e Aquisições. Situação Financeira.

ABSTRACT

In general, the positive or negative results of M&A processes are related to the improvement or deterioration in the financial situation (FS), due to the combination strategy used, the impacts on leverage and the operational structure, the amount paid, and the payment method of the investment, among other aspects of these operations. In this context, the present study aims to analyze the determinants of the FS variation of pre-M&A acquiring companies and post-M&A resulting companies, through the dynamic analysis of working capital (AD) for 2009-2019. For this purpose, based on the M&A processes that took place in the period 2010-2017, the FS of the acquiring companies pre-M&A (in the previous year) and the resulting companies post-M&A (two years later) were calculated and classified according to the AD categories. Based on this classification, a variable was created for the eight FS variation categories, which was used as a dependent variable in a multinomial regression, which had aspects/characteristics of the M&A processes as independent variables. The results show that (i) how bigger the percentage of goodwill or the variation in the debt profile or the variation in the financial cycle, the bigger (smaller) the probability of worsening (improving) in the FS compared between the acquiring company pre -M&A and the resulting post-M&A company; and (ii) how higher the percentage of consideration in cash and cash equivalents bigger (smaller) is the probability of improvement (worsening) in FS at the comparison between the acquiring company pre-M&A and the resulting company post-M&A. As for the M&A strategy, the Horizontal and Market Extension strategy is better than the others when there is a negative initial FS, while the Product Extension strategy is better when the initial financial FS is positive. Finally, the results were not conclusive for the pre-M&A acquirer's MTB.

Keywords: *Dynamic Analysis of Working Capital. Mergers and Acquisitions. Financial Situation.*

1 INTRODUÇÃO

As operações de Fusões e Aquisições (F&A) foram utilizadas como estratégia de crescimento, sobrevivência em um mercado mundialmente competitivo, com o propósito de alcançar sinergia na integração de uma ou mais unidades de negócios em uma combinação com acréscimo de vantagens competitivas (PORTER, 1947).

A literatura atribui como um dos fatores motivadores das F&A a busca pela sinergia. A sinergia se refere à capacidade de duas ou mais unidades de negócios de gerar maior valor juntas do que a soma delas separadas. (CALIPHA; TARBA; BROCK, 2010)

Uma F&A promoverá sinergia financeira se reduzir o risco corporativo, diminuir os custos de financiamento e aumentar a flexibilidade financeira, através de possíveis vantagens fiscais, bem como com a redução do custo de transação na emissão de títulos de dívida (BASMAH; RAHATULLAH, 2014). De acordo com Jovanovic e Rousseau (2002) e Rousseau (2006), empresas com excesso de fluxo de caixa podem ver a aquisição de outras empresas como a melhor aplicação para esses recursos do que a capitalização destes recursos financeiros excedentes em sua própria estrutura.

Em função do processo de F&A, pode haver alteração na situação financeira de empresas adquirentes pré-F&A e empresas resultantes pós-F&A. Podem ocorrer melhorias devido ao alcance da sinergia financeira, ou pioras face ao possível aumento do risco após dispêndio expressivo de capital.

Neste sentido, as consequências das operações de F&A, precisam ser avaliadas de maneira dinâmica e com o uso de uma técnica de gestão financeira que seja adequada ao processo de tomada de decisão no curto prazo, que proporcione subsídios sólidos para a tomada de decisão, com base na sua maior capacidade de predição (MACHADO et al., 2006).

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

Portanto o presente estudo procura responder à seguinte questão de pesquisa: Quais são os aspectos e características dos processos de F&A do período 2010-2017 no Brasil que explicam a variação da situação financeira de empresas adquirentes pré-F&A e empresas resultantes pós-F&A?

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

Este tema vem ganhando relevância no mercado nacional uma vez que no relatório de F&A da KPMG (2019) é demonstrado que no período entre os anos de 1999 e 2004 ocorreram em média pouco mais de 300 operações anuais, evoluindo para 967 somente no ano de 2018.

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

Dado o dinamismo destas operações, torna-se oportuno contribuir com a literatura existente construindo cenários locais e temporais para essas operações. Cumpre a este estudo atualizar essa perspectiva dentro do cenário nacional, no período compreendido entre os anos de 2010 até 2019, dado o crescente número de operações acontecidas em momento recente.

Sob o ponto de vista de preocupação dos órgãos reguladores sobre este tema, é expresso na seção 2 do Discussion Paper (IASB, 2020) a necessidade de melhoria dos disclosures referentes às F&A nas demonstrações financeiras (DF), de forma que essas deveriam contemplar o detalhamento das expectativas da administração com essas operações e como a administração monitora o atingimento dessas expectativas. Reafirma que todas as companhias deveriam divulgar a explicação da estratégia, as metas e os objetivos das F&A em que estão envolvidas, desta maneira, entende-se que a técnica e os índices aqui ora apresentados, assim como o tratamento a eles atribuído, podem contribuir para atendimento desta lacuna informacional.

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

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fusões e Aquisições (F&A)

O CPC 15, com base no IFRS 3, estabelece padrões de contabilização e divulgação nacionais das combinações de negócios. Esta norma define que o adquirente deve divulgar a F&A e seus efeitos financeiros ocorridos de forma definitiva até o período de mensuração (um ano após a operação) (CPC, 2011).

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

Nunes e Vieira (2008) e Risberg (2003) descrevem cinco modalidades/estratégias de F&A, conforme classificação elaborada pelo *American Federal Trade Commission* (FTC), conforme a seguir:

- Horizontal: ocorre entre empresas que concorrem entre si;
- Vertical: consiste na extensão de propriedade que uma organização tem da cadeia produtiva da qual faz parte, podendo expandir-se para o lado do fornecimento da rede (retroativa) e/ou para o lado dos clientes (progressiva);
- Conglomerado ou cosseguro: ocorre quando empresas de ramos diferentes se unem para aproveitar oportunidades, diversificar e reduzir riscos;
- Expansão geográfica: situação em que uma empresa adquire unidades de produção em lugares distantes, em especial no exterior; e
- Congênere ou concêntrica ou extensão de produto: trata-se do relacionamento entre empresas do mesmo setor, porém proprietárias de linhas de negócios diferentes, não existindo prévia relação de cliente e/ou fornecedor.

Com base nesta classificação, Lubatkin (1983) fez uma análise destes benefícios por tipo de estratégia de F&A, e chegou à conclusão que (i) economia de escala obtida nos gastos com marketing, meios de produção e tecnologia são associadas as F&A Horizontal, de Extensão de Produtos e de Extensão de Mercado; (ii) economia de escala obtida nos gastos com logística são associados à F&A Vertical; (iii) benefícios monetários são mais associados com a F&A de Extensão de Mercado; (iv) benefícios de diversificação são mais relacionados com Conglomerados e (v) observa-se maiores benefícios na F&A Extensão de Mercado.

Neste estudo optou-se pela sintetização das classificações com a junção da F&A Horizontal a da F&A para Extensão de Mercado, uma vez que com a globalização, em alguns setores, o mercado mundial passou a ser um único mercado.

Por fim, em relação às etapas do processo de F&A, existem diversas tentativas de classificação. Marks e Mirvis (2015) descrevem a operação de F&A em 3 etapas: pré-combinação, combinação e pós-combinação.

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

Os processos realizados na fase pós-F&A, são consolidados entre o segundo e quinto ano (QUAH; YOUNG, 2005), o que mostra que existe um período natural de maturação para as operações de F&A e que por isso os resultados não são necessariamente obtidos de forma imediata após a operação.

2.2 Situação Financeira (SF) e Análise Dinâmica do Capital de Giro (AD)

As companhias ao tomarem suas decisões financeiras o fazem sob um contexto de otimização de recursos. No curto prazo, as decisões estão principalmente associadas à gestão do capital de giro. (ZOPOUNIDIS, 1999).

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

Dentre os modelos para o gerenciamento do capital de giro, destaca-se o Modelo de Fleuriet (1978), ou Análise Dinâmica do Capital de Giro (AD), o qual possui nível informacional equivalente em relação aos indicadores de liquidez clássicos (SILVA et al., 2012), porém significa um passo adiante em relação ao esquema tradicional de análise de balanços feita através de índices econômico-financeiros (BRAGA, 1991).

Na AD o circulante é desmembrado em dois grupos: contas cíclicas (Ativo Circulante Cíclico – ACC e Passivo Circulante Cíclico – PCC) e contas financeiras (Ativo Circulante Financeiro - ACF e Passivo Circulante Financeiro – PCF). As contas cíclicas estão associadas à atividade operacional, as quais tendem a se renovar com o nível de atividade. Já as contas financeiras envolvem as contas que não possuem comportamento cíclico ao nível de atividade, mas sim comportamentos erráticos (MARQUES; BRAGA, 1995).

No presente estudo, segue-se as subclassificações propostas por Fleuriet (1978), para as contas do Circulante, bem como as classificações expostas nos trabalhos de Silva *et al.* (2012), Marques e Braga (1995), Francisco et al. (2012) e Braga (1991).

Com base em sua classificação, Fleuriet (1978) relacionou os componentes: Investimento Operacional em Giro (IOG) que é a diferença entre o ACC e o ACF; o saldo de tesouraria(T) que é a diferença entre o PCC e o PCF; e Capital Circulante Líquido (CCL) que além de ser a diferença entre AC e PC, também pode ser obtido pelo somatório de IOG e T.

Segundo Marques e Braga (1995), a combinação dos sinais do CCL, IOG e T, elementos que compõem a posição de curto prazo da organização no Modelo de Fleuriet, determina sua estrutura financeira em dado momento. Os tipos de estrutura e SF (ratings) são relatados e subdivididas em dois grupos: SF positivas (Excelente e Sólida) e SF negativas (Insatisfatória, Péssima, Muito Ruim e Alto Risco) no Quadro 1.

Quadro 1 - Tipos de Estrutura e SF

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

Fonte: Marques e Braga (1995).

2.3 Relação entre F&A e SF

Diversas pesquisas analisaram o impacto econômico-financeiro nas empresas envolvidas em operações de F&A, as quais contribuíram para a formação do modelo de análise utilizado, e ainda, auxiliaram na explicação dos resultados deste estudo.

Embora Meeks (1977) tenha concluído que durante o período de sete anos após a F&A, os lucros da combinação fossem menores do que aqueles os quais os participantes teriam obtido se não tivessem feito a operação, Ulen (1980) contrapõe estes achados, ao sinalizar que os achados poderiam ser mais ricos e diferentes se houvesse desagregação das operações em F&A horizontais, verticais e conglomerados.

Berkovitch e Narayanan (1993) buscaram identificar qual o principal motivador das F&A, definindo-os como busca pela Sinergia, Agência ou Arrogância. Os resultados mostram que três quartos das operações estudadas foram motivadas por busca de sinergia.

Além disso, os autores destacam que o motivo da agência é revelado quando os administradores das empresas adquirentes o fazem em seu próprio bem-estar em detrimento ao benefício dos acionistas. Já o motivo da arrogância é percebido quando os administradores permanecem envolvidos em aquisições, mesmo cometendo erros na avaliação das empresas alvo (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993).

Ghosh (2001), averiguou se o desempenho operacional melhora na sequência de F&A, mas não encontrou provas. Ghosh (2001) também analisou se o desempenho é superior em F&A liquidada em dinheiro e os resultados indicaram que os fluxos de caixa aumentam significativamente nestas operações, mas diminuem para aquisições realizadas com ações.

Camargos e Barbosa (2005) ao analisar o desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em empresas que passaram por processos de F&A, compararam os valores médios de índices de desempenho econômico-financeiro no triênio anterior e posterior dos processos e constataram a piora na SF, porém uma melhora na situação econômica, concluindo que tais processos criaram sinergias operacionais e gerenciais.

Rousseau (2006) com o objetivo de explicar por que empresas adquirem outras ao invés de reinvestir o capital nelas mesmas, utilizou da *Q-theory*. A *Q-theory*, é uma teoria que define que a taxa de investimento de uma empresa deve aumentar conforme a razão de seu valor de mercado pelo custo de reposição de capital e apresenta o índice Q de Tobin.

Rousseau (2006) concluiu, dentre outros achados, que (i) grandes ajustes por meio de F&A são mais prováveis de ocorrer para empresas com alto Q; (ii) os valores Q do adquirente excedem os dos alvos com mais frequência do que não.

Bortoluzzo et al. (2014) com o objetivo de investigar se companhias envolvidas em F&A transfronteiriças melhoram seu desempenho financeiro, obtiveram resultados que indicaram que as investidas das companhias melhoram o desempenho quando a distância cultural entre os países da adquirida com o Brasil é baixa ou média e quando o ambiente institucional no qual a empresa-alvo se encontra é desenvolvido. Foi relevante considerar também a experiência com F&A da empresa adquirente e características institucionais dos seus países-alvo.

Com o objetivo principal de identificar os efeitos provocados pelas F&A no desempenho econômico-financeiro, Bomfim e Callado (2016) analisaram a inclusão de indicadores econômicos e financeiros no modelo de persistência do lucro das empresas envolvidas nessas operações. Os autores concluíram que o desempenho foi persistente após as operações, produzindo ganhos de desempenho e aumento no poder de mercado, pelas sinergias geradas e pelo aumento no tamanho das companhias. Porém, o crescimento interno produziu maior retorno se comparado ao crescimento por F&A; e as operações financiadas por mais de uma modalidade de recursos reduziram o desempenho das empresas no período analisado.

Vieira et al. (2017) com o objetivo de analisar se haviam diferenças nos indicadores do Modelo *DuPont* e do Modelo *Fleuriet* das companhias que efetuaram F&A, concluíram que no curto prazo há uma piora nos indicadores de liquidez, que os autores consideraram tempestiva e recuperável, porém não apresentaram diferenças para indicadores de rentabilidade e alavancagem.

Khoo, Durand e Rath (2017) avaliaram sob a lente da teoria *Trade Off*, a estrutura de capital de empresas adquirentes em processos de F&A, com o objetivo de identificar determinantes da velocidade em que as empresas demandam para retornarem aos índices-padrão de suas alavancagens-alvo, uma vez em que as atividades de F&A as afastam destes. O estudo confirma que os adquirentes têm alvos de alavancagem e buscam ajustar-se a este e que as alavancagens extremas decorrentes do financiamento da F&A estão associadas a velocidade de ajuste de alavancagem elevadas. Constataram que as aquisições agem como um choque para as estruturas de capital dos adquirentes, e que a variação percentual na alavancagem é visivelmente diferente no ano de aquisição para adquirentes em dinheiro do que é para os adquirentes em ações.

Das pesquisas anteriores foi possível extrair os seguintes conceitos para a formulação deste estudo: Lubatkin (1983) a partir da avaliação dos tipos de F&A, conforme FTC, forneceu subsídios para justificar a obtenção de sinergia financeira por meio da estratégia da operação; Berkovitch e Narayanan (1993) indicou possíveis motivadores de uma F&A; Ghosh (2001) apresentou a influência que o meio de pagamento exerce sobre a obtenção da sinergia financeira; Camargos e Barbosa (2005) contribuíram com a definição do indicador Perfil da Dívida e sua relação com a performance pós-fusão; Rousseau (2006) explicou a relação da eficiência em gerar riquezas que a adquirente possui e o sucesso da operação; Bortoluzzo et al. (2014) validaram o impacto do tamanho da companhia no êxito das aquisições enquanto a utilização por parte de Bomfim e Callado (2016) do log do ativo forneceu a variável pela qual se mensura esta característica da empresa adquirente no presente estudo; e, por fim, Vieira *et al.* (2017) insere no contexto da avaliação de operações de F&A a Análise Dinâmica do Capital de Giro (AD).

Por fim, ainda que o objetivo deste estudo não seja igual ao da base literária que lhe deu origem, através deste espera-se alcançar uma evolução no caminho da explicação dos resultados financeiros obtidos após e/ou por meio das F&A.

3 METODOLOGIA

A partir de relatório extraído da Base *Bloomberg*, de relatórios anuais de F&A obtidos no site da ANBIMA, e notas explicativas das DF foi construída a relação de processos de F&A concluídas no período de 2010 a 2017 por empresas brasileiras. A especificação do período deu-se pela mudança na legislação contábil sobre o assunto analisado e, também, pela presença da pandemia mundial. Uma vez que para alcançar os objetivos do modelo foi necessário analisar as demonstrações financeiras de um período *ex-ante* e dois períodos *ex-post*, foram obtidos relatórios do período 2009-2019.

A utilização das demonstrações de dois períodos *ex-post* da F&A, justifica-se por conta da maturação natural da operação, conforme descrição dos processos realizados na fase pós-F&A feita por Quah e Young (2005).

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

A amostra estudada nesta pesquisa é formada por operações que cumprem os seguintes requisitos: (1) a adquirente é uma companhia com ações negociadas na B3; (2) tem o Brasil como país sede; (3) não participou de combinações de negócios entre empresas de um mesmo grupo empresarial e (4) apresenta todos os dados necessários para a formação das variáveis.

A busca no Relatório Bloomberg, na ANBIMA e nas DF das companhias gerou um total de 2.225 operações de F&A no período 2010-2017, das quais 1.151 não foram realizadas por empresas de capital aberto e 559 não tinham informações adequadamente divulgadas nas DFs da adquirente. Além disso, outras 150 operações foram retiradas da amostra em função de terem sido divulgadas no período de análise, mas terem ocorrido em momento fora deste; 54 operações por falta de informações para cálculo das variáveis do estudo; além de outros motivos (18 operações). Por fim, a amostra foi composta por 293 operações.

A partir da identificação das operações de F&A ocorridas durante o período de 2010 a 2017, foram obtidos dados das adquirentes e das adquiridas nos seguintes portais: Portal da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Portal Econômica; e Portal do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

O Quadro 2 evidencia as variáveis utilizadas na análise, construídas a partir dos dados obtidos, que serão explicadas na sequência do texto.

Quadro 2 - Resumo das Variáveis do Modelo de Análise

Variável	Tipo	Descrição	Fonte	Sinal esperado	Hipótese
Z	Dependente	Variação da Situação Financeira (SF)	DFP	Não aplicável	Não aplicável
% Ágio	Interesse	Percentual de ágio/deságio	NE	-	H1
Δ PerfilDívida	Interesse	Variação do Perfil da Dívida	Economática e DFP	-	H2
Δ CF	Interesse	Variação do Ciclo Financeiro	Economática e DFP	-	H3
$DFTC_1$ a $DFTC_4$	Interesse	Dummy Classificação da operação FTC	NE	Não aplicável	H4
MTB	Interesse	Market to Book (MTB) da adquirente na data da F&A	Bloomberg e NE	+	H5
%CX	Interesse	Percentual de Caixa e equivalente a caixa no pagamento da operação	Bloomberg e NE	+	H6
Δ PIB	Controle	Variação do Produto Interno Bruto Anual	Site do IBGE	+	Não aplicável
$DATv_1$ e $DATv_2$	Controle	Dummies Atividade Econômica	NE	Não aplicável	Não aplicável
LogA	Controle	Tamanho da adquirente na data da F&A	DFP	+	Não aplicável

Fonte: Os autores (2023)

A Variável dependente (Z) foi obtida comparando-se as SF em dezembro do ano *ex-ante* ao processo de F&A (pré-F&A) com a SF em dezembro do segundo ano *ex-post* ao processo de F&A (pós-F&A). As SF de cada empresa adquirente (pré-F&A) e de cada empresa resultante (pós-F&A) foram calculadas a partir dos procedimentos da análise dinâmica do capital de giro (AD), descritos na revisão de literatura.

As SF analisadas, pioraram, permaneceram ou melhoraram, podendo migrar, conforme a classificação do modelo Fleuriot (1978), de uma SF positivas (Excelente e Sólida) para SF negativas (Insatisfatória, Péssima, Muito Ruim e Alto Risco), ou vice-versa. A partir destas observações foram criadas as categorias, subcategorias e classificação final, definidas no Quadro 3.

Quadro 3 - Definição da Variável dependente

Z	Categoria	Subcategoria	Classificação final
1	Piorou	De positiva para negativa	SF de positiva tornou-se negativa
2	Piorou	De positiva para positiva	SF positiva piorou
3	Piorou	De negativa para negativa	SF negativa piorou
4	Inalterado	De positiva para positiva	Permanece na mesma SF positiva
5	Inalterado	De negativa para negativa	Permanece na mesma SF negativa
6	Melhorou	De positiva para positiva	SF positiva tornou-se melhor
7	Melhorou	De negativa para negativa	SF negativa melhorou
8	Melhorou	De negativa para positiva	SF negativa tornou-se positiva

Fonte: Os autores (2023).

As situações financeiras, referentes a 2009, foram calculadas a partir do exercício anterior demonstrado nas DFP de 2010. As situações financeiras dos demais períodos avaliados foram calculados com base nas Demonstrações Financeiras para o período de 2010 a 2019 obtidas no Economática.

A seguir, as variáveis independentes de interesse são apresentadas, bem como as respectivas hipóteses de pesquisa são construídas.

Percentual de Ágio/Deságio (%Ágio)

Nas NE das DFP, foram obtidas as informações sobre o valor da operação e do Ativo Líquido a valor justo do investimento adquirido. Com esses dois dados foi construída a variável percentual de ágio/deságio (%Ágio) que consiste na proporção do ágio sobre o valor da operação.

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

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

Segundo Berkovitch e Narayanan (1993), um dos principais fatores para que uma F&A arrogância/agência não gere sinergia financeira, decorre do fato destas operações possuírem uma avaliação superestimada de seus ganhos por parte dos gestores.

Devido à própria definição do ágio, bem como, pela não divulgação de sua composição, o ágio pode conter uma avaliação superestimada da adquirida e ser um indicador dos motivadores das F&A Arrogância/Agência.

Com base nisso, tem-se a proposição da seguinte hipótese de pesquisa (H1): *Quanto maior for o %Ágio, maior(menor) será a probabilidade de piora(melhora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A.*

Variação do Perfil da Dívida (Δ PerfilDívida)

O índice consiste em dividir o passivo oneroso circulante pelo passivo oneroso total, este é composto pelo passivo oneroso de curto prazo (circulante) somado ao passivo oneroso de longo prazo (CAMARGOS; BARBOSA, 2005). O indicador demonstra o percentual da dívida total que vencerá no curto prazo.

A variável foi obtida subtraindo-se o perfil da dívida da empresa resultante no período pós-F&A do perfil da dívida da adquirente do período pré-F&A, e em seguida dividindo-se o resultado pelo perfil da dívida da adquirente do período pré-F&A.

Os índices de Perfil da Dívida para os exercícios de 2010 a 2019 foram obtidos por meio do portal Economática, o exercício de 2009 foi calculado.

A variação do perfil da dívida está negativamente relacionada à SF, uma vez que as empresas combinadas poderão dispor de mais recursos de longo prazo em consequência direta das F&A, face ao maior porte da empresa combinada que resulta em um maior poder de barganha e alavancagem. (CAMARGOS; BARBOSA, 2005). O alcance de créditos de longo prazo será avaliado com o emprego da variação do índice Perfil da Dívida.

A partir destes argumentos, apresenta-se a segunda hipótese de pesquisa (H2): *Quanto maior for a Δ PerfilDívida, maior(menor) será a probabilidade de piora(melhora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A.*

Varição do Ciclo Financeiro (ΔCF)

Os índices de CF para os exercícios de 2010 a 2019 foram obtidos através do portal Economática, para o período de 2009 foi calculado, utilizando-se do ano anterior rerepresentado nas DFP de 2010. O cálculo leva em consideração o Prazo Médio de Estocagem (PME), Prazo Médio de Cobrança (PMC) e Prazo Médio de Pagamento aos fornecedores (PMP). O CF é obtido da seguinte maneira: $PMC + PME - PMP$, onde $PMC = (\text{Contas a Receber} / \text{Vendas Líquidas}) \times 365$; $PME = (\text{Estoque} / \text{Custo das Vendas}) \times 365$; e $PMP = (\text{Duplicatas a Pagar} / \text{Compras}) \times 365$.

A variável foi obtida subtraindo-se o CF da empresa resultante no pós-F&A, da CF da adquirente medido no pré-F&A, em seguida dividindo-se o resultado pelo CF da adquirente do período pré-F&A.

De maneira geral, a variação do CF está inversamente relacionada à variação da SF. Desta forma, particularmente o IOG, pode sofrer alterações causadas pela mudança do CF (MARQUES; BRAGA, 1995). De outro lado, com o aumento do poder de mercado, oriundo da combinação das empresas, as negociações de prazos com clientes e fornecedores podem ser estabelecidas em condições mais favoráveis (PORTER, 1947). Neste sentido, Marques e Braga (1995) destacam que as empresas com ciclo financeiro reduzido possuem SF excelente.

Assim, propõem-se a seguinte hipótese de pesquisa (H3): *Quanto maior for a ΔCF , maior(menor) será a probabilidade de piora(melhora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A.*

Dummy Classificação da Operação FTC (DFTC1, DFTC2, DFTC3 e DFTC4)

Com base nas informações, das NE, sobre a atividade e sobre o mercado em que atuam a adquirente e a adquirida, as operações foram classificadas conforme Risberg (2003), a saber: F&A Horizontal e de Extensão de Mercado; F&A para Extensão do Produto (DFTC1); F&A Vertical Progressiva (DFTC2); F&A Vertical Retroativa (DFTC3); e F&A Conglomerado (DFTC4). A categoria F&A Horizontal e de Extensão de Mercado é a categoria de referência, face à maior presença nas operações analisadas e por conta dos resultados de Lubatkin (1983) apontarem esta estratégia como sendo a de maiores benefícios gerais e monetários.

Quanto melhor o ajuste estratégico entre a empresa adquirente e a adquirida, ou seja, quanto mais os respectivos ambientes das duas empresas têm características uniformes - maior deve ser o ganho de desempenho para a empresa resultante (LUBATKIN, 1983). Assim, tendo a categoria de F&A Horizontal e de Extensão de Mercado como sendo a de melhor alinhamento, propõem-se a seguinte hipótese de pesquisa (H4): *A estratégia de F&A Horizontal e de Extensão de Mercado, por ser a que propicia melhor alinhamento entre as características das empresas adquirente e adquirida, tem maior(menor) probabilidade de melhorar(piorar) a SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A.*

Market to Book da Adquirente na data da F&A (MTB)

O indicador é calculado a partir da proporção entre a cotação da ação e o PL por ação no ano da operação. Ele é utilizado como uma simplificação do Q de Tobin construído por Lindenberg e Ross (1981), dada as dificuldades práticas de se conseguir as informações necessárias para este índice (HAYES, 2020).

Não obstante, a construção de alternativas ao Q de Tobin, a partir de dados facilmente coletáveis obtém resultados que guardam estreita correspondência aos obtidos por meio do método mais elaborado (FAMÁ; BARROS, 2000)

O Q de Tobin, como medida de performance, é interpretado como uma função crescente da qualidade dos projetos da empresa sob o comando da administração atual. Neste sentido, o desempenho da administração é colocado como o principal determinante do valor do Q. (FAMÁ; BARROS, 2000)

Em empresas com Q baixos, os administradores tenderão, quando dispuserem de recursos suficientes, a aplicar em projetos com valor presente líquido negativo, destruindo, assim, riqueza de seus acionistas. (FAMÁ; BARROS, 2000).

Neste sentido, propõem-se a seguinte hipótese de pesquisa (H5): *Quanto maior for o MTB da empresa adquirente, maior(menor) será a probabilidade de melhora(piora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A.*

Percentual de Caixa e Equivalente a Caixa no Pagamento da Operação (%CX)

Ghosh (2001) evidência em seu estudo que o meio de pagamento utilizado na F&A se relaciona com a variação do Fluxo de Caixa Operacional. Segundo o autor, o fluxo de caixa operacional cresce significativamente após as aquisições em dinheiro. As aquisições em caixa apresentam maior sucesso no gerenciamento dos ativos das empresas combinadas, gerando uma melhora de desempenho. Neste sentido, o aumento do Fluxo de Caixa e, conseqüentemente, do CCL, contribui para uma melhor SF (BRAGA, 1991).

Nas NE das DFPs, foram obtidas as informações do valor da operação e a forma de pagamento. A variável foi calculada a partir da divisão do valor pago ou prometido em caixa e equivalente, sobre o valor total da operação (GHOSH, 2001).

Com isso, propõem-se a última hipótese de pesquisa (H6): *Quanto maior for o %CX, maior(menor) será a probabilidade de melhora(piora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A.*

Tem-se, agora, a apresentação das variáveis independentes de controle. A primeira variável é a Variação do Produto Interno Bruto Anual (ΔPIB). O cenário econômico causa efeitos na mudança de capital de giro sobre o risco de liquidez (Vieira *et al.*, 2017).

Assim sendo, o cenário econômico foi medido por meio da variação do PIB anual. O PIB foi obtido no site do IBGE, ao passo que a variável de controle foi construída a partir da divisão do PIB do pré-F&A pelo PIB do pós-F&A.

Os resultados também foram controlados pelas *Dummies* de Atividade Econômica. Nas NE das DFP foram obtidas as informações das atividades das empresas e construídas, a *dummy* de referência para o setor Serviço, dada sua menor complexidade e estrutura, e as *dummies* *DAtv1* para empresas do setor de comércio e *DAtv2* para empresas industriais.

Por fim, controlou-se os resultados pelo Tamanho da Empresa Adquirente na data da F&A (*LogA*). A exemplo de Bortoluzzo *et al.* (2014) e Khoo *et al.* (2017), entende-se que o tamanho da empresa pode ser um fator relevante na operação de F&A e será representada por meio do logaritmo natural do ativo da adquirente no período da F&A.

Com base nas variáveis descritas anteriormente, construiu-se o modelo de análise com o uso da Regressão Logística Multinomial. A Regressão Logística realiza previsões ou explica a ocorrência (ou a probabilidade de ocorrência) de determinados fenômenos quando a variável dependente for de natureza categórica (FÁVERO *et al.*, 2009).

O nome "regressão logística" vem do fato de que o modelo é uma função logística. Diferencia-se de uma regressão linear pois a variável dependente não é escalar, podendo ser categórica binomial ou multinomial. A Regressão Logística Multinomial permite que a variável categórica dependente apresente mais de duas categorias. Uma das categorias será escolhida como a referência, de forma arbitrária ou não, com a qual as outras categorias serão comparadas (FÁVERO *et al.*, 2009).

Dias Filho e Corrar (2007) descrevem como principal pressuposto dos modelos *logit*, o fato de que não pode haver multicolinearidade entre as variáveis independentes, pois isto dificulta uma estatística precisa, amplia os intervalos de confiança, sensibiliza os estimadores e seus erros padrão. Neste sentido, será aplicado o teste de *Variance Inflation Factor (VIF)* de acordo com Gujarati e Porter (2011), definem como regra prática que se o *VIF* de uma variável for maior que 10, essa variável será tida como altamente colinear.

A capacidade do modelo em estimar a probabilidade associada à ocorrência de certo evento será determinada pelo teste *Likelihood Value* (-2LL), que representa a probabilidade logarítmica do modelo ajustado. É usado um teste Qui-Quadrado da Razão de Verossimilhança, para saber se todos os coeficientes dos preditores no modelo de regressão são simultaneamente iguais a zero (UCLA: Statistical Consulting Group, 2021). Aferindo p-valores mais próximos a zero, há a indicação de poder preditivo do modelo como um todo (DIAS FILHO; CORRAR, 2007).

O efeito da inclusão das variáveis independentes no modelo, no tocante à melhora ou piora de seu poder explicativo, foi medido pelo Pseudo – R^2 de *McFadden* e sua versão ajustada (DIAS FILHO; CORRAR, 2007). Já a capacidade do modelo gerar estimativas e classificações confiáveis foi medida pelo teste Hosmer e Lemeshow (DIAS FILHO; CORRAR, 2007). Por fim, para testar a qualidade do modelo, foi gerada a área sob a curva ROC, que, segundo Fávero *et al.* (2009), revela a capacidade do modelo em discriminar em categorias a variável dependente.

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

$$Z = \ln(p/1-p) = \beta_0 + \beta_1 \%Ágio + \beta_2 \Delta\text{PerfilDívida} + \beta_3 \Delta\text{CF} + \beta_4 \text{DFTC1} + \beta_5 \text{DFTC2} + \beta_6 \text{DFTC3} + \beta_7 \text{DFTC4} + \beta_8 \text{MTB} + \beta_9 \%CX + \beta_{10} \Delta\text{PIB} + \beta_{11} \text{DA}t_1 + \beta_{12} \text{DA}t_2 + \beta_{13} \text{LogA} + \varepsilon$$

Para a estimação dos coeficientes do modelo a categoria de variável dependente utilizada como referência será a “Categoria 4 – Permanece na mesma SF positiva”, e o intervalo de confiança do modelo será de 90% (nível de significância de 10%).

Antes da regressão logística multinomial foram feitas análises descritivas com todas as variáveis e testes univariados com as variáveis independentes. Foram aplicados testes de diferença de média para as variáveis escalares e testes de associação de qui-quadrado para as variáveis categóricas. Para os testes de diferença de média, as categorias da variável dependente foram utilizadas como grupos de comparação para as médias das variáveis independentes. Os testes de associação foram feitos entre as categorias de cada variável independente e as categorias da variável dependente.

Em ambos os casos, o objetivo é verificar a capacidade de discriminação da variável dependente pelas variáveis independentes. No caso do teste de diferença de média, pretende-se averiguar se existe comportamento distinto da média das variáveis independentes nas categorias da variável dependente. Já no caso do teste de associação pretende-se verificar a relação entre as categorias de cada variável independente e as categorias da variável dependente.

A fim de se aplicar a avaliação adequada para o teste de diferença de média, as variáveis quantitativas tiveram sua normalidade testada com a realização do teste *Shapiro Wilk*. Em caso da indicação de normalidade, foi testada a homoscedasticidade com o teste de Levene, para posterior aplicação do teste paramétrico ANOVA. Em caso de não confirmação da normalidade, o teste não-paramétrico de *Kruskal-Wallis* foi aplicado.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A análise dos dados foi iniciada com algumas observações descritivas em relação às variáveis independentes do modelo de análise. A Tabela 1 apresenta as estatísticas calculadas para cada uma das variáveis.

De maneira geral, percebeu-se que no conjunto das operações há em média deságio de 83%. Além disso, em média o Perfil da Dívida aumentou cerca de 281% e o ciclo financeiro diminuiu 49%, entre o período pré-F&A e pós-F&A. Além disso, quanto à dispersão das variáveis, observou-se que as variáveis $\Delta\text{PerfilDívida}$, ΔPIB , MTB , ΔCF e $\%Ágio$, apresentaram dados heterogêneos, uma vez que expressaram coeficiente de variação maior que 30% (FÁVERO *et al.*, 2009). Já o $\%CX$ e LogA expuseram dados mais homogêneos.

Tabela 1 - Estatística Descritiva

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

Fonte: Os autores (2023).

Em relação às variáveis qualitativas, observou-se que 42 empresas adquirentes de comércio, 110 indústrias e 141 de serviço. Além disso, em relação às estratégias de F&A observou-se 190 operações de F&A Horizontal ou de Extensão de Mercado, 23 de Extensão de Produto, 27 Vertical Progressiva, 48 Vertical Retroativa e 5 Conglomerado.

O próximo passo na análise, foi testar se existia comportamento distinto para cada variável independente, considerando os oito grupos da variável dependente Variação da Situação Financeira, previamente descritos na Figura 2. Assim, para as variáveis quantitativas aplicou-se um teste de diferença de médias e para as variáveis qualitativas um teste de associação de qui-quadrado.

A Tabela 2 apresenta os resultados para as variáveis sob análise. Em relação às variáveis quantitativas, observa-se que nenhuma das variáveis apresenta distribuição que tende à normalidade, nem mesmo ao nível de 1% (teste de Shapiro-Wilk). Com isso, não foi possível a aplicação do teste paramétrico ANOVA, para saber se existia alguma diferença nas médias de cada variável independente entre as categorias da variável dependente. Então, foi necessário recorrer ao teste não-paramétrico de *Kruskal-Wallis*, para testar as diferenças de média.

A partir dos resultados do teste de *Kruskal-Wallis*, em que não houve empates entre nenhum dos postos e com isso a estatística não precisou ser corrigida, pode-se concluir que a hipótese nula de que as distribuições são iguais pode ser descartada, ao nível de significância de 5% para todas as variáveis, exceto para %CX e Δ PIB. Ou seja, para as variáveis com p-valor < 5%, tem-se que pelo menos a média de uma das categorias da variável dependente é diferente. Isso mostra que praticamente todas as variáveis independentes são relevantes para a discriminação do impacto das F&A sobre a SF das adquirentes.

Ainda na Tabela 2 são apresentados os resultados para o teste de associação de qui-quadrado para as variáveis independentes Classificação FTC e Atividade Econômica. A ideia é verificar se as categorias destas variáveis possuem relação (não são independentes) com as categorias da variável dependente Variação da Situação Financeira. Os resultados de p-valor do teste qui-quadrado revelam que as hipóteses nulas de independência entre as variáveis independentes Classificação FTC e Atividade Econômica e a variável dependente Variação da Situação Financeira pode ser rejeitada, pois ambos são menores que 1%. Assim, conclui-se que existe relação estatisticamente significativa entre as categorias destas variáveis independentes e as categorias da variável dependente. Logo, as duas variáveis qualitativas se mostraram relevantes para a discriminação do impacto das F&A sobre a SF das adquirentes.

Tabela 2 - Testes de Média/Associação entre as Variáveis Independentes e a Dependente

Variáveis Independentes Quantitativas	Teste de Normalidade (p-valor)	Teste de Diferença de Média (p-valor)
%Ágio	< 0.0001	0.0001
ΔPerfilDívida	< 0.0001	0.0001
ΔCF	< 0.0001	0.0001
MTB	< 0.0001	0.0001
%CX	< 0.0001	0.3808
ΔPIB	< 0.0001	0.0618
LogA	0.0024	0.0001
Variáveis Independentes Qualitativas	Teste de Associação de Qui-Quadrado (p-valor)	
Classificação FTC	0.0070	
Atividade econômica	< 0.0001	
Variável Dependente (categorias)		Quantidade de Observações
1 - Piorou saindo de uma SF positiva para uma SF negativa		39
2 - Piorou, porém, continua em uma SF positiva		5
3 - Piorou de uma SF negativa para uma ainda pior		9
4 - Permanece na mesma SF positiva		152
5 - Permanece na mesma SF negativa		37
6 - Melhorou de uma SF positiva para uma ainda melhor		8
7 - Melhorou de uma SF negativa, mas permanece negativa		9
8 - Melhorou de uma SF negativa para uma situação positiva		34

Fonte: Os autores (2023).

Por fim, nesta análise preliminar, em relação às categorias da variável dependente Variação da Situação Financeira, observa-se que das 293 operações analisadas, em 189 operações as adquirentes permanecem na mesma SF após à F&A (sendo 152 com SF positiva e 37 com SF negativa), 53 empresas pioraram sua SF e em apenas 51 casos a F&A trouxe melhora da SF.

Uma análise adicional mostra que em 204 casos (70% do total), a empresa adquirente tinha uma SF positiva (excelente ou sólida, conforme classificação da Figura 3) antes da operação de F&A. Isso pode ser o indício de uma tendência de fazer a F&A quando a situação financeira é boa. Além disso, observa-se que em 199 casos (68% do total), a consolidada resultante apresenta situação financeira positiva após à F&A. Isso também pode ser um indício de uma tendência da F&A resultar em uma boa situação financeira, apesar de grande parte já ter esta boa situação financeira antes da operação de F&A.

Como a colinearidade entre as variáveis independentes é um pressuposto importante para a regressão logística, fez-se uma análise do VIF para todas as variáveis. Os resultados mostram que o maior valor de VIF é de 1,72, menor que o limite de 10 sugerido por Gujarati e Porter (2011) e Fávero *et al.* (2009). Com base nestes resultados, pode-se admitir que não existem problemas de colinearidade entre as variáveis independentes no modelo de análise.

Partindo-se para a análise, visando responder ao problema de pesquisa e atingir os objetivos traçados no presente estudo, procedeu-se a análise da regressão logit multinomial para verificar o impacto das variáveis independentes sobre a variação da SF. A Tabela 3, mostra os principais resultados para as categorias analisadas, tendo como categoria de referência “Categoria 4 - Permanece na mesma SF positiva”:

Tabela 3 - Resultados da Regressão Logit Multinomial (continua)

Variável	Coef	Std.Err.	Coef	Std.Err.	Coef	Std.Err.
	Categoria 1 - SF de positiva tornou-se negativa		Categoria 2 - SF positiva piorou		Categoria 3 - SF negativa piorou	
% Ágio	-0,014	0,0269	-1,332	0,8564	0,0152	0,0354
ΔPerfilDívida	0,0114	0,0384	-0,0234	0,1811	-1,7764	2,0144
ΔCF	-0,0286	0,0409	-0,5241	0,3479	4,3318**	1,8496
D FTC4	-0,3771	1,3006	-14,1487	41,579,05	-1,0818	30297,24
D FTC1	-0,1533	0,8501	-12,835	4,001,14	15,4088*	9,2084
D FTC2	-1,0643	0,9838	-580,4836	2,142,41	17,8986*	9,7794
D FTC3	-0,329	0,6409	1,7858	1,4765	14,891	9,3964
MTB	-0,1883	0,1189	-0,3646	0,3827	-1,974	1,2517
%CX	(2,3689)***	0,8018	64,6292	13,275,30	280,9616	8717,44
ΔPIB	0,1171***	0,0283	-0,2662	0,4925	0,1102	0,0845
D ATIV1	2,2358***	0,7392	2,3477	2,526	-11,6597	9034,68
D ATIV2	-1,0554	0,6533	0,7617	1,8863	5,0584	5,5709
LogA	1,8224***	0,4636	(3,3448)**	1,4167	-0,5802	0,9033
_cons	-11,0078	3,0635	-48,1607	13,275,31	-297,8041	8717,56
	Categoria 5 - Permanece na mesma SF negativa		Categoria 6 - SF positiva melhorou		Categoria 7 - SF negativa melhorou	
% Ágio	0,0054	0,0141	-1,1825	0,8898	(2,3153)***	0,7302
ΔPerfilDívida	-0,2947	0,2319	-0,2524	0,4928	-0,02	0,3834
ΔCF	-0,0447	0,0493	(0,7646)**	0,30548	(0,6374)**	0,275
D FTC4	-0,9096	1,3098	-18,6745	33665,54	-15,46	28447,28
D FTC1	0,2983	0,7342	2,7811*	1,48876	1,7316	1,6469
D FTC2	0,6028	0,655	-515,7469	63702,23	-993,5711	1025,2
D FTC3	0,4693	0,5758	-2,5745	2,6742	-15,7528	1571,3
MTB	(0,1947)*	0,118	(1,1422)*	0,58377	0,3629	0,3096
%CX	(1,4848)*	0,766	89,4652***	9,51547	71,9264	7606,79
ΔPIB	0,016	0,0328	-0,7369	0,7069	-0,0493	0,1714
D ATIV1	1,9901**	0,9238	3,5872	2,197	-2,9727	4,3546
D ATIV2	1,0917*	0,5917	(5,6786)**	2,3642	-1,7387	1,8252
LogA	1,0590***	0,363	3,3360**	1,3783	-0,2424	1,5989
_cons	(7,5474)***	2,3858	-113,8564	.	-74,5533	7606,8

Tabela 3 - Resultados da Regressão Logit Multinomial (conclusão)

Variável	Coef	Std.Err.	Coef	Std.Err.	Coef	Std.Err.
	Categoria 8 - SF negativa tornou-se positiva		Informações Gerais do Modelo Logit			
% Ágio	-0,0008	0,0266	Log likelihood (qui-quadrado)		-277,3466	
ΔPerfilDívida	(0,6855)**	0,2723				
ΔCF	-0,0268	0,0654	Log likelihood (p-valor)		< 0,0001	
D FTC4	-20,6823	24612,9				
D FTC1	-1,1744	1,1508	Pseudo R2 (McFadden's R2)		0,3697	
D FTC2	-1,1433	0,9979				
D FTC3	-0,4096	0,6753	McFadden's Adj R2		0,115	
MTB	(0,2100)*	0,123				
%CX	-1,2954	0,9683	Hosmer e Lemeshow (qui-quadrado)		39,486	
ΔPIB	0,0579*	0,0334				
D ATIV1	2,5279***	0,7773	Hosmer e Lemeshow (p-valor)		0,954	

Fonte: Os autores (2023).

No que concerne à capacidade do modelo em estimar a probabilidade da variação da SF e ajuste do modelo, medido pelo Log Likelihood (-2LL), visto que apresenta p-valor inferior a 1%, é possível concluir que pelo menos uma das variáveis independentes é capaz de explicar o comportamento da variável dependente. Já o pseudo R² de McFadden's mostra que cerca de 37% do comportamento da variação da SF é explicado pelo comportamento do conjunto das variáveis independentes. A significância do teste, que realiza a comparação das frequências preditas com as observadas, teste de Hosmer e Lemeshow, suporta que ao nível de significância de 5% não se rejeita a hipótese nula de que as frequências observadas e esperadas são iguais, visto que o p-valor foi de 95,4%. Por fim, percebe-se que a área sob a curva ROC é de 0,8733, sendo significativamente superior a área de 0,50 ao nível de 1% de significância. Este último resultado, confirma a qualidade do poder explicativo do modelo.

Por conta dos resultados univariados do teste de *Kruskal-Wallis* para as variáveis %CX e ΔPIB, aplicou-se na análise multivariada um modelo alternativo sem a inclusão destas duas variáveis. Porém, o modelo alternativo tem resultados semelhantes ao modelo completo. Além disso, o modelo alternativo tem indicadores de qualidade (pseudo R² de McFadden's, p-valor teste Hosmer e Lemeshow e área da curva ROC) piores do que o modelo completo. Por fim, a comparação do pseudo R² ajustado de McFadden's dos modelos, revela que o modelo completo apresenta valor de 11,5%, enquanto o modelo alternativo apenas 7,10%. Isso reforça que o modelo completo é a escolha multivariada adequada para a análise, mesmo com os resultados univariados para as variáveis %CX e ΔPIB. Por isso, serão apresentados e analisados apenas os resultados do modelo completo com todas as variáveis independentes.

Em relação à Categoria 1, os resultados mostram que quanto maior o percentual de caixa e equivalente de caixa como contrapartida da operação, menor a probabilidade da SF piorar, alinhando-se ao que propõe a H6 do presente estudo. Além disso, o aumento do PIB e do tamanho da empresa adquirente, bem como seu setor ser de comércio, aumentam a probabilidade de piora da SF da empresa resultante pós-F&A.

Já em relação à Categoria 2, os resultados mostram que quanto maior a empresa adquirente menor é a probabilidade de piora da SF da empresa resultante pós-F&A.

Os resultados para a Categoria 3 mostram que um acréscimo no CF da empresa resultante pós-F&A em relação à situação da empresa adquirente antes da operação, aumenta a probabilidade de piora da SF, alinhando-se ao que propõe a H3 do presente estudo. Além disso, as estratégias de F&A de Extensão de Produto e Vertical Progressiva aumentam a probabilidade de piora da SF, alinhando-se ao que propõe a H4 do presente estudo.

Em relação à Categoria 5, os resultados mostram que quanto maior o percentual de caixa e equivalente de caixa como contrapartida da operação, menor a probabilidade da SF permanecer negativa, alinhando-se ao que propõe a H6 do presente estudo. Além disso, o tamanho da empresa adquirente, bem como seu setor ser de comércio ou indústria, aumentam a probabilidade da SF permanecer negativa da empresa resultante pós-F&A. Por fim, quanto maior o MTB da empresa adquirente menor a probabilidade da SF da empresa resultante pós-F&A permanecer negativa, alinhando-se ao que propõe a H5 do presente estudo.

Já em relação à Categoria 6, os resultados mostram que um acréscimo no CF da empresa resultante pós-F&A em relação à situação da empresa adquirente antes da operação, reduz a probabilidade de melhora da SF, alinhando-se ao que propõe a H3 do presente estudo. Além disso, os resultados mostram que quanto maior o percentual de caixa e equivalente de caixa como contrapartida da operação, maior a probabilidade da SF melhorar, alinhando-se ao que propõe a H6 do presente estudo. Apesar disso, os resultados são contrários aos esperados para o MTB, mesmo que apenas ao nível de 10% de significância, pois quanto maior o MTB da empresa adquirente menor a probabilidade da SF da empresa consolidada pós-F&A melhorar. Também se observa que quanto maior o tamanho da empresa adquirente, maior a probabilidade da SF melhorar e pertencer ao setor industrial reduz a probabilidade de melhoria da SF pós-F&A. Por fim, a estratégia de F&A de Extensão de Produto aumenta a probabilidade de melhora da SF, não alinhando-se ao que propõe a H4 do presente estudo.

Os resultados para a análise da Categoria 7 revelam que quanto maior o percentual de ágio na operação de F&A, menor a probabilidade de melhora da SF, alinhando-se ao que propõe a H1 do presente estudo. Além disso, os resultados mostram que um acréscimo no ciclo financeiro da empresa consolidada pós-F&A em relação à situação da empresa adquirente antes da operação, reduz a probabilidade de melhora da SF, alinhando-se ao que propõe a H3 do presente estudo.

Já em relação à Categoria 8, os resultados mostram que um aumento no perfil da dívida da empresa consolidada pós-F&A em relação à situação da empresa adquirente antes da operação, reduz a probabilidade de melhora da SF, alinhando-se ao que propõe a H2 do presente estudo. Apesar disso, os resultados são contrários aos esperados para o MTB, mesmo que apenas ao nível de 10% de significância, pois quanto maior o MTB da empresa adquirente menor a probabilidade da SF da empresa consolidada pós-F&A melhorar. Além disso, o aumento do PIB e do tamanho da empresa adquirente, bem como seu setor ser de comércio, aumentam a probabilidade de melhora da SF da empresa consolidada pós-F&A. Por fim, pertencer ao setor industrial reduz a probabilidade de melhoria da SF pós-F&A.

Em síntese, apesar dos resultados não mostrarem a não rejeição de todas as hipóteses em todas as categorias, percebe-se que cada hipótese se apresenta com resultado de não rejeição pelo menos uma vez ao longo da análise da comparação das oito categorias da variável dependente Variação da Situação Financeira. Uma análise dos resultados para cada hipótese formulada no presente estudo revela que *H1*, *H2*, *H3* e *H6* não são rejeitadas em pelo menos uma das categorias analisadas. Ou seja, observa-se que os resultados não rejeitam:

- a hipótese *H1*, pois quanto maior o percentual de ágio na operação de F&A, maior (menor) a probabilidade de piora(melhora) da SF. Segundo Berkovitch e Narayanan (1993) operações efetuadas a valores superavaliados são indícios de que os administradores realizaram a operação sob o propósito/motivo de arrogância.
- a hipótese *H2*, pois um aumento no perfil da dívida da empresa resultante pós-F&A em relação à situação da empresa adquirente antes da operação, aumenta(reduz) a probabilidade de piora(melhora) da

SF. Os resultados confirmaram a indicação de Camargos e Barbosa (2005) de que a piora deste indicador no pós-fusão gerou deterioração da SF.

- a hipótese *H3*, pois um acréscimo no CF da empresa consolidada pós-F&A em relação à situação da empresa adquirente antes da operação, aumenta(reduz) a probabilidade de piora(melhora) da SF, alinhando-se às indicações de Marques e Braga (1995).

- a hipótese *H6*, pois quanto maior o percentual de caixa e equivalente de caixa como contrapartida da operação de F&A, maior(menor) a probabilidade da SF melhorar(piorar), confirmando os achados de Ghosh (2001).

Em relação à *H4*, percebe-se uma inconsistência, pois observa-se dois resultados conflitantes. De um lado as estratégias de F&A de Extensão de Produto e Vertical Progressiva aumentam a probabilidade de piora da SF, mas de outro lado a mesma estratégia de F&A de Extensão de Produto aumenta a probabilidade de melhora da SF. O resultado esperado é que estas estratégias, em comparação com a estratégia Horizontal e de Extensão de Mercado, apresentassem menores(maiores) probabilidade de melhora(piora) da SF.

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

Por fim, em relação às hipóteses do estudo, com referências à *H5*, também se percebe resultados contraditórios, não alinhados com os achados de Rousseau (2006), que indica que as adquirentes com altos MTB alcançariam melhores desempenhos econômico-financeiros nas F&A. Por um lado, encontra-se que um maior MTB reduz a probabilidade de uma SF negativa (que é o resultado esperado), mas por outro lado observa-se que um maior MTB reduz a probabilidade de melhora da SF da empresa resultante pós-F&A. Porém, neste caso não se observa nenhum padrão de comportamento para a variável.

De maneira geral, os resultados revelam, ainda, em relação às variáveis de controle, que as indústrias têm menor (maior) probabilidade em melhorar (piorar) sua SF com F&A do que as prestadoras de serviço. Além disso, em relação à variação do PIB, ao tamanho da empresa adquirente e ao setor de comércio, os resultados não são conclusivos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

Os dados coletados das empresas adquirentes brasileiras envolvidas nas 293 F&A mapeadas neste estudo, revelaram que 189 empresas permanecem na mesma SF (159 em SF positiva e 37 em SF negativa), 53 empresas pioraram sua SF e 51 melhoraram a SF conforme classificação AD. Além disso, em 204 casos (70% do total), a empresa adquirente tinha uma SF positiva no momento da operação de F&A e em 199 casos (68% do total), a consolidada resultante apresenta situação financeira positiva após a F&A.

De maneira geral, a partir das análises dos resultados para cada categoria na regressão logística multinomial, pôde-se perceber que (i) operações com ágio são mais propensas a afetar negativamente a SF, pois quanto maior for o %Ágio, maior(menor) será a probabilidade de piora(melhora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A; (ii) as operações que geram aumento do indicador Perfil da Dívida, são mais propensas em afetar negativamente a SF, pois quanto maior for a Δ PerfilDívida, maior(menor) será a probabilidade de piora(melhora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A; (iii) as operações que geram aumento do Ciclo Financeiro, estão mais propensas em afetar negativamente a SF, uma vez que quanto maior for a Δ CF, maior(menor) será a probabilidade de piora(melhora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A; (iv) operações financiadas com caixa estão mais propensas em contribuir para uma melhora da SF, pois quanto maior for o %CX, maior(menor) será a probabilidade de melhora(piora) na SF comparada entre a empresa adquirente pré-F&A e a empresa resultante pós-F&A. Assim, estes resultados confirmam em pelo menos uma das categorias da variável dependente Variação da SF, as hipóteses *H1*, *H2*, *H3* e *H6*.

Em relação à hipótese *H4*, observa-se que a estratégia Horizontal e de Extensão de Mercado só se revela melhor do que as outras estratégias quando existe uma SF inicial negativa. Quando a SF financeira inicial é positiva, esta estratégia não se revelou melhor do que a estratégia Extensão de Produto. Ou seja, a melhor estratégia parece depender da SF inicial, mas este indício precisa ser aprofundado em estudos futuros. Já a hipótese *H5* não pode ser confirmada, por conta dos resultados inconclusivos para o impacto da variável MTB.

Este estudo contribui para auxiliar gestores envolvidos em F&A a estruturá-la de forma a alcançar a sinergia financeira, sugere a órgãos reguladores a utilização dos índices utilizados neste trabalho em normas, como indicadores de performance das operações de F&A, bem como, a academia oferecendo uma nova perspectiva de resultados empíricos.

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

Ainda sobre o tema de F&A é interessante examinar o quanto a economia nacional e internacional contribui ou desestimulam a ocorrência dessas operações, o atendimento às normas contábeis na divulgação desses eventos, a relação da divulgação desses eventos e o valor de mercado das ações, bem como dos títulos de dívidas, das empresas adquirentes e/ou resultantes.

REFERÊNCIAS

ADRIANO, S. **Manual de Pronunciamentos Contábeis Comentados: IFRS**. 3. ed. São Paulo: Editora Atlas Ltda, 2018.

AGYEI-BOAPEAH, H. **Mergers and acquisitions and corporate financial leverage: An empirical analysis of UK firms**. 2013. 330 f. Tese (Doutorado em Filosofia) - Loughborough University, Loughborough, 2013.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Ranking de fusões e aquisições** - 1º semestre de 2019. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/main.jsp?lumPageId=4028B88155C6FAF60155CB2E020E559D&lumA=1&lumII=2C9B69B55FA5FCF2015FA700C5CD79D0&locale=pt_BR&doui_processActionId=setLocaleProcessAction. Acesso em: 14 jun. 2023.

BASMAH, A. Q.; RAHATULLAH, M. K. Financial synergy in mergers and acquisitions. Evidence from Saudi Arabia. *Aestimatio*, [s.l.], v. 9, n. 1, p. 182–199. 2014.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s.l.], v. 28, n. 3, p. 347–362. 1993.

BOMFIM, E. T. do; CALLADO, A. L. C. Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e de aquisições. *Revista de Ciências da Administração*, [s.l.], v. 18, n. 45, p. 79–95, ago. 2016.

BLOOMBERG: banco de dados especializado. Disponível somente para assinantes. Acesso em: 19 de maio de 2023.

BORTOLUZZO, A. B. *et al.* Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, [s.l.], v. 54, n. 6, p. 659–671. 2014.

BRAGA, R. Análise avançada do capital de giro. *Caderno de Estudos*, [s.l.], n. 3, p. 1–20. 1991.

BROOKS, C. *Introductory econometrics for finance*. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Pres, 2008.

CALIPHA, R.; TARBA, S.; BROCK, D. Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors. *Advances in Mergers and Acquisitions, Bingley*, v. 9, p. 1-24. dez. 2010.

CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós Plano Real. *REGE - Revista de Gestão*, [S.l.], v. 12, n. 4, p. 33–53. 2005.

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, [s.l.], v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) Combinação de Negócios**. 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=46>. Acesso em: 12 mar. 2023.

DIAS FILHO, J. M.; CORRAR, L. J. Regressão Logística. *In: ATLAS (Ed.). Análise Multivariada para Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 280–323.

FAMA, R.; BARROS, L. A. B. Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais. *REGE Revista de Gestão*, [s.l.], v.7, n. 4. 2010.

FÁVERO, L. P. *et al.* Regressão Logística e Regressão Logística Multinomial. *In: ELSEVIER (Ed.). Análise de dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 439–470.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MATHUVA, D. M. The influence of working capital management components on corporate profitability: A survey on Kenyan listed firms. **Research Journal of Business Management**, [s.l.], v. 4, n. 1, p. 1-11. 2010. Disponível em: <https://scialert.net/abstract/?doi=rjbm.2010.1.11>. Acesso em: 11 mar. 2023.

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

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

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

PORTER, M. E. **Vantagem Competitiva**: Criando e Sustentando um Desempenho Superior. 43. ed. São Paulo: GEN Atlas, 1997.

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

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

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

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

UCLA - STATISTICAL CONSULTING GROUP. **Multinomial Logistic Regression - Stata Annotated Output**. 2021. Disponível em: <https://stats.oarc.ucla.edu/stata/output/multinomial-logistic-regression-2/>. Acesso em: 25 maio 2023.

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

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

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