



Desempenho de companhias listadas na B3 que passaram por processo de F&A

ANSELMO SEBASTIÃO BOTELHO

Universidade Federal de Minas Gerais

PABLO HENRIQUE DE OLIVEIRA QUEIROZ

Universidade Federal de Minas Gerais

LAURA EDITH TABOADA PINHEIRO

Universidade Federal de Minas Gerais

JOSÉ ROBERTO DE SOUZA FRANCISCO

Universidade Federal de Minas Gerais

Resumo

A pesquisa teve como principal objetivo, identificar os fatores explicativos do desempenho das companhias abertas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), que passaram por uma reorganização societária de fusão ou aquisição (F&A). Para tanto, foram analisadas 126 companhias que passaram por processo de reorganização societária, fusão ou aquisição, entre os anos de 2010 e 2019, os dados necessários para o desenvolvimento da pesquisa foram coletados por meio do software Economática. Em busca de atingir o objetivo proposto foi estimado o modelo de regressão para dados em painel com efeitos aleatórios, o qual teve como variável dependente, a proxy de desempenho, retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e como variáveis independentes a “Qualidade dos Resultados”, “Cobertura de Dívidas com Caixa”, “Tamanho da Empresa”, “Endividamento”, “Market-to- Book”, “Liquidez Geral”, “Nível de imobilização dos recursos não correntes”, “Nível de Imobilização do PL”, e “Nível de Intangibilidade”. As principais constatações apontam para: (i) A variável de qualidade dos resultados (WQR), a imobilização dos recursos não correntes (WNIMORC), o nível de intangibilidade (NINT) e a variável liquidez geral (WLG) não se demonstraram estatisticamente significante; (ii) O indicador financeiro de cobertura de dívidas com caixa (WCDC), a variável Tamanho da empresa (WTAM) e o *market-to-book* (WMTB) apresentaram-se estatisticamente significativos e positivos, e (iii) as variáveis nível de endividamento (ENDV) e nível de imobilização do patrimônio líquido (WNIMOPL) apresentaram-se estatisticamente significativos e negativos. As conclusões apontam para variáveis que afetam de forma positiva, e outras variáveis que influenciam negativamente o desempenho das empresas listadas e que passaram por F&A.

Palavras-chave: Desempenho, Reorganização societária, Fusão e Aquisição.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1 INTRODUÇÃO

As empresas, segundo DePamphilis (2017) apresentam vários motivos para realizar uma reorganização societária, dentre eles estão a ampliação do *market share* a redução dos custos fixos e a alavancagem do seu desempenho econômico. Diante disso, Moraes da Costa e Amorim Júnior (2020) destacam que os processos de reorganização societária incluem a busca por apropriação de técnicas e conhecimentos de natureza tecnológicas, comerciais e operacionais visando a disponibilização de produtos e serviços que alcancem novos mercados com maior qualidade e competitividade, favorecendo seu desempenho.

Martins, Gelbcke, Santos e Iudícibus (2013), descrevem que a aquisição ou a reorganização societária estão ligadas ao controle de um negócio, sendo que, as operações podem ocorrer antes ou depois da combinação de negócios. Neste sentido, Melo, Tinoco e Yoshitake (2012), ressaltam a necessidade de avaliação dos riscos do negócio e de um levantamento documental criterioso, que forneça a oportunidade de apresentação correta da situação econômica e financeira das empresas envolvidas em reorganizações societárias, com vistas a se manterem competitivas no mercado.

No contexto da competitividade global, presenciando as inúmeras e velozes alterações impostas por ela, as formas de avaliação de desempenho adquiriram grande evidência, sendo estudada por vários autores, (Ikeda & Doi, 1983; Healy, Palepu & Ruback 1992; Bhabra & Huang, 2013; Rao-Nicholson, Salaber & Cao, 2016), que para da Silva Corrêa, Schio e Santos (2017) possuem a intensão de encontrar as melhores opções de avaliar e mensurar o desempenho organizacional.

Neste contexto, a questão de pesquisa que norteará este estudo é: Quais os fatores que explicam o desempenho das companhias abertas listadas na B3 que passaram por uma reorganização societária de fusão ou aquisição? Para tanto, estabeleceu-se como objetivo deste estudo, identificar os fatores explicativos do desempenho das companhias abertas listadas na B3 que passaram por uma reorganização societária de fusão ou aquisição.

Silva e Moreira (2017) afirmaram que, com o objetivo de melhorar a rentabilidade e o desempenho da empresa, muitas instituições utilizaram a reorganização societária como plano principal de alavancagem, objetivando reduzir custos operacionais e tributários, abrir novas oportunidades de negócios e melhorar sua participação no mercado.

Sobre a reorganização societária, ainda não existe um consenso sobre os acertos e desacertos dessa escolha por parte dos gestores, quando avaliado os anos que sucederam o processo (Gugler, Mueller & Weichselbaumer, 2012; Li, Li & Wang, 2016). Neste sentido a elaboração deste artigo possui justificativas para três áreas distintas: i) para o processo decisório de investidores e empresários, apresentando números e características de empresas que se sujeitaram aos processos de reorganização societária, ii) para a academia fornecendo dados inéditos e relevantes sobre o desempenho destas empresas no cenário apresentado e iii) para a sociedade como um todo, por contribuir com seu conhecimento acerca da nova realidade de desempenho das empresas que passam por reestruturação societária.

O artigo se desdobra da seguinte forma. A seção 2 é dedicada à literatura relevante. A seção 3 apresenta o desenho da pesquisa. A seção 4, os resultados do estudo. E a seção 5 a discussão dos resultados obtidos e as observações finais.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Reorganizações Societárias e Desempenho Financeiro

Para Mackenzie (2017), as pesquisas sobre reorganização societária são mais predominantes em países economicamente desenvolvidos, sendo estes estudos mais raros em economias em desenvolvimento. A autora ainda destaca que, a maioria dos estudos se



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

concentram em transações internacionais. Sobre resultados de estudos internacionais, Moraes da Costa e Amorim Júnior (2020), afirmam que a maioria deles apontam para redução da carga de tributos, nas empresas que realizaram eventos de reorganização societária.

A pesquisa de da Silva Vieira e Moreira (2017) apontaram impactos positivos, com redução dos gastos tributários nas empresas que realizaram de forma planejada algum tipo de reorganização societária. Além do aumento das atividades empresariais, quando a reorganização societária foi implantada como parte de um planejamento tributário, fato que propiciou melhor lucratividade ao negócio, melhor eficiência e ganhos ao patrimônio líquido, suportando com melhor desempenho as oscilações do mercado.

As reorganizações societárias tais como, fusões e aquisições (F&A) podem ocorrer por diversas expectativas da gestão empresarial, dentre elas: resposta às perspectivas dos *stakeholders*, ampliação de participação de mercado, otimização de ativos e passivos, ganhos operacionais, redução de custos tributários, união de forças e principalmente acelerar o processo de crescimento da firma (Jensen & Ruback, 1983; Bradley, Healy, Palepu & Ruback, 1992; Rao-Nicholson, Salaber & Cao, 2016; Li, Li & Wang, 2016).

Para Yaghoubi, Yaghoubi & Gibb (2016), ainda não existe de forma consolidada uma teoria que baseie os estudos sobre a reestruturação societária, mesmo assim, na tentativa de explicar as motivações que levam a uma reorganização societária, vários enfoques teóricos são utilizados, fatos que mostra a complexidade do assunto, envolvendo expectativas internas e externas, além de planejamento minucioso (Hanifi & Vahedi, 2016; Rao-Nicholson, Salaber, Cao & 2016; Yaghoubi et al., 2016; Beule & Sels, 2016).

Para Yoshikuni e Albertin (2017), o desempenho organizacional é representado por medidas financeiras de longo prazo resultantes de estratégias que abrangem a eficiência da organização em busca de maior produtividade e receita. Carvalho (2014) descreve o desempenho como um indicador de eficiência das ações planejadas pela empresa e na perspectiva acadêmica, como uma variável dependente. Sobre essa variável, Jääskeläinen e Luukkanen (2017) e Sen, Bingol e Vayway (2017) afirmam sua utilização para medir o sucesso dos empreendimentos por meio de resultados financeiros e não financeiros.

Mostaghel, Oghazi, Beheshti e Hultman (2015) explica que o desempenho organizacional pode ser mensurado pela satisfação dos *stakeholders* e dos clientes através da imagem que a empresa apresenta e da qualidade dos serviços e produtos disponibilizados. Neste sentido, Park, Lee e Chae (2017), descrevem a necessidade da empresa desenvolver competências em busca de entregar aos investidores e clientes os atributos solicitados. Fato que proporciona a possibilidade acadêmica de mensuração do desempenho organizacional através de indicadores financeiros ou não (Park, Lee & Chae, 2017; Yoshikuni & Albertin, 2017).

Para do Bomfim e Callado (2016), vários enfoques de pesquisa apresentam que as reorganizações societárias podem propiciar alterações no desempenho das empresas, tanto operacionais, como financeiros, dentre as alterações encontradas, os autores apontaram a rentabilidade, que aumentar ou reduzir, o tamanho da instituição e a lucratividade.

As variáveis de avaliação da qualidade do resultado e da cobertura de dividendos com caixa, forma estudadas por Braga & Marques (2001), no artigo que avalia a liquidez e o desempenho das empresas a través da análise do fluxo de caixa. Segundo os autores, a avaliação da qualidade do resultado se propõe a comparar a variação do fluxo de caixa operacional relacionado ao resultado operacional, representa uma variável com resultado crescente nos estudos e fornece “uma indicação da dispersão entre os fluxos de caixa e os lucros divulgados”.

Já a variável cobertura de dividendos com caixa, evidencia a capacidade que a empresa apresenta para pagar seus dividendos preferenciais e ordinários baseando-se no fluxo



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

de caixa operacional (Braga & Marques, 2001). Os estudos realizados pelos autores com duas empresas distintas apresentaram a variável com tendência crescente e significância positiva.

O desempenho em empresas brasileiras, listadas na B3, que passaram por fusão foi pauta do estudo de Camargos & Barbosa (2010), dentre as variáveis utilizadas pelos autores está o tamanho da empresa, que pode representar poder de influência no mercado e capacidade de negociação com governo e fornecedores. Silveira (2004) descreve que o indicador de tamanho da empresa apresenta, além do seu crescimento, o poder de ganhos dos gestores, a valorização dos investimentos realizados na firma e o poder de barganha no mercado. Tanto os autores supracitados, quanto Degenhart, Vogy, Kaveski, Frank & Scarpin (2017); Vieira, Henriques & Neves (2018) entendem que o resultado para tamanho em instituição é representado como, quanto maior melhor.

O estudo do desempenho econômico-financeiro em empresas que passaram por fusão e aquisição realizado por Araújo & Carmona (2017), destacou a importância da análise do endividamento das instituições, sendo que, para os autores a qualidade e a quantidade da dívida vai influenciar o força de negociação da firma com as instituições financeiras e com os fornecedores. O indicador de endividamento para Araújo & Carmona (2017); Camargos & Barbosa (2005) e Viera, Henriques & Neves (2018), possui a qualificação de quanto menor melhor. Neste sentido, explicam que a relação negativa entre o desempenho e o endividamento das instituições está no fato de que, quanto maior o endividamento das empresas, maior seu risco financeiro.

Com o objetivo de analisar os “fatores determinantes do desempenho das empresas portuguesas cotadas” Vieira, Henriques & Neves (2018) utilizaram, dentre outras, as variáveis de liquidez geral e de *market-to-book*. O indicador de *market-to-book* apresentou relação positiva com o desempenho das firmas, porém, autores como Gul (1999) descreveu relação negativa e significativa do *market-to-book*. Mesmo assim, Hatem (2014) destaca que quanto maior o *market-to-book* maior a performance e o desempenho da empresa.

Já a liquidez geral nos estudos de Vieira, Henriques & Neves (2018), utilizando o ROA como variável dependente se apresentou significativa e positiva em relação ao desempenho das empresas. O resultado dos autores consolida o que foi apresentado por Ehiedu (2014), Demirgüneş (2016) e Abreu (2017). Já Bardia (2004) e Saldanlı (2012) encontraram resultado significativamente negativo da liquidez geral relacionada com o desempenho financeiros das instituições. Sobre a necessidade de equilíbrio nos índices de liquidez, Fama e Jensen (1983), afirmam que, grande liquidez pode causar problemas de agência.

Ao estudar a influência do nível de intangibilidade dos recursos das empresas brasileiras sobre o desenvolvimento, Carvalho, Kaio & Martin (2010), não encontraram influencia significativa positiva. Os autores apontaram diferenças entre empresas brasileiras e internacionais como justificativa. Neste sentido, Villalonga (2004), apresentou influencia significativa da intangibilidade sobre o desempenho das empresas dos EUA. Sobre o nível de imobilização, da Silva Macedo & Corrar (2012), destacam que esses indicadores apresentam a relação, quanto menor melhor. Além disso, os autores afirmam que, para a empresa melhorar seu desempenho torna-se necessário a manutenção de baixos índices de imobilização.

2.3 Estudos anteriores

Os estudos que abarcam a temática das F&A's no Brasil, tratam da análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias, porém as pesquisas encontradas tratam de um período de cinco anos, abordando dois anos anteriores a reorganização societária e dois anos posteriores a reorganização societária, além de realizar o tratamento dos dados apenas por comparações das médias dos anos anteriores e posteriores ao evento de



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

F&A (Camargos & Barbosa, 2005; Camargos e Barbosa, 2009). No entanto, ambos estudos não evidenciaram melhora no desempenho dessas companhias. Visto isso, conforme Araújo, Silva e Carmona (2017), que descrevem em seu estudo que as operações de fusões e aquisições demonstram seus efeitos, de modo geral, em médio prazo. Essa pesquisa busca diferenciar-se das anteriores por prolongar o período de análise pré e pós reorganização societária, além de trazer essa análise para o período pós harmonização com as normas internacionais de contabilidade.

No estudo desenvolvido por Camargos e Barbosa (2005) foi analisado o desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias de companhias que passaram por processos de F&A entre 1995 e 1999. A análise foi operacionalizada por meio da comparação dos valores médios de índices no triênio antecedente e no posterior ao evento de F&A. Os resultados obtidos demonstram uma piora na situação financeira das empresas analisadas após a combinação e melhora na situação econômica, além de evidenciar a geração de sinergias operacionais e gerenciais.

Em outro estudo também desenvolvido por Camargos e Barbosa (2010), com o objetivo de avaliar se o processo de F&A entre o período de 1996 a 2004, em companhias brasileiras, resultaram em sinergias operacionais e gerenciais, e no aumento da rentabilidade das empresas envolvidas. Para isso, utilizaram dados trimestrais de 76 companhias brasileiras de uma amostra de 72 processos de F&A's. Na análise, realizaram a comparação estatísticas das médias de dez variáveis, dos anos antecedentes e posteriores à F&A por meio do Wilcoxon Signed Rank Test e do Rank Test, tentando-se seis hipóteses teóricas. Os resultados mostraram que as F&A's: 1. levaram a alteração (aumento) significativa estatisticamente no valor dos ativos das empresas; 2. resultaram em sinergias operacionais e gerenciais; 3. Não se refletiram no aumento da rentabilidade das empresas estudadas, mas aparentemente dos acionistas; 4. as empresas adquirentes e as F&A's ocorridas do Período 2 (após janeiro de 2000) apresentaram um maior potencial de gerar sinergias operacionais e gerenciais e de melhorar a rentabilidade.

Com o objetivo de comparar o desempenho econômico-financeiro de companhias brasileiras que passaram por F&A em 2013. Araújo, Silva e Carmona (2017) analisaram índices financeiros com base na média dos três anos antecedentes e posteriores ao evento de F&A. Encontraram melhorias apenas em quatro dos nove índices analisados, mas que refletiu em uma melhoria na média geral das empresas analisadas. São eles: Liquidez Geral, Quantidade da Dívida, Qualidade da Dívida e Despesas Administrativas e Gerais.

Degenhart, Vogy, Kaveski, Frank e Scarpin (2017) analisaram quais fatores determinam o desempenho das empresas familiares listadas na BM&FBovespa atuantes no setor de consumo cíclico. Para atingir o objetivo almejado, utilizou uma amostra de 32 empresas entre os anos de 2008 a 2012, realizando a análise dos dados mediante a aplicação do modelo de regressão de dados em painel. Os resultados inferem que a idade da empresa implica em melhor desempenho organizacional, o tamanho da empresa apresentou relação com a eficiência no uso de seus ativos relacionando-se positivamente ao desempenho, a alavancagem foi atrelada como uma das principais características que levam as empresas a terem um alto desempenho organizacional, além disso, foi apresentada uma relação negativa do *Market to book* em relação ao desempenho operacional.

O estudo desenvolvido por Vieira, Henriques e Neves (2018), pautado nos fatores determinantes do desempenho das empresas portuguesas. Teve como amostra 37 companhias não financeiras listadas na Euronext Lisbon no período de 2010 a 2015, os dados coletados foram analisados por meio da metodologia de dados em painel. Os principais achados do estudo demonstram que os fatores relacionados liquidez geral e o endividamento influenciam negativamente o desempenho e os fatores relacionados dimensão da empresa, o market-to-



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

book, o PIB, a dívida pública e o índice de confiança do consumidor têm uma relação positiva com o desempenho.

Com a intenção de testar a questão da pesquisa, ou seja, quais os fatores que explicam o desempenho das companhias abertas listadas na B³ que passaram por uma reorganização societária de F&A, foram elaboradas as seguintes hipóteses:

H₁: Há relação positiva entre a qualidade dos resultados e o desempenho da companhia.

H₂: Há relação positiva entre o indicador de cobertura das dívidas com o caixa e o desempenho da companhia.

H₃: Há uma relação positiva entre o tamanho da companhia e seu desempenho.

H₄: Há uma relação negativa entre o nível de endividamento da companhia e seu desempenho.

H₅: Há uma relação positiva entre o *Market-to-book* da companhia e seu desempenho.

H₆: Há relação positiva entre a liquidez da companhia e seu desempenho.

H₇: Há relação negativa entre o nível de imobilização dos recursos não correntes e desempenho.

H₈: Há relação negativa entre o nível de imobilização do patrimônio líquido e desempenho.

H₉: Há relação negativa entre o nível de intangibilidade e desempenho.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa descritiva e explicativa, com procedimentos documentais será realizada por meio de uma abordagem quantitativa.

A população deste estudo será composta por todas as companhias abertas listadas na B³ que sofreram reorganizações societárias de fusão ou de aquisição. Para cumprir o objetivo do trabalho de identificar quais os efeitos de uma reorganização societária no desempenho das companhias. A amostra será composta por aquelas empresas que tenham sofrido reorganizações societárias entre os anos de 2010 e 2019 e disponham de toda a informação para a estimação do modelo de regressão para dados em painel. O recorte temporal foi definido a fim de captar o ajustamento das companhias e a harmonização as normas internacionais. Quanto ao ajustamento das companhias ao processo de F&A, Araújo, Silva e Carmona (2017) descrevem em seu estudo que as operações de fusões e aquisições demonstram seus efeitos, de modo geral, em médio prazo.

Para obtenção e definição da amostra foram observados relatórios sobre as fusões e aquisições, das companhias de auditoria denominadas *Big Four* (Deloitte, PriceWaterhouseCoopers, Ernst&Young e KPMG) e também da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Após a identificação da população do estudo, foram eliminadas as entidades financeiras e de seguridade por possuírem aspectos contábeis distintos das demais companhias. A coleta dos dados foi operacionalizada por meio do *software* Economática, sendo excluídas as companhias que não apresentarem todas as informações necessárias ao desenvolvimento da pesquisa, remanescendo assim, a amostra desta pesquisa. Totalizando 126 companhias.

Para atingir o proposto, essa pesquisa será dividida em duas etapas. Na primeira delas, será realizada a exposição dos dados levantados, por meio da técnica de análise descritiva pautada na frequência dos aspectos que caracterizam o perfil da amostra estudada. A segunda etapa, utilizará de um modelo de dados em painel para identificar os fatores explicativos do desempenho das companhias abertas listadas na B³ que passaram por uma reorganização societária de F&A, o modelo de dados em painel será testado e validado

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

de acordo com os pressupostos do modelo e feita a seleção da adequabilidade dentre os modelos para dados em painel *pooled*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios.

O modelo de dados em painel foi escolhido por se apresentar mais vantajoso que outras metodologias de cortes transversais. O modelo de dados em painel oferece maior detalhamento, menor colinearidade entre variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência, de forma a obter uma estimação mais completa (Wooldridge, 2002).

A variável dependente deste estudo é o desempenho, porém a literatura não entra em consenso quanto a melhor forma de mensurar o desempenho de companhias, mas identifica algumas *proxies* comumente utilizadas para tal. Nesse aspecto, há autores que defendem o uso de variáveis contábeis para mensuração do desempenho como o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) (Hunjra, Chani, Javed, Naeem & Ijaz, 2014; Demirgünes, 2016).

O ROE representa o retorno do investimento para os acionistas. Visto como um indicador do tipo quanto maior, melhor (Macedo, Sousa, Cardoso Sousa & Cípola, 2009). O ROE permite que os gestores comparem a taxa de retorno obtida com a aplicação dos recursos na companhia e as taxas de rentabilidade praticadas no mercado de capitais (Neves, 2003). O ROE pode ser obtido da seguinte forma:

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (2)$$

O ROE é um indicador de desempenho capaz de transparecer a capacidade da companhia em agregar valor a si própria, pois analisa a capacidade de geração de lucros em detrimento do capital próprio existente na companhia (Medrado; Cella; Pereira; Dantas, 2016). Além disso, é um indicador contábilístico amplamente utilizado para a mensuração de desempenho, interpretado como medidor da capacidade das companhias em aumentar ou diminuir o patrimônio, em decorrência do investimento realizado (Andereson & Reeb, 2003; Chu, 2009).

A variável dependente será analisada em conjunto das variáveis independentes identificadas na literatura, como influenciadoras do desempenho das companhias, por meio do modelo de regressão para dados em painel, a Quadro 1 demonstra o quadro das variáveis, independentes, sua forma de mensuração e a literatura anterior que a abordou.

Variável	Proxy	Estudos Anteriores	Sigla	Sinal
Qualidade dos Resultados	$\frac{\text{Fluxo de Caixa Operacional (FCO)}}{\text{Resultado Operacional}}$	Braga e Marques (2001).	QR	+
Cobertura de Dívidas com Caixa	$\frac{\text{FCO} - \text{dividendo total}}{\text{PC} + \text{PELP}}$	Braga e Marques (2001).	CDC	+
Tamanho da Empresa	LN (Ativo Total)	Camargos & Barbosa (2010); Degenhart, Vogy, Kaveski, Frank & Scarpin (2017); Vieira, Henriques & Neves (2018)	TAM	+
Endividamento	$\frac{\text{PC} + \text{PELP}}{\text{Ativo Total}}$	Araújo, Silva & Carmona (2017); Camargos & Barbosa (2005); Vieira, Henriques &	ENDV	-

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

		Neves (2018)		
Market- to- Book	$\frac{\text{Valor de mercado da Ação}}{\text{Valor Contábil da Ação}}$	Degenhart, Vogy, Kaveski, Frank & Scarpin (2017); Vieira, Henriques & Neves (2018)	MTB	+
Liquidez Geral	$\frac{AC + ARLP}{PC + PELP}$	Araújo, Silva & Carmona (2017); Camargos & Barbosa (2005); Vieira, Henriques & Neves (2018)	LG	+
Nível de imobilização dos recursos não correntes	Investimento + Imobilizado + Intangível / PL+PELP	Villalonga (2004), Carvalho, Kaio & Martin (2010), Silva Macedo & Corrar (2012)	NIMORC	-
Nível de Imobilização do PL	Investimento + Imobilizado + Intangível / PL	Villalonga (2004), Carvalho, Kaio & Martin (2010), Silva Macedo & Corrar (2012)	NIMOPL	-
Nível de Intangibilidade	Ativo Intangível/Ativo Total	Villalonga (2004), Carvalho, Kaio & Martin (2010), Silva Macedo & Corrar (2012)	NINT	-

Quadro 1: Variáveis independentes.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para atender o objetivo geral é proposta a estimação do seguinte modelo, a fim de identificar os fatores explicativos do desempenho das companhias abertas listadas na B³ que passaram por uma reorganização societária de fusão ou aquisição. Conforme Equação 1.

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 QR_{it} + \beta_2 CDC_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ENDV_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 LG_{it} + \beta_7 NIMORC_{it} + \beta_8 NIMOPL_{it} + \beta_9 NINT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A discussão dos resultados foi dividida em duas etapas. Na primeira etapa, foi realizada a descrição dos dados coletados, com base na técnica de análise estatística baseada na frequência. Adicionalmente, foi evidenciada a média, mediana, desvio-padrão, mínimo e máximo das variáveis contínuas. Na segunda etapa, é evidenciado o tratamento dos dados e a estimação do modelo de regressão para dados em painel, juntamente com as inferências realizadas com base nos resultados obtidos.

4.1 Perfil da Amostra

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Para a caracterização da amostra pertencente ao estudo, inicialmente elaborou-se a descrição das companhias com base no setor de atuação da B3. A Tabela 1, demonstra a distribuição da frequência amostral pelo setor de atuação, o percentual de companhias por setor e o desempenho médio obtido pelo setor, mensurado pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Conforme Tabela 1.

Tabela 1: Média do ROE por setor

Setor	Nº Empresas	Percentual Amostra	Média ROE
Bens Industriais	16	12,70%	1,83%
Comunicações	1	0,79%	15,77%
Consumo Cíclico	32	25,40%	2,16%
Construção e Transporte	2	1,59%	-2,75%
Consumo não Cíclico	11	8,73%	1,69%
Financeiro	17	13,49%	2,43%
Materiais Básicos	12	9,52%	-4,00%
Tecnologia da Informação	5	3,97%	1,25%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	7	5,56%	-2,52%
Saúde	9	7,14%	0,73%
Utilidade Pública	14	11,11%	1,32%
TOTAL	126	100%	

A estratificação das observações por setor elucida que um total de 32 companhias do setor cíclico passaram pelo processo de F&A, representando 18,54% do total da amostra e o setor com maior representatividade. Seguida pelo setor financeiro que representa 13,49% e o setor de bens industriais, representando 12,70% do total da amostra. E as menores participações se referem ao setor de comunicações, com 0,79% do total da amostra, construção e transporte, com 1,59% e tecnologia da informação representando 3,97% do total de companhias pertencentes a amostra.

Quanto o retorno sobre o patrimônio líquido, variável dependente do estudo utilizada como *proxy* para mensuração do desempenho, o setor de comunicação apresentou a maior média com 15,77%, seguido do setor financeiro com média de 2,43%. E observa-se também retornos sobre o patrimônio líquido negativos, tendo como os menores retornos o do setor de materiais básicos, com média de -4%, seguido pelo setor de construção e transporte com média de -2,75%.

Analisando os dados por sua completude, a análise descritiva das variáveis contínuas ROE, QR, CDC, TAM, ENDV, MTB, LG, NIMORC, NIMOPL e NINT, apresentaram os seguintes valores, em observância a amostra como um todo, referentes a média, mediana, desvio-padrão, máximo e mínimo.

Tabela 2: Estratificação das variáveis explicativas contínuas.

	ROE	QR	CDC	TAM	ENDV	MTB	LG	NIMORC	NIMOPL	NINT
Média	0,0257	3,2333	0,0880	22,6189	0,5800	2,7456	2,0102	0,9922	1,4094	0,1797
Mediana	0,0971	0,5861	0,0819	22,6931	0,5664	1,7903	1,7653	0,8155	1,1862	0,1025
Desvio-padrão	0,8462	47,813	0,1356	1,6302	0,2191	3,0098	1,0827	0,7671	2,3202	0,1859
Máximo	2,0717	824,48	0,7846	27,3472	2,7326	19,2742	11,1534	5,8693	21,3734	0,7967
Mínimo	-12,216	-70,89	-0,6350	17,0184	0,0896	-6,6485	0,3659	0,120	-19,3359	7,3E-6

Nota: QR: qualidade dos resultados; CDC: cobertura de dívidas com caixa; TAM: tamanho da empresa; ENDV: endividamento; MTB: *market-to-book*; LG: liquidez; NIMORC: nível de imobilização dos recursos não correntes; NIMOPL: nível de imobilização do patrimônio líquido; NINT: nível de intangibilização.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A Tabela 2, estratifica descritivamente as variáveis contínuas contempladas no estudo. A variável dependente ROE, apresentou que para as 126 companhias pertencentes a amostra entre os anos de 2010 a 2019, o retorno dos investimentos próprios obtidos foi em média de 0,0257. Ainda sobre o ROE, foi observado como ponto de mínimo -12,216 e como ponto de máximo 2,0717.

Quanto aos indicadores financeiros extraídos da demonstração dos fluxos de caixa, QR e CDC. A qualidade dos resultados (QR), que evidencia o quanto a companhia gerou de caixa operacional em detrimento do resultado operacional obtido, apresentou uma média geral de 3,2333 com uma grande amplitude nas observações variando de um mínimo de -70,89 e um máximo de 824,48. Enquanto a cobertura de dívidas com o caixa (CDC), evidenciou valor médio de 0,088 e uma amplitude de -0,635 a 0,7846.

O tamanho da empresa (TAM), analisada pelo logaritmo do ativo total da companhia, devido à grande variabilidade apresentada decorrente do porte das companhias, apresentou um valor médio de 22,6189. A variável de endividamento demonstra uma média de 0,58 evidenciando que de modo geral as companhias financiam seus ativos na magnitude identificada por capital de terceiros. O nível mais baixo de endividamento (ENDV) encontrado na amostra foi de 0,0896 e o maior nível de endividamento foi de aproximadamente 2,73.

As companhias apresentaram uma média de 2,7456 para o índice de *market-to-book* (MTB), indicando que em média o valor de mercado das ações das companhias é de aproximadamente 2,7 vezes maior que o valor contábil das ações. Em seu ponto máximo está variável apresentou um descolamento do valor de mercado das ações em relação ao contábil de aproximadamente 19,27 e como ponto de mínimo o descolamento evidenciado foi de aproximadamente -6,65.

O nível de liquidez geral (LG) das companhias evidenciou que em média apresentam aproximadamente R\$2,00 para cada R\$1,00 de dívida existente. Variando de um mínimo de 0,3659 ao máximo de aproximadamente 11,15. Quanto as variáveis que abordam o nível de imobilização e de intangibilidade das companhias, é evidenciado que as companhias apresentaram em média um NIMORC de 0,9922 o que demonstra que as companhias em média possuem para cada R\$1,00 de recursos não correntes, aproximadamente R\$0,99 investidos em imobilização. O NIMOPL, que também evidencia o nível de imobilização da companhia, porém na perspectiva dos recursos próprios, fica evidenciado que as companhias apresentam em média o quociente de 1,4094 quanto ao nível de recursos próprios aplicados em recursos “permanentes”.

Finalmente o nível de intangibilidade (NINT), apresentou uma média de 0,1797 para as companhias presentes na amostra, destaca-se que o maior nível de intangibilidade apresentado foi de 0,7967. Ressalta-se que as variáveis apresentadas não estão sendo evidenciados em percentual, mas sim em valores absolutos quanto a forma de cálculo apresentada na Figura 02.

4.2 Evidências Empíricas

Durante a fase de estimação do modelo proposto foram encontrados problemas de estimação devido a presença de outliers. Para que fosse possível estimar o modelo e garantir a robustez do mesmo, foi utilizada a winsorização das variáveis QR, CDC, TAM, MTB, LG, NMORC e NIMOPL. Essa técnica consiste no tratamento de minimização dos efeitos provenientes dos outliers, o qual apara os extremos (Guia & Dantas, 2020).

A partir do tratamento dos dados por winsorização, procedeu-se com os testes para a definição do modelo mais adequado para análise dos dados em painel, dentre *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Procedeu-se com a realização do teste Chow (Valor-p = 0,0000), o

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

qual estabelece como hipótese nula a inexistência de efeitos individuais específicos, indicando o modelo *pooled* e como hipótese alternativa de que os efeitos são estatisticamente diferentes de zero, indicando o modelo de efeitos fixos (Baltagi, 2005). Sendo assim, rejeita-se H_0 , indicando que o modelo de efeitos fixos é preferível em detrimento do modelo *pooled*, de acordo com o teste Chow.

Em seguida, procedeu-se com o teste de Breusch-Pagan para avaliar a utilização do modelo com efeitos aleatórios em detrimento do *pooled*. O teste de Breusch-Pagan (Valor-p = 0,0000), tem como hipótese nula que o modelo *pooled* é o mais adequado, a qual foi rejeitada. Apontando que o modelo de efeitos aleatórios é preferível com relação ao *pooled*.

Por fim, partiu-se para a realização do teste de Hausman. De acordo com Johnston e Dinardo (2001), o teste de Hausman (Valor-p = 0,2418), deduz se os efeitos não estão correlacionados com as variáveis explicativas. De modo que, se não estão correlacionados a estimação por efeitos aleatórios é preferível em detrimento dos efeitos fixos (H_0), em caso de os efeitos serem correlacionados o modelo de efeitos fixos é preferível (H_1). A partir do resultado do teste de Hausman, não se rejeita H_0 , estabelecendo-se o modelo de efeitos aleatórios como preferível para as análises propostas.

Com o modelo de efeitos aleatórios definido, testou-se por meio do teste de Wooldridge a autocorrelação serial do painel proposto. Em que a hipótese nula trata da ausência de autocorrelação serial e a hipótese alternativa da existência de autocorrelação serial. O resultado encontrado (Valor-p = 0,2189), indica a não rejeição de H_0 , sendo assim, infere-se que o modelo proposto não apresenta problemas de autocorrelação. Os valores dos coeficientes obtidos para cada variável, assim como, a significância estatística das mesmas é demonstrada na Tabela 3.

Tabela 3: Achados dos modelos para dados em painel

	<i>Pooled</i>		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios*	
	Coefficiente	Valor-p	Coefficiente	Valor-p	Coefficiente	Valor-p
WQR	0,0020304	0,561	0,0003805	0,915	0,0010938	0,729
WCDC	0,227111	0,008	0,2657353	0,010	0,2903247	0,001**
WTAM	0,021302	0,000	0,0201251	0,354	0,0194509	0,017*
ENDV	-0,1347256	0,028	-0,717057	0,001	-0,146878	0,028*
WMTB	0,0320847	0,000	0,0268803	0,000	0,0288797	0,000**
WLG	-0,0019751	0,930	-0,0720938	0,127	-0,0007929	0,975
WNIMORC	0,0248165	0,282	-0,0205491	0,774	-0,0197495	0,505
WNIMOPL	-0,034497	0,004	-0,0178344	0,308	-0,0336857	0,006**
NINT	-0,0337069	0,485	-0,2220138	0,217	-0,0784092	0,239
Constante	84,6401	0,038	0,1823932	0,724	-0,2875522	0,179

Nota: Os coeficientes foram analisados quanto ao nível de significância de 1% (***) e 5% (*). WQR: qualidade dos resultados; WCDC: cobertura de dívidas com caixa; WTAM: tamanho da empresa; ENDV: endividamento; WMTB: *market-to-book*; WLG: liquidez; WNIMORC: nível de imobilização dos recursos não correntes; WNIMOPL: nível de imobilização do patrimônio líquido; NINT: nível de intangibilização.

Conforme atribuído pelos testes estatísticos o modelo mais adequado para a análise dos dados propostos, é o modelo para dados em painel com efeitos aleatórios. Conforme Gujarati (2006) esta modelagem é adequada em situações que o intercepto é aleatório, ou seja, cada unidade do corte transversal não é correlacionada com os regressores. Considerando o modelo para dados em painel com efeitos aleatórios, procedeu-se com a análise dos coeficientes obtidos.

A variável de qualidade dos resultados (WQR), tratada por Braga e Marques (2001) como uma medida de desempenho obtida da demonstração dos fluxos de caixa, visa



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

evidenciar a dispersão dos fluxos de caixa operacionais em relação ao resultado operacional. Não se demonstrou estatisticamente significativa em relação a medida de desempenho utilizada (ROE), portanto, rejeita-se H_1 .

O indicador financeiro de cobertura de dívidas com caixa (WCDC), também tratado por Braga e Marques (2001) como uma medida de desempenho obtida da demonstração dos fluxos de caixa, a qual evidencia a geração de fluxos de caixa operacionais em relação as exigibilidades da companhia. Demonstrou-se estatisticamente significativo e positivo em relação ao ROE. Dessa forma interpreta-se que quanto maior o fluxo de caixa operacional gerado pela companhia em detrimento de suas exigibilidades melhor é seu desempenho financeiro e não se rejeita H_2 .

A variável Tamanho da empresa (WTAM), demonstrou-se estatisticamente significativa e positiva, não se rejeita H_3 . Tal achado contradiz os resultados obtidos por Moura, Barbosa, Silva e Mazzioni (2020), em que no modelo estimado para o ROE, não encontrou significância estatística para a variável tamanho da empresa. Contudo, para as *proxies* de desempenho da companhia atribuídas pelo retorno sobre o ativo total, *market-to-book* e Q de Tobin, a variável tamanho se demonstrou estatisticamente significativa (Vieira, Henriques & Neves, 2018; Moura, Barbosa, Silva & Mazzioni, 2020). Evidenciando que empresas maiores tendem a apresentar desempenho financeiro melhores.

O nível de endividamento (ENDV) demonstrou-se estatisticamente significativo ao nível de significância de 5%, sendo assim, não se rejeita H_4 , ao nível de significância de 5%. Esse resultado vai ao encontro dos estudos realizados por Abreu (2017) e Lins, Servaes e Tamayo (2017), os quais evidenciaram uma relação estatisticamente significativa e negativa do nível de endividamento em relação ao desempenho financeiro da companhia. Vieira, Henriques e Neves (2018), pontuam que essa relação pode ser explicada pelo escoamento de fundos financeiros provocado pelo endividamento.

O *market-to-book* (WMTB), visto como o descolamento do valor de mercado da ação em relação ao valor contábil da ação. Evidenciou relação estatisticamente significativa e positiva com o desempenho financeiro das companhias, o que indica que companhias com *market-to-book* mais elevado, tendem a apresentar desempenho financeiro superior, ou seja, não se rejeita H_5 . Esse resultado corrobora com os encontrados nos estudos de Vieira, Henriques & Neves (2018) e não compactua com os resultados encontrados por Gul (1999).

A variável liquidez geral (WLG), que evidencia a capacidade ou incapacidade da companhia honrar com todas suas dívidas caso liquidasse todos seus ativos de curto prazo. Não evidencia significância estatística quanto ao desempenho financeiro para a amostra analisada, levando a rejeição de H_6 , o que contradiz os estudos de Ehiedu (2014), Demirgünes (2016), Abreu (2017) e Vieira, Henriques & Neves (2018), que encontraram influência significativa e positiva e ainda, contra os resultados de Bardia (2004) e Saldanlı (2012) que apresentaram influência significativamente negativa.

Quanto aos níveis de imobilização. A imobilização dos recursos não correntes (WNIMORC) não demonstrou significância estatística, rejeita-se H_7 , por outro lado, o nível de imobilização do patrimônio líquido (WNIMOPL) demonstrou-se estatisticamente significativo e negativo, não se rejeita H_8 . Desse modo infere-se que quanto maior o percentual de aplicação do patrimônio líquido nos ativos “permanentes” da companhia menor será o desempenho financeiro Da Silva Macedo & Corrar (2012).

Finalmente, a variável que trata do nível de intangibilidade (NINT), não apresentou significância estatística, sendo assim, rejeita-se H_9 , corroborando com os achados de Carvalho, Kaio & Martin (2010), que não evidenciaram significância do índice em empresas brasileiras, porém, o autor destacou que existe diferença entre empresas brasileiras e empresas norte-americanas.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo de identificar os fatores explicativos do desempenho das companhias abertas listadas na B3 que passaram por uma reorganização societária de fusão ou aquisição. Os processos de F&A podem ocorrer por diversos fatores de influência, tanto que para Yaghoubi, Yaghoubi & Gibb (2016), ainda não existe de forma consolidada uma teoria que baseie os estudos sobre a reestruturação societária de maneira definitiva.

Autores como Silva Vieira e Moreira (2017) apontam vantagens tributárias como uma possibilidade dos eventos de fusão. Os autores pontuam que além do aumento da atividade empresarial pela união das companhias, a implantação voltada para um planejamento tributário proporcionou a maximização dos lucros. Outros autores mencionam o ganho de mercado, otimização patrimonial e aceleração do crescimento da firma (Jensen & Ruback, 1983; Bradley, Healy, Palepu & Ruback, 1992; Rao-Nicholson, Salaber & Cao, 2016; Li, Li & Wang, 2016).

Para conseguir atingir o objetivo proposto, foi realizado o levantamento das companhias abertas que negociam ações na B3, que passaram pelo processo de F&A entre os anos de 2010 a 2019. A identificação das companhias que passaram por um processo de F&A se deu mediante a análise de relatórios sobre as fusões e aquisições, das companhias de auditoria denominadas *Big Four* (Deloitte, PriceWaterhouseCoopers, Ernst&Young e KPMG) e também da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).

A partir do levantamento das companhias que passaram pelo processo de F&A, procedeu-se com a coleta de dados com auxílio do *software* Economática, sendo excluídas as companhias que não apresentaram todas as informações necessárias para a pesquisa, obtendo-se como amostra final 126 companhias.

Após a coleta de dados foi realizada a estimação dos modelos de regressão para dados em painel, os testes evidenciaram que o modelo mais adequado para a análise é o modelo com efeitos aleatórios. Os resultados encontrados a partir da estimação do modelo para dados em painel com efeitos aleatórios, permite concluir que a cobertura da dívida com o caixa (CDC), tamanho da empresa (TAM) e o market-to-book (MTB) são variáveis que afetaram de maneira positiva e significativa o desempenho financeiro das companhias que passaram por um processo de F&A, enquanto o nível de imobilização do patrimônio líquido (NIMOPL) e endividamento (ENDV) relacionam-se de maneira significativa e negativa ao desempenho financeiro dessas companhias.

Dentre as limitações desta pesquisa, aponta-se o tamanho da amostra utilizada, que, apesar de ser composta por todas as companhias listadas na B3 que passaram pelo processo de fusão e aquisição entre os anos de 2010 a 2019, exceto aquelas que não apresentaram todos os dados necessários. Dessa forma, sugere-se que para futuras pesquisas sejam abrangidas companhias presentes em outras bolsas de valores para minimizar essa limitação.

REFERÊNCIAS

- Abreu, A. (2017). Impacto da crise económica e financeira na performance das PME's. Dissertação de mestrado. Universidade do Minho.
- Adami, R., Gough, O., Muradoglu, G., & Sivaprasad, S. (2010). The leverage effect on stock returns. Social Science Research Network, Available <http://ssrn.com/abstract,1690183>.
- Anderson, R. C. & Reeb D. M. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from S&P500, *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Araújo, J. P., da Silva, J. G., & Carmona, C. U. D. M. (2017). Análise do Desempenho Econômico-Financeiro em Operações de Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro. *RIC*, 11(1), 1.
- Baltagi, B. H., Bratberg, E., & Holmås, T. H. (2005). A panel data study of physicians' labor supply: the case of Norway. *Health Economics*, 14(10), 1035-1045.
- Bardia, S. C. (2004). Liquidity management: A case study of Steel Authority of India Ltd. *Management Accountant-Calcutta*, 39, 463-495.
- Bhabra, H. S., & Huang, J. (2013). An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies, 1997–2007. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 186-207.
- Bomfim, E. T., & Callado, A. L. C. (2016). Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que realizaram operações de fusões e de aquisições. *Revista de Ciências da Administração*, 18(45), 79-95.
- Bonelli, R. (2000). Fusões e aquisições no Mercosul.
- Braga, R., & Marques, J. A. V. C. (2001). Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 12(25), 06-23. <https://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772001000100001>.
- Bressan, V. G. F., Braga, M. J., Bressan, A. A., & de Andrade Resende Filho, M. (2011). Uma aplicação do sistema PEARLS às cooperativas de crédito brasileiras. *Revista de Administração*, 46(3), 258-274.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *REGE Revista de Gestão*, 12(2), 99-115.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2010). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 69-99.
- Carvalho, F. D. M., Kayo, E. K., & Martin, D. M. L. (2010). Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 871-889.
- Carvalho, L. M. (2014). Educação corporativa e desempenho estratégico. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(3), 67-85.
- Chu, W. (2009). The influence of family ownership on SME performance: evidence from public firms in Taiwan. *Small Business Economics*, 33 (3), 353-373.
- Daniel, K. and Titman, S. (1997). Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns. *Journal of Finance*, vol. 52, 1-33.
- Da Silva Corrêa, C., Schio, E., & dos Santos, L. A. (2017). O desempenho organizacional por meio da contabilidade gerencial quanto à utilização de ferramentas de gestão. *Disciplinarum Scientia| Sociais Aplicadas*, 13(1), 43-63.
- Da Silva Macedo, M. A., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1).
- Degenhart, L., Vogt, M., Kaveski, I. D. S., Fank, O. L., & Scarpin, J. E. (2017). Análise dos fatores determinantes do desempenho das empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA do setor de consumo cíclico. *ConTexto*, 16(33), 74-89.
- Demirgünes, K. (2016). The Effect of Liquidity on Financial Performance: Evidence from Turkish Retail Industry. *International Journal of Economics and Finance*, 8(4), 63.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- De Beule, F., & Sels, A. (2016). Do innovative emerging market cross-border acquirers create more shareholder value? Evidence from India. *International Business Review*, 25(2), 604-617.
- DePamphilis, D. (2019). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press.
- Ehiedu, V. C. (2014). The impact of liquidity on profitability of some selected companies: The financial statement analysis (FSA) approach. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 81-90.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349. <http://dx.doi.org/10.1086/467038>
- Gallon, A. V., da Silva, T. P., de Toledo Filho, J. R., & Hein, N. (2009). Análise do ROA sobre as diferentes formas de apresentação do lucro nas empresas do nível 1 de governança corporativa da Bovespa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 6(1), 49-58.
- Guest, D. E., Michie, J., Conway, N., & Sheehan, M. (2003). Human resource management and corporate performance in the UK. *British journal of industrial relations*, 41(2), 291-314.
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Weichselbaumer, M. (2012). The determinants of merger waves: An international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 30(1), 1-15.
- Guia, L. D., & Dantas, J. A. (2020). Value relevance dos ativos fiscais diferidos na indústria bancária brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(82), 33-49.
- Gujarati, D., & Porter, D. C. (2006). *Econometria Básica*. Ed. *Campus/Elsevier*.
- Gul, F. A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance*, 5, 141-168. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(99\)00003-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(99)00003-6)
- Hanifi, F., & Vahedi, S. (2016). The effect of acquisitions on firm performance: Evidence Tehran Stock Exchange. *Accounting*, 2(3), 93-102.
- Hatem, B. S. (2014). Determinants of firm performance: a comparison of European countries. *International Journal of Economics and Finance*, 6(10), 243.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175.
- Hunjra, A. I., Chani, M. I., Javed, S., Naeem, S., & Ijaz, M. S. (2014). Impact of Micro Economic Variables on Firms Performance. MPRA Paper No. 60792.
- Ikeda, K., & Doi, N. (1983). The performances of merging firms in Japanese manufacturing industry: 1964-75. *The Journal of Industrial Economics*, 257-266.
- Jääskeläinen, A., & Luukkanen, N. (2017). The use of performance measurement information in the work of middle managers. *International Journal of Productivity and Performance Management*.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1-4), 5-50.
- Johnston, J., & Dinardo, J. (2001). *Métodos de econometría* (No. 330.18/J72eE/2001).
- Lazăr, S. (2016). Determinants of Firm Performance: Evidence from Romanian Listed Companies. *Review of Economic and Business Studies*, 9(1), 53-69.
- Li, J., Li, P., & Wang, B. (2016). Do cross-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 25(2), 471-483.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Lins, K., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, Vol. LXXII(4), 1785-1824.
- Macedo, M. A. D. S., Sousa, A. C., Sousa, A. C. C., & Cípola, F. C. (2009). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas socialmente responsáveis. *Pensar Contábil*, 11(43).
- Mackenzie, I. (2017). Mergers & acquisitions in the European Union: acquisition activity & economic performance. *Economic Studies & Analyses/Acta VSFS*, 11(2).
- Martins, E., Gelbcke, E. R., Santos, A., & Iudícibus, S. (2013). Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Medrado, F., Cella, G., Pereira, J. V., & Dantas, J. A. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(28), 32-44.
- Moura, G. D., Barbosa, S. A., da Silva, N., & Mazzioni, S. (2020). Ativos intangíveis influenciam no desempenho financeiro e no valor de mercado de companhias abertas familiares?. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 19, 2.
- Mostaghel, R., Oghazi, P., Beheshti, H. M., & Hultman, M. (2015). Strategic use of enterprise systems among service firms: Antecedents and consequences. *Journal of Business Research*, 68(7), 1544-1549.
- Moraes da Costa, F., & Amorim Júnior, R. L. (2020). REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS E AGRESSIVIDADE TRIBUTÁRIA. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 8(3).
- Neves, J. C. (2003). Análise Financeira, Vol. II, Avaliação do desempenho baseada no valor. Porto Editora.
- Park, S., Lee, H., & Chae, S. W. (2017). Rethinking balanced scorecard (BSC) measures: formative versus reflective measurement models. *International Journal of Productivity and Performance Management*.
- Rao-Nicholson, R., Salaber, J., & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373-387.
- Saldanlı, A. (2012). The relationship between liquidity and profitability - An empirical study on the ISE100 manufacturing sector. *Journal of Süleyman Demirel University Institute of Social Sciences*, 2(16), 167-176.
- Sen, D., Bingol, S., & Vayvay, O. (2017). Strategic enterprise management for innovative companies: The last decade of the balanced scorecard. *International Journal of Asian Social Science*, 7(1), 97-109.
- Silva Vieira, G., & Moreira, S. C. F. (2017). Reorganização societária. *LIBERTAS: Revista de Ciências Sociais Aplicadas*, 7(2), 265-276.
- Silveira, A. Di M. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Vieira, L. K. (2016). Diversificação de receitas e o desempenho financeiro das cooperativas de crédito brasileiras.
- Vieira, E. S., Henriques, A. F. C., & Neves, M. E. (2018). Fatores determinantes do desempenho das empresas portuguesas cotadas. *Estudos do ISCA*, (17), 1-19.
- Villalonga, B. (2004). Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 54(2), 205-230.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Wooldridge, J. (2002). *Introdução à econometria: uma abordagem econométrica*. Thomson Learning.
- Yaghoubi, R.; Yaghoubi, M.; Locke, S.; Gibb, J. (2016). Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*, [S.l.], v. 33, n. 1, p. 147-188.
- Yoshikuni, A. C., & Albertin, A. L. (2017). IT-enabled dynamic capability on performance: An empirical study of BSC model. *Revista de Administração de Empresas*, 57(3), 215-231.